

Allianz Research | 01 Agosto 2025

# Accordi o guerra commerciale? L'equazione insolubile del bilancio tedesco e i dazi diminuiscono le prospettive di reshoring delle case automobilistiche

Ludovic Subran  
Capo economista  
[ludovic.subran@allianz.com](mailto:ludovic.subran@allianz.com)

Maxime Darmet  
Economista senior USA-Regno Unito-Francia  
[maxime.darmet@allianz-trade.com](mailto:maxime.darmet@allianz-trade.com)

Guillaume Dejean  
Consulente Senior di Settore  
[guillaume.dejean@allianz-trade.com](mailto:guillaume.dejean@allianz-trade.com)

Bjoern Griesbach  
Senior Investment Strategist & Economista dell'Eurozona  
[bjoern.griesbach@allianz.com](mailto:bjoern.griesbach@allianz.com)

Jasmin Gröschl  
Senior Economist per l'Europa  
[jasmin.groeschl@allianz.com](mailto:jasmin.groeschl@allianz.com)

Françoise Huang  
Economista senior per l'Asia-Pacifico  
[francoise.huang@allianz-trade.com](mailto:francoise.huang@allianz-trade.com)

Maddalena Martini  
Senior Economist per l'Europa meridionale e il Benelux  
[maddalena.martini@allianz.com](mailto:maddalena.martini@allianz.com)

## In sintesi

### L'accordo UE-USA dà agli Stati Uniti un vantaggio mentre la guerra commerciale inizia a mordere

La tariffa del 15% da applicare alla maggior parte delle merci dell'UE è leggermente inferiore al 20% annunciato il "Liberation Day" – o al 30-50% minacciato da allora – ma comunque molto più alto delle condizioni iniziali. Nell'ambito dell'accordo, l'UE ha accettato di acquistare energia e attrezzature militari dagli Stati Uniti e di investire negli Stati Uniti. Questo sembra abbastanza lontano dalla retorica dell'autonomia strategica degli ultimi mesi. Dal punto di vista economico, l'accordo è in gran parte in linea con le nostre precedenti aspettative, il che implica perdite nelle esportazioni dell'UE di circa 50 miliardi di euro (0,3% del PIL) rispetto ai livelli del 2024. Le reazioni del mercato suggeriscono che l'accordo è più favorevole alle previsioni per gli Stati Uniti, con l'euro che ha perso inizialmente l'1,7%. Nel frattempo, i dati sul PIL del 2° trimestre su entrambe le sponde dell'Atlantico indicano che la guerra commerciale sta già iniziando a farsi sentire. Il precipizio delle esportazioni verso gli Stati Uniti si è invertito nel 2° trimestre, con il commercio netto (minori importazioni) che ha sostenuto la crescita degli Stati Uniti (da -0,1% nel 1° trimestre a +0,7% t/t nel 2° trimestre, non annualizzato) ma ha trascinato l'Eurozona (in calo da +0,6% a +0,1% nel 2° trimestre). Guardando alla domanda interna, la crescita degli Stati Uniti appare molto più debole con solo +0,3% t/t, simile a quella dell'Eurozona, in un contesto di bassa fiducia dei consumatori e delle imprese. In futuro, ci aspettiamo che l'inflazione statunitense salga a quasi il 4% entro la fine dell'anno e che la crescita rallenti, poiché le ultime decisioni sui dazi spingeranno il tasso tariffario globale degli Stati Uniti al 16% entro il 7 agosto, dall'attuale 13%. Nel frattempo, l'inflazione dell'Eurozona è rimasta invariata al 2,0% a/a a luglio, il che, combinato con il tono da falco della BCE della scorsa settimana, significherebbe che la BCE potrebbe non essere in grado di effettuare due ulteriori tagli dei tassi quest'anno, come previsto in precedenza.

### L'equazione di bilancio della Germania manca di alcuni termini (fiscali) per essere solubile

Il bilancio della Germania per il 2026 prevede un aumento degli investimenti pubblici a 127 miliardi di euro e la spesa per la difesa di 82 miliardi di euro. L'aumento della spesa di base maschera il forte calo della spesa federale, che non si vedeva dagli anni '90. Di conseguenza, l'indebitamento netto passerà da 81,8 miliardi di euro nel 2025 a 89,9 miliardi di euro nel 2026, con un indebitamento netto accumulato nel periodo legislativo 2025-2029 che si avvicinerà a 807 miliardi di euro. Ma gran parte di questo è tenuto al di fuori del bilancio di base, nascondendo vincoli fiscali. La spesa discrezionale potrebbe scendere dal 22% nel 2026 a meno del 5% entro il 2035, sotto la pressione delle prestazioni sociali e del pagamento degli interessi, che si prevede raddoppieranno entro il 2029. Gli investimenti orientati al futuro (istruzione, infrastrutture, digitalizzazione, clima) dipendono ora in larga misura dai fondi speciali temporanei che finanziano un terzo nel 2025, il 56% nel 2026 e due terzi entro la fine della legislatura. Per garantire la sostenibilità di bilancio e la crescita, sono essenziali riforme strutturali accompagnate da un risanamento strategico del bilancio.

**Ldazi potrebbero impedire alle case automobilistiche di effettuare il reshoring?** Una tariffa del 15% potrebbe essere una vittoria di Pirro per gli Stati Uniti. Darebbe alle case automobilistiche europee e giapponesi un vantaggio rispetto alle loro controparti messicane e canadesi, che si troverebbero di fronte a una tariffa del 25% sulle auto prodotte per il

mercato statunitense. Tuttavia, non ci aspettiamo un'ondata di reshoring, soprattutto in un contesto di minore sostegno politico per i veicoli elettrici e di capacità di generazione di cassa più deboli. Scopriamo che le capacità produttive interne degli Stati Uniti sono aumentate del +9% quest'anno, aumentando la loro quota della produzione automobilistica globale di un notevole +1,5%. In definitiva, le case automobilistiche stanno affrontando sfide più grandi, tra cui il calo della domanda nelle economie sviluppate, l'aumento della concorrenza da parte dei marchi cinesi e il minor sostegno fiscale per i veicoli elettrici in Europa e negli Stati Uniti. Nel 2025, i margini societari sono attesi a una cifra medio-bassa, costringendo le aziende a concentrarsi sulla redditività a breve termine e sulla generazione di flussi di cassa, piuttosto che sul reshoring.

## L'accordo commerciale UE-USA dà agli Stati Uniti un vantaggio mentre la guerra commerciale inizia a mordere

L'UE e gli Stati Uniti hanno raggiunto un accordo commerciale ad alto livello poco prima della scadenza del 1° agosto. Sebbene l'accordo sia leggermente peggiore del previsto per l'Europa, elimina il rischio di tariffe significativamente più severe. Le esportazioni dell'UE verso gli Stati Uniti dovranno ora affrontare una tariffa "reciproca" del 15%, rispetto all'attuale 10%.<sup>1</sup> Questo è ancora inferiore al 20% annunciato nel "Liberation Day" e al 30-50% minacciato a maggio e all'inizio di luglio. Analogamente all'accordo USA-Giappone, le auto e i ricambi auto dovranno affrontare un'aliquota tariffaria del 15%, ma ciò che è più rivoluzionario è che anche i prodotti farmaceutici e i semiconduttori saranno soggetti al 15%, inferiore al 25% precedentemente ipotizzato. I dazi su acciaio e alluminio rimangono al 50%, in linea con il resto del mondo. Al di là dei dazi, l'UE ha accettato di acquistare 750 miliardi di dollari di prodotti energetici statunitensi in tre anni, investire 600 miliardi di dollari negli Stati Uniti e acquistare "grandi quantità" di attrezzature militari, anche se queste cifre probabilmente aggregano le intenzioni di investimento privato e riflettono le importazioni di difesa già previste. Le tariffe più elevate saranno dolorose, ma sono in gran parte in linea con le nostre stime precedenti<sup>2</sup>. L'UE subirà perdite di esportazioni per circa 50 miliardi di dollari (0,3% del PIL) rispetto ai livelli del 2024, con Germania, Irlanda, Italia e Francia più colpite. Il rafforzamento dell'euro potrebbe comportare ulteriori perdite nelle esportazioni pari al -0,2% del PIL, portando l'impatto totale del PIL vicino al -0,5%, a parità di altre condizioni. Tuttavia, molti dettagli rimangono poco chiari, lasciando incerto l'impatto completo. Da un lato, potrebbero seguire ulteriori esenzioni tariffarie su alcune categorie di prodotti; dall'altro, non si possono escludere ulteriori minacce tariffarie da parte della Casa Bianca.

**Più in generale, l'accordo commerciale sottolinea il fatto che l'Europa fatica a sfruttare appieno la sua forza economica nei negoziati globali.** Ma con le esportazioni verso gli Stati Uniti che ammontano al 3,5% del PIL rispetto a solo l'1,2% nella direzione opposta (le esportazioni statunitensi verso l'UE in percentuale del PIL degli Stati Uniti), il blocco aveva chiaramente più da perdere. Inoltre, in tempi di tensioni geopolitiche, l'UE dipende più che mai dagli Stati Uniti per il sostegno militare, diminuendo ulteriormente il suo potere contrattuale. Nella migliore delle ipotesi, l'accordo fornisce un sollievo temporaneo eliminando l'imminente minaccia di una vera e propria guerra commerciale UE-USA. Tuttavia, in assenza di una crisi immediata e di una riduzione dell'incertezza, il rischio è che l'UE ritardi ulteriormente le riforme economiche e politiche attese da tempo. Anche se un esito senza accordo non sarebbe stato auspicabile, avrebbe potuto spingere i leader dell'UE a compiere progressi più significativi nel raggiungimento della sovranità strategica. Ciò rafforza l'immagine emergente dell'UE come un'unione politica frammentata e militare leggera, con un bilancio (a livello dell'UE) ancora fortemente sbilanciato verso l'agricoltura piuttosto che verso la capacità strategica.

**Questa settimana gli Stati Uniti hanno anche annunciato decisioni tariffarie con il resto del mondo, probabilmente aumentando il tasso di dazi effettivi globali all'importazione al 16% entro il 7 agosto (dall'attuale 13% e meno del 3% alla fine del 2024).** Nei giorni scorsi, la Casa Bianca ha emesso diversi ordini esecutivi riguardanti le politiche commerciali degli Stati Uniti. Gli aumenti tariffari "reciproci" inizialmente annunciati il 2 aprile ("Liberation Day") sono stati adeguati per 68 Paesi (al di fuori dell'UE) ed entreranno in vigore dal 7 agosto. I partner commerciali al di fuori di questo elenco dovranno affrontare aumenti tariffari di +10 punti percentuali. Il Brasile sta affrontando l'aumento più ripido, con l'aliquota tariffaria effettiva degli Stati Uniti che è salita al 40%, dall'attuale 14%. Mentre il Messico è riuscito a ottenere una proroga di 90 giorni contro ulteriori aumenti delle tariffe, gli esportatori canadesi vedranno la tariffa statunitense salire dal 25% al 35% (ma con le merci conformi all'USMCA che rimangono esenti da dazi e la tariffa su energia e potassio invariata al 10%). Anche la Svizzera è soggetta a un aumento dei dazi in misura peggiore, mentre diversi esportatori asiatici sono riusciti a ottenere aumenti tariffari inferiori a quelli inizialmente previsti. Inoltre, entro il 7 agosto, gli Stati Uniti applicheranno dazi del 50% sulle importazioni di rame. Le comunicazioni ufficiali suggeriscono che le tariffe potrebbero cambiare di nuovo in futuro, se verranno raggiunti ulteriori accordi. Siamo inoltre ancora in attesa di un annuncio formale della probabile proroga della tregua tariffaria con la Cina. Allo stato attuale, il tasso di dazi all'importazione effettivi

---

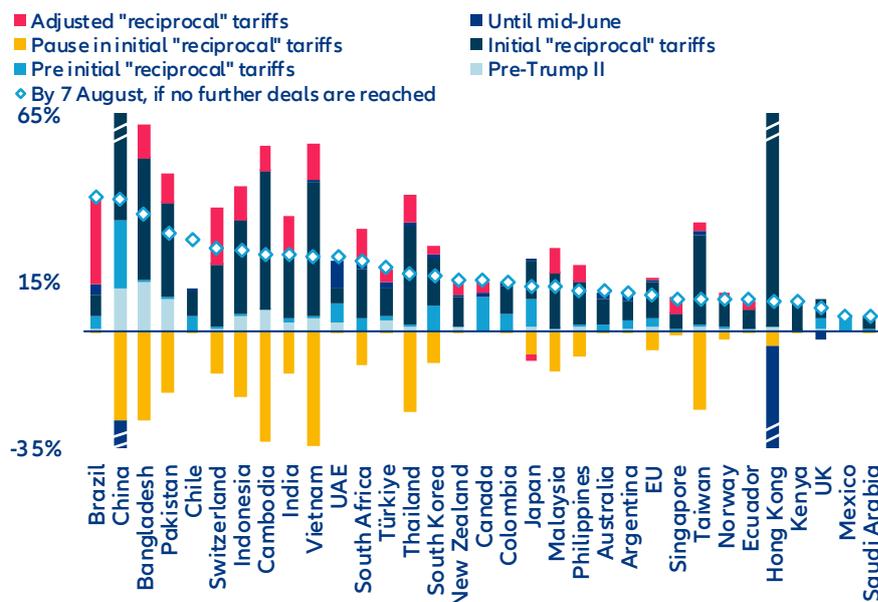
<sup>1</sup> Consulta [la spiegazione dell'accordo commerciale UE-USA](#)

<sup>2</sup> Vedi [Allianz | Cosa guardare | 25 luglio 2025](#)

globali degli Stati Uniti che raggiungerà il 16% entro il 7 agosto lo porterebbe al livello più alto dagli anni '30 (a parte un breve periodo nell'aprile di quest'anno, quando si è avvicinato al 30%).

**I mercati hanno reagito in modo moderato all'accordo commerciale UE-USA, ma sono diventati più negativi dopo l'annuncio dei restanti accordi commerciali nel corso della settimana, confermando che l'accordo commerciale transatlantico era ampiamente previsto, mentre l'atteggiamento più duro nei confronti degli altri è stato visto come un netto negativo per l'economia globale.** L'euro è sceso dell'1,7% nei due giorni successivi all'accordo commerciale UE-USA (prima di scendere di un altro 1,2% dopo la Fed aggressiva), mentre gli indici azionari dell'UE sono rimasti sostanzialmente piatti. Confrontando gli indici azionari su entrambe le sponde dell'Atlantico in termini di USD, l'S&P 500 relativamente più forte (-0,3%) e lo Stoxx Europe 600 più debole (-1,5%, reazione del mercato prima dei dati sul PIL, della Fed e delle restanti operazioni commerciali) suggeriscono che l'operazione è stata percepita come relativamente più favorevole per gli Stati Uniti. Tuttavia, la reazione è stata modesta rispetto ai movimenti da inizio anno, il che implica che il risultato è stato ampiamente scontato. Nel corso della settimana, tuttavia, quando sono stati annunciati gli accordi commerciali rimanenti e la Fed ha fatto una pausa da falco, i mercati sono tornati più in rosso.

Figura 1: Aliquote tariffarie effettive bilaterali statunitensi (%)



Nota:

- Tariffe "reciproche" pre-iniziali: tariffe "Fentanyl" su Cina, Canada e Messico, tariffe su acciaio e alluminio, auto e ricambi auto
- Primi dazi "reciproci": ordine esecutivo del 2 aprile e ritorsioni con la Cina. Il tasso tariffario effettivo ha raggiunto il 103% sulla Cina, il 94% su Hong Kong
- Sospensione delle tariffe "reciproche" iniziali: il 9 e l'11 aprile decisioni di sospendere le tariffe "reciproche" per 90 giorni e includere ulteriori esenzioni per i prodotti
- Fino a metà giugno: ulteriori aumenti dei dazi su acciaio e alluminio, accordo con il Regno Unito, tregua con Cina e Hong Kong (taglio rispettivamente di -63 punti percentuali e -85 punti percentuali)
- Tariffe "reciproche" rettifiche: ordini esecutivi il 30-31 luglio
- Entro il 7 agosto, se non si raggiungono ulteriori accordi: contabilizzazione delle tariffe "reciproche" adeguate e delle tariffe sul rame

Fonte: Allianz Research

**I dati sul PIL di questa settimana su entrambe le sponde dell'Atlantico mostrano che la guerra commerciale sta già facendo sentire la sua parte. Nel 2° trimestre 2025 il PIL degli Stati Uniti è cresciuto di un forte +3,0% t/t annualizzato (+0,7% non annualizzato), rimbalzando dal -0,5% (-0,1% non annualizzato) del 1° trimestre. Tuttavia, se si guarda alla domanda interna (+1,2% t/t annualizzato), la crescita sottostante degli Stati Uniti ha continuato a indebolirsi sensibilmente a causa della bassa fiducia dei consumatori e delle imprese. L'aumento del 3,0% del secondo trimestre è stato leggermente superiore alle nostre previsioni incorporate nelle nostre**

prospettive economiche di giugno (+2,8%). L'impennata delle importazioni osservata nel 1° trimestre, sostenuta dal frontloading per alcuni prodotti, è stata completamente invertita nel 2° trimestre, contribuendo a stimolare la crescita del PIL. Le esportazioni hanno subito una contrazione del -1,8%, trascinate al ribasso da un forte calo delle esportazioni di beni. Sul fronte interno, la domanda di fondo ha continuato a indebolirsi, in quanto la persistente debolezza della fiducia dei consumatori e delle imprese si fa sentire. Nel trimestre i consumi sono cresciuti di un misero +1,4% e gli investimenti non residenziali del +1,6%. La crescita dei consumi delle famiglie è ripresa, dopo la debolezza in parte dovuta alle condizioni meteorologiche del 1° trimestre. Ciononostante, questo segna un ritmo più lento rispetto agli ultimi anni, anche se, in modo incoraggiante, le famiglie statunitensi non stanno tagliando tanto quanto suggerito dai sondaggi molto negativi sulla fiducia dei consumatori. La spesa delle imprese per le strutture e l'intrattenimento è stata particolarmente debole, anche se è stata parzialmente compensata dai continui e forti guadagni nelle attrezzature IT e macchinari e dalla spesa per la proprietà intellettuale. Gli investimenti residenziali hanno continuato a faticare, frenati dai tassi ipotecari persistentemente elevati, in calo di un brusco -4,6%, dopo il -1,3% del 1° trimestre. Nel complesso, la crescita delle vendite agli acquirenti domestici privati, considerata il miglior indicatore della crescita sottostante dell'economia, è rallentata ad appena +1,2%, il livello più debole dalla fine del 2022, dal +1,9% del 1° trimestre. All'inizio del trimestre in corso (Q3-2025), i sondaggi tra consumatori e imprese stanno inviando segnali contrastanti. Nel complesso, tuttavia, le indagini congiunturali di luglio (PMI composito e indagini regionali della Fed) indicano una crescita resiliente, indicando rischi al rialzo per la nostra previsione di +1,0% nel 3° trimestre incorporata nelle prospettive economiche di giugno. Ciononostante, continuiamo ad aspettarci un significativo rallentamento della crescita di fondo a partire dal 3° trimestre e nei trimestri successivi, a causa dell'aumento dell'inflazione dovuta ai dazi e del rallentamento della forza lavoro.

**La crescita dell'Eurozona si è quasi bloccata dopo la spinta del frontloading del 1° trimestre.** Come previsto, l'economia dell'Eurozona ha subito un brusco rallentamento nel 2° trimestre, con una crescita in decelerazione da +0,6% t/t (+1,5% a/a) nel 1° trimestre a +0,1% t/t (+1,4% a/a). La stima flash, sostanzialmente in linea con il consenso e la nostra previsione (+0,0%), si basa su dati limitati a livello nazionale, con dettagli più completi a seguire. La penisola iberica è tornata a guidare il blocco, con Spagna e Portogallo in crescita rispettivamente del +0,7% e del +0,6% t/t. Sia la Germania che l'Italia hanno subito una lieve contrazione (-0,1% t/t), mentre la Francia ha registrato una crescita del +0,3% t/t. L'Irlanda, nota per le oscillazioni volatili, è crollata del -1,0% t/t dopo aver registrato un'impennata del +7,4% t/t nel 1° trimestre, scendendo dal primo all'ultimo posto nella classifica growth. Il rallentamento complessivo riflette l'attesa inversione di tendenza dell'anticipazione delle esportazioni verso gli Stati Uniti in vista degli aumenti dei dazi, sottraendo una stima di 0,3 punti percentuali dalla crescita del 2° trimestre dopo aver contribuito con +0,2 punti percentuali nel 1° trimestre. Tuttavia, la domanda interna è rimasta resiliente, con i consumi privati e gli investimenti in espansione vicino alle medie di lungo periodo per il quarto trimestre consecutivo. Gli investimenti sono ancora inferiori del 3% rispetto ai livelli del 2019 e i consumi solo del 3%, il che li rende il fanalino di coda tra le componenti del PIL. Con l'allentamento dell'incertezza sulla guerra commerciale ma i dazi ancora elevati, manteniamo le nostre previsioni di crescita di +1,2% per il 2025 e +1,1% per il 2026 (+0,9% e +1,4% escludendo l'Irlanda).

**Nel 2° trimestre 2025 il PIL della Germania ha subito una lieve contrazione del -0,1% t/t (0,0% a/a), dopo una crescita a sorpresa del +0,4% nel 1° trimestre.** Gli investimenti in macchine per costruzioni e macchinari si sono indeboliti in questo trimestre, ma si prevede che aumenteranno con l'introduzione di un tasso di ammortamento del 30% su tre anni a partire da giugno. I consumi delle famiglie e delle amministrazioni pubbliche sono aumentati, mentre le esportazioni sono probabilmente diminuite a causa dell'allentamento della consegna anticipata dei dazi. Mentre gli stimoli economici stanno rafforzando il sentiment delle imprese, l'aumento dei costi commerciali sta pesando sul clima imprenditoriale Ifo e sui PMI. Il settore dei servizi continua a registrare una tendenza al rialzo. Tuttavia, anche un numero crescente di settori manifatturieri segnala una ripresa. Nel complesso, la crescita del PIL per l'intero anno dovrebbe rimanere modesta, attestandosi intorno al +0,1%. La Germania sta riorganizzando la sua strategia economica con un pacchetto fiscale audace e incentivi agli investimenti progettati per stimolare la ripresa dopo due anni di recessione. Il governo mira a contrastare i rischi esterni, come l'aumento dei dazi statunitensi e la frammentazione globale, attraverso investimenti pubblici e privati. Le iniziative chiave includono generosi tassi di ammortamento, incentivi fiscali per la ricerca e lo sviluppo, un fondo infrastrutturale da 500 miliardi di euro, un aumento della spesa per la difesa e tagli alle imposte sulle società per un totale di -5 punti percentuali dal 2028 in poi. Si prevede che i benefici di queste misure fiscali si concretizzeranno appieno a partire dal 2026. Per

una crescita sostenuta, Berlino deve snellire la burocrazia e accelerare gli investimenti nelle transizioni verdi e digitali per aumentare la produttività. In caso di successo, lo slancio economico potrebbe migliorare ancora prima.

**Il PIL francese è salito del +0,3% nel 2° trimestre 2025, sostenuto dalle scorte (+0,5 punti percentuali), mentre la domanda interna è stata fiacca (+0,0) e il commercio netto ha contribuito negativamente (-0,2 punti percentuali).**

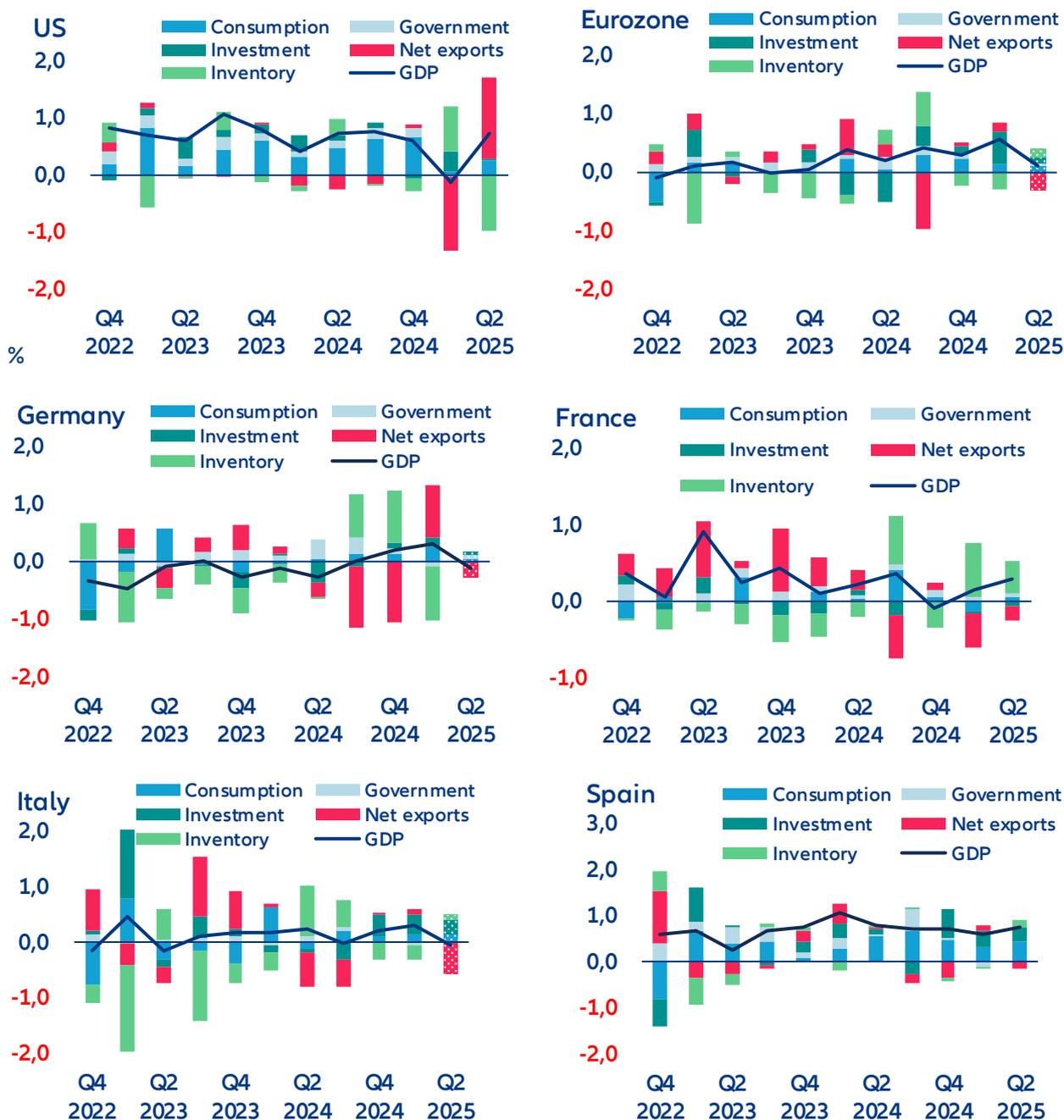
Il risultato è stato leggermente superiore alle attese (+0,2%), con un aumento sorprendente delle scorte. I consumi delle economie domestiche sono cresciuti a malapena nel trimestre (+0,1%) dopo il forte calo del trimestre precedente (-0,3%). Le famiglie francesi hanno ancora frenato il consumo di beni nonostante un lieve aumento degli acquisti di generi alimentari nel trimestre nella stagione calda, mentre il consumo di servizi ha continuato a registrare un andamento migliore. Gli investimenti delle imprese hanno continuato a essere il punto più debole, con un altro calo nel 2° trimestre nella maggior parte delle categorie, probabilmente colpiti dall'incertezza politica e dagli aumenti delle tasse sulle imprese. Gli investimenti delle famiglie si sono comunque mantenuti in ripresa, registrando il terzo trimestre consecutivo di crescita (+0,4%) e confermando la fine della flessione del mercato residenziale. I consumi pubblici sono cresciuti costantemente a +0,2% (allo stesso ritmo del 1° trimestre), indicando l'assenza di misure di risanamento di bilancio degne di nota. Infine, le esportazioni sono riuscite a salire di un modesto +0,2%, ma questo ha fatto seguito a un forte calo nel 1° trimestre (-1,1%). Solo una manciata di prodotti supportava le spedizioni (prodotti chimici e farmaceutici). Nel complesso, la crescita di fondo rimane molto debole, frenata da una domanda interna ed esterna molto debole. La produzione e il consumo di servizi sono ancora i principali motori della crescita. All'inizio del trimestre in corso (3° trimestre 2025), le indagini sui consumatori e sulle imprese indicano una persistente debolezza della crescita. Per ora prevediamo ancora una crescita del +0,1% (invariata rispetto alle prospettive economiche di giugno).

**L'economia italiana ha subito una contrazione nel 2° trimestre, deludendo sia le nostre aspettative (+0,1%) che le previsioni di consenso (+0,2%).**

Secondo le stime preliminari (-0,1% t/t), la componente interna ha contribuito positivamente alla crescita, mentre il commercio netto ha frenato l'attività complessiva. I dati commerciali separati dello stesso trimestre hanno mostrato che le esportazioni verso i paesi terzi, che rappresentano il 50% delle esportazioni totali di merci, sono diminuite del -4,3% t/t, invertendo l'effetto di anticipazione tariffaria osservato nel 1° trimestre. Nel frattempo, le importazioni extra UE, che rappresentano il 42% delle importazioni totali, sono aumentate bruscamente del +10,0% su base trimestrale. L'export riprenderà a crescere solo il prossimo anno e a ritmi lenti a causa dell'ulteriore perdita di competitività causata dall'apprezzamento del tasso di cambio. Nonostante la resistenza esterna, la domanda interna dovrebbe rimanere resiliente. I consumi sono destinati a continuare ad espandersi, sostenuti da tendenze favorevoli del potere d'acquisto delle famiglie e da tassi di interesse più bassi. Sebbene gli investimenti siano probabilmente frenati dall'accresciuta incertezza, beneficeranno dell'attuazione dei progetti finanziati da Next Generation EU e del graduale calo dei costi di finanziamento. Detto questo, con una crescita dello 0,5% per il 2025, la nostra previsione annuale del PIL dello 0,6% potrebbe sembrare un po' ottimistica a questo punto. Tuttavia, un timido rimbalzo allo 0,8% di crescita l'anno successivo è ancora plausibile.

**Il motore della crescita spagnola continua ad andare avanti.** La stima preliminare per il PIL spagnolo del 2° trimestre indica una solida crescita economica del +0,7% t/t. Nonostante le recenti revisioni al ribasso rispetto ai tre trimestri precedenti, i consumi privati e gli investimenti sono rimasti solidi, con un'espansione rispettivamente del +0,8% e del +1,6% t/t. Con l'avvicinarsi della scadenza di Next Generation EU, prevediamo che gli investimenti continueranno a essere un motore di crescita primario nel 2025, man mano che si concretizzerà l'impatto massimo dei finanziamenti dell'UE. Anche le esportazioni e le importazioni di beni e servizi sono aumentate, rispettivamente del +1,1% e del +1,7%. Dal lato dell'offerta, tutti i principali settori hanno registrato una crescita positiva del valore aggiunto, ad eccezione del settore primario, che ha subito una forte contrazione (-9,5% t/t, in calo rispetto al +8,3% del trimestre precedente). I dati del 2° trimestre introducono rischi al rialzo per la nostra attuale previsione di crescita del PIL per il 2025 del +2,2%, nonostante le continue perturbazioni del commercio globale. L'economia spagnola dovrebbe continuare a sovraperformare i suoi omologhi dell'Eurozona, sostenuta dalla ripresa della domanda interna, dai continui investimenti legati a Next Generation EU e da un'esposizione relativamente inferiore agli shock commerciali globali.

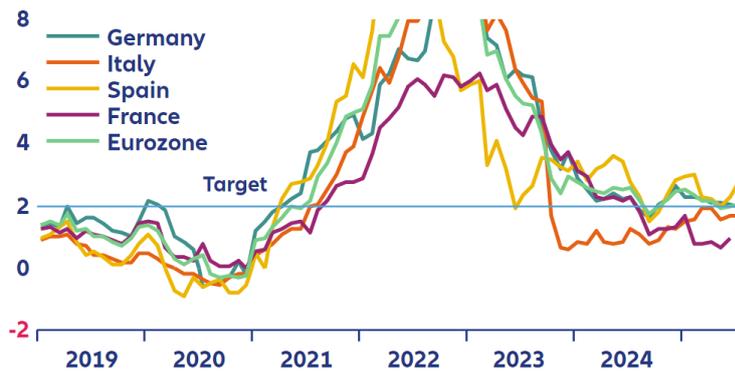
Figura 2: Contributi al PIL, non annualizzati (EZ, DE, contributi IT per il 2° trimestre sono stime di Allianz Research),



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

**Nel frattempo, l'inflazione dell'Eurozona ha sorpreso leggermente al rialzo a luglio, con l'inflazione che si è mantenuta al 2,0% a/a, con l'inflazione dei beni alimentari (3,3%) e dei servizi (3,1%) che è rimasta il fattore principale, mentre i prezzi dell'energia si sono ulteriormente sgonfiati (-2,5%).** L'inflazione core è rimasta al 2,3% a/a. Nel complesso, si tratta di un dato leggermente superiore alle aspettative del mercato e delle nostre aspettative. L'inflazione tedesca è rimasta stabile al 2,0% a/a a luglio, con quella core al 2,7%. L'inflazione dei servizi è scesa al 3,1%, mentre quella dei beni è salita all'1,0%. La componente energetica rimane un freno (-3,4%), mentre l'inflazione alimentare sale al 2,2%. Anche l'inflazione francese è rimasta ferma, ma a un livello inferiore dell'1,0% con driver simili. La deflazione dei beni è rimasta al -0,2% a/a e l'inflazione dei servizi è salita al 2,5%. L'inflazione in Italia è rimasta stabile all'1,7% a/a, con l'aumento dei prezzi dei generi alimentari e dei servizi di trasporto compensato da un'ulteriore disinflazione energetica. L'inflazione spagnola ha sorpreso al rialzo al 2,7% a/a dal 2,3% precedente, mantenendo il tasso di inflazione più alto tra le quattro maggiori economie dell'Eurozona, in linea con la continua sovraperformance economica.

Figura 3: Inflazione complessiva, IPC a/a in %



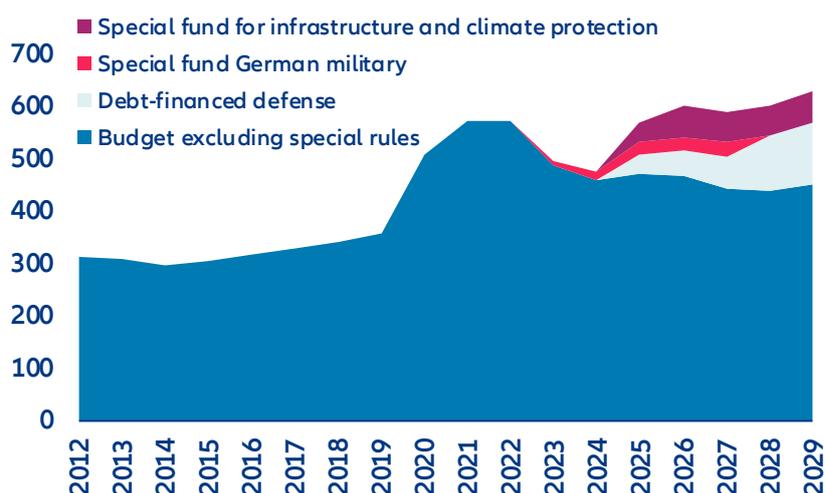
Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

**Le nostre prospettive per altri due tagli dei tassi della BCE quest'anno sembrano sempre più difficili dopo una riunione aggressiva della BCE e un accordo commerciale che ha attenuato l'incertezza economica.** La BCE ha lasciato i tassi invariati la scorsa settimana, come previsto, ma la presidente Lagarde ha assunto un tono da falco, sottolineando che l'inflazione sarà solo temporaneamente inferiore all'obiettivo del 2% nei prossimi trimestri e minimizzando le preoccupazioni per la forza dell'euro. Nel complesso, l'asticella per riprendere i tagli dei tassi dopo questa pausa è aumentata, introducendo un rischio al rialzo per la nostra attuale previsione di due ulteriori tagli quest'anno.

## L'equazione di bilancio della Germania manca di alcuni termini (fiscali) per essere solubile

**Il bilancio 2026 evidenzia l'attenzione del governo tedesco per la difesa, le infrastrutture e gli investimenti per il clima, con gli investimenti pubblici che salgono a 127 miliardi di euro e la spesa per la difesa a 82 miliardi di euro.** Le spese di bilancio di base sono previste a 520,5 miliardi di euro per il 2026, in aumento rispetto ai 503 miliardi di euro di quest'anno, e si prevede che raggiungeranno i 572,1 miliardi di euro entro il 2029. L'indebitamento netto è previsto in aumento a 89,9 miliardi di euro nel 2026, rispetto agli 81,8 miliardi di euro. Entro la fine della legislatura, si prevede che l'indebitamento netto accumulato si avvicinerà a 807 miliardi di euro. Gran parte di questi finanziamenti proviene da fondi speciali, allentando la pressione sul bilancio di base ma non affrontando i vincoli di bilancio sottostanti. Nonostante l'aumento della spesa, il bilancio core subisce tagli, con la spesa federale (esclusi i fondi speciali) che è scesa da 471 miliardi di euro nel 2025 a 450 miliardi di euro nel 2029 (Figura 4), una riduzione che non si vedeva dagli anni '90 e in contrasto con l'attuale accordo di coalizione. Si prevede che i buchi di bilancio aumenteranno da 22 miliardi di euro nel 2027 a 56 miliardi di euro nel 2028 e 66 miliardi di euro nel 2029, all'incirca equivalenti all'intero bilancio della difesa del 2025. Finora, le pressioni dell'austerità rimangono limitate, tranne che per quanto riguarda gli aiuti allo sviluppo. Una certa "magia" fiscale è evidente, come un calo di 5 miliardi di euro nei pagamenti degli interessi previsti a causa di cambiamenti contabili. Tuttavia, l'aumento della spesa pensionistica e sociale, in parte dovuto alla sottostima del reddito di cittadinanza e ai previsti aumenti della disoccupazione, suggerisce una crescente tensione fiscale. Senza importanti riforme o innovazioni fiscali, sembra improbabile colmare questi divari.

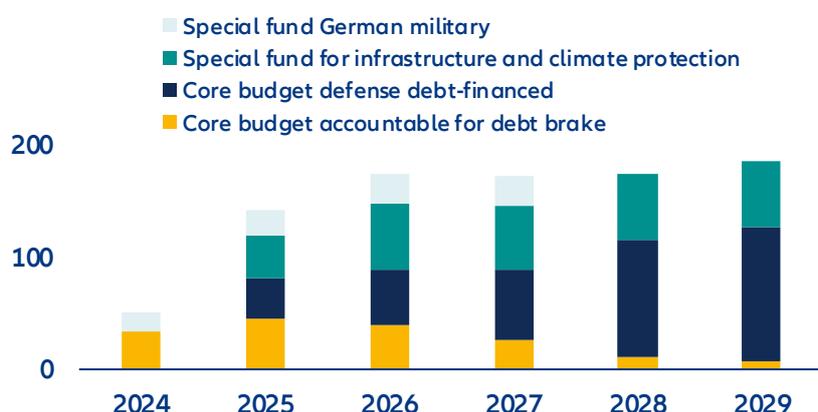
Figura 4: Spesa federale senza regole speciali, in miliardi di euro



Fonti: Ministero federale delle Finanze, Allianz Research

**Il debito viene spostato al di fuori del bilancio di base.** Si prevede che l'indebitamento aumenterà bruscamente da 33 miliardi di euro nel 2024 a 127 miliardi di euro entro il 2029, in gran parte trainato dalla spesa per la difesa finanziata dal debito legata alla regola del >1% del PIL. Oltre all'indebitamento netto di 90 miliardi di euro nel 2026 nell'ambito del bilancio core, si prevede un ulteriore debito speciale di 83 miliardi di euro, spostando di fatto il debito al di fuori del bilancio core. Mentre l'indebitamento nell'ambito del bilancio di base è in calo, gran parte del nuovo debito si accumula attraverso fondi speciali (Figura 5). Questa combinazione di debito massiccio e deficit di bilancio in costante crescita, anche in presenza di entrate fiscali record, è un mix molto problematico che minaccia la sostenibilità fiscale.

Figura 5 - Spesa finanziata dal debito al di fuori del bilancio di base, in miliardi di euro

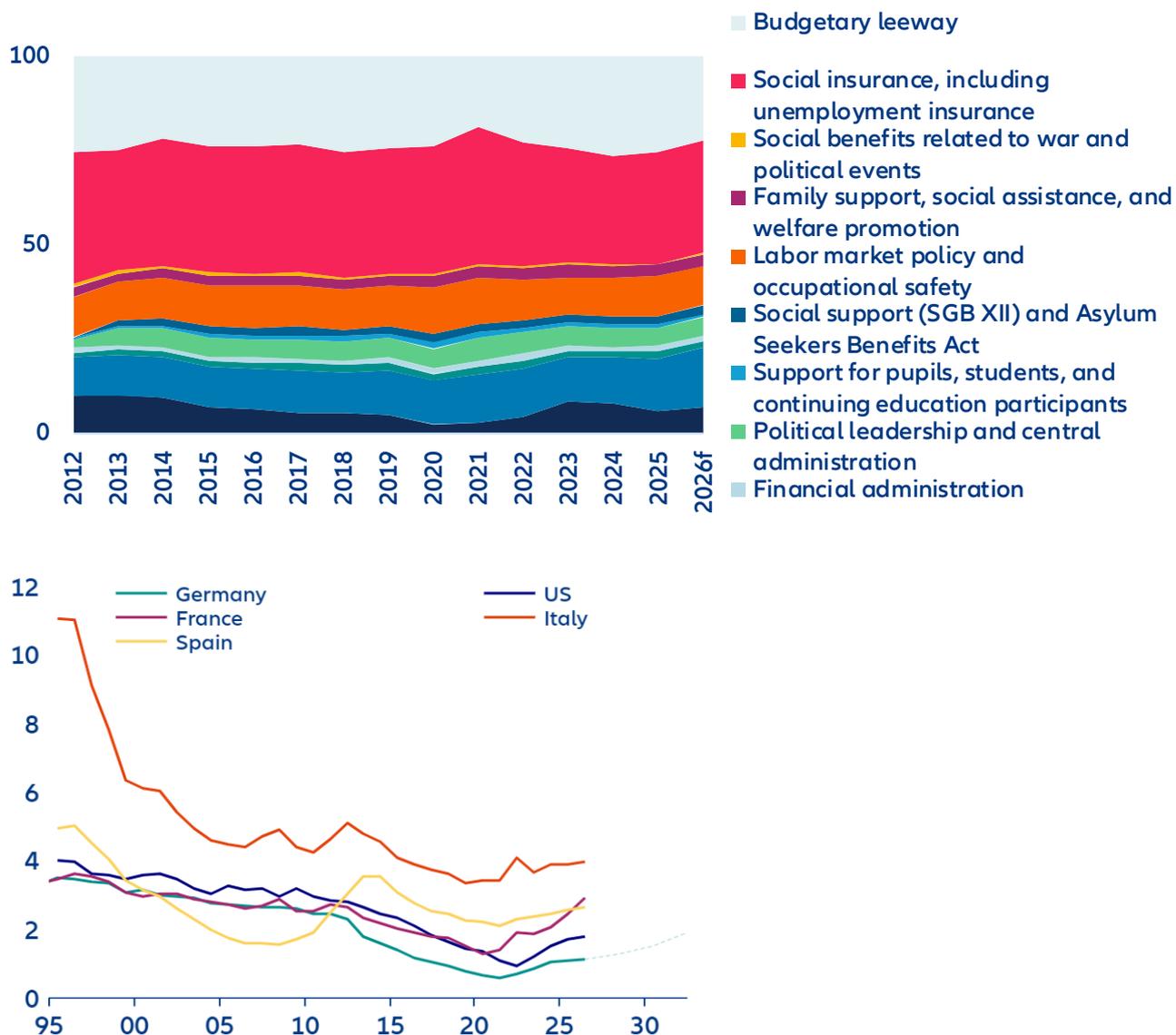


Fonti: Ministero federale delle Finanze, Allianz Research

**La flessibilità del bilancio federale tedesco diminuisce.** Nel 2025 la spesa discrezionale si è ridotta ad appena il 25% del bilancio core, in gran parte a causa di costi fissi come le prestazioni sociali, l'amministrazione, la difesa e il pagamento degli interessi (Figura 6, in alto). La flessibilità diminuirà ulteriormente al 22% nel 2026, trainata dall'aumento della spesa per la difesa, dei costi degli interessi e delle spese sociali per stabilizzare il mercato del lavoro. In prospettiva, questa quota potrebbe scendere al di sotto del 5% entro il 2035, poiché sia la spesa per interessi che quella sociale continuano ad aumentare. Si prevede che i soli pagamenti degli interessi raddoppieranno, passando da 30 miliardi di euro nel 2025 a un valore compreso tra 60 e 70 miliardi di euro entro il

2029. Ciò vedrebbe i costi degli interessi crescere dall'attuale 1,1% circa del PIL a circa l'1,9% entro il 2032. Ciononostante, questi livelli rimangono relativamente bassi rispetto ai paesi comparabili (figura 6, in basso). Sebbene i fondi speciali consentano di contrarre prestiti oltre il freno all'indebitamento, essi aumentano gli oneri per interessi sul bilancio di base. I sussidi sociali durante le recessioni economiche restringono ulteriormente il margine di bilancio. Con l'erosione della flessibilità di bilancio, è probabile che la Germania faccia sempre più affidamento su nuovi fondi speciali per coprire le esigenze a breve termine. Ciò evidenzia un problema strutturale più profondo che richiede una riforma strategica globale, non solo tagli alla spesa, per garantire la sostenibilità del bilancio a lungo termine.

Figura 6: Spese discrezionali e spese impegnate nel bilancio federale, in % (in alto) e pagamenti di interessi, in % del PIL (in basso)

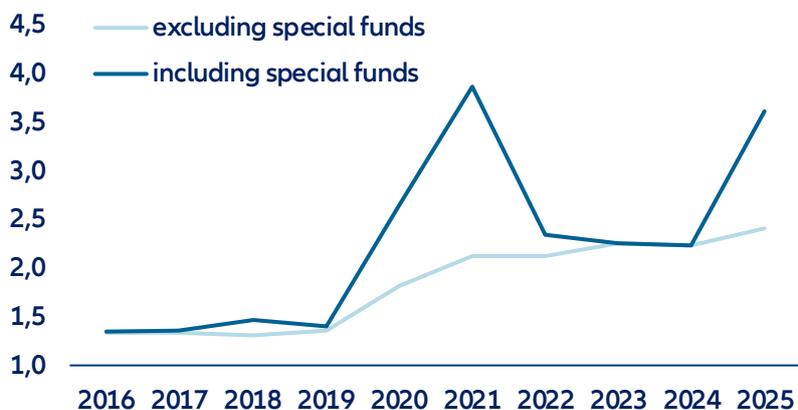


Fonti: Bundesministerium der Finanzen, LSEG Datastream, Allianz Research. Note: Escludendo i crediti di emergenza e la spesa per la difesa superiore all'1% del PIL, la spesa discrezionale è definita secondo Streeck e Mertens (2010) come spese reversibili entro un anno.

**Gran parte della spinta agli investimenti si basa su fondi speciali temporanei, il che solleva preoccupazioni sulla sostenibilità.** Al di fuori di questi, la spesa orientata al futuro (istruzione, infrastrutture, innovazione, digitalizzazione, azione per il clima) rimane solo al 2,4% del PIL nel 2025 (Figura 7). Includendo i fondi speciali, questa percentuale sale al 3,6%, ma la crescita a lungo termine richiede un finanziamento stabile del bilancio di

base. In percentuale del bilancio di base, gli investimenti orientati al futuro rappresentano il 17,9% (in aumento di +0,3 punti percentuali rispetto al 2024), o il 21 % se si includono i fondi speciali, con un aumento di +3,5 punti percentuali. Solo lo 0,13% del PIL, o l'1,1% del bilancio federale, è destinato a spese orientate al futuro all'interno di spese impegnate, che coprono aree come il supporto all'istruzione e la ricerca e lo sviluppo relativi alla difesa. La maggior parte di tali spese dipende dalla flessibilità di bilancio e dai fondi speciali. Questa dipendenza dai fondi speciali è già visibile: mentre nel bilancio 2025 un terzo delle spese orientate al futuro è finanziato attraverso fondi speciali, questa quota sale al 56% nel 2026 e raggiunge i due terzi entro il 2029. Di conseguenza, gli investimenti cruciali per stimolare la crescita futura diventano vulnerabili ai tagli a causa della crescente pressione sul bilancio di base. Affidarsi fortemente ai finanziamenti temporanei rischia di mettere a repentaglio gli investimenti essenziali a lungo termine una volta scaduti i finanziamenti.

Figura 7: Investimenti orientati al futuro, in % del PIL



Fonti: Bundesministerium für Finanzen, Allianz Research. Nota: picco nel 2021 a causa dell'istituzione del Fondo per il clima e la trasformazione e dei rispettivi trasferimenti.

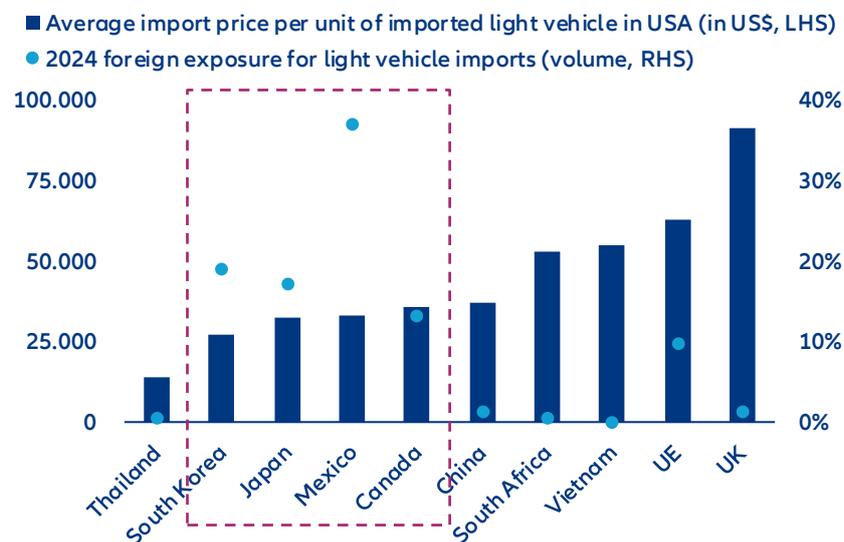
**Un reset strategico del bilancio, abbinato a riforme strutturali, è fondamentale per la Germania.** Il bilancio si trova di fronte a sfide note: la spesa discrezionale si sta riducendo, mentre l'aumento delle sovvenzioni sociali e dei costi degli interessi minaccia gli investimenti orientati al futuro. Una revisione del bilancio deve invertire questa tendenza e aumentare la partecipazione alla forza lavoro. Il pensionamento anticipato e le alte tasse sul lavoro scoraggiano il lavoro e mettono a dura prova le finanze; Pertanto, la modernizzazione delle pensioni e dell'assistenza sanitaria per ridurre le passività a lungo termine, lo spostamento delle tasse dal lavoro per incoraggiare l'occupazione e il miglioramento delle infrastrutture di assistenza sono essenziali per ottenere risparmi significativi. La sostenibilità delle finanze pubbliche dipende dalla mobilitazione della manodopera, dall'attrazione degli investimenti privati e dalla priorità della spesa a lungo termine. Le riforme strutturali devono precedere qualsiasi risanamento fiscale per garantire la crescita economica e la stabilità fiscale della Germania.

## I dazi potrebbero impedire alle case automobilistiche di effettuare il reshoring?

**L'aumento dei dazi sulle case automobilistiche europee e giapponesi potrebbe essere una vittoria di Pirro per gli Stati Uniti.** Dopo mesi di colloqui commerciali, e poco prima della scadenza del 1° agosto, i funzionari europei e giapponesi hanno raggiunto un accordo commerciale con l'amministrazione statunitense. Il risultato è un tasso di cambio più basso di quanto inizialmente temuto, che in questa fase non prevede alcun premio tariffario specifico per l'industria automobilistica. L'aliquota effettiva sui veicoli e sui componenti importati dall'Europa e dal Giappone sarà aumentata al 15% rispetto al 2,5% dell'anno scorso, ma è di gran lunga migliore dell'aliquota del 27,5% che sarebbe stata applicata senza un accordo. In effetti, l'accordo pone le case automobilistiche europee e giapponesi su una base migliore rispetto alla concorrenza in Messico e Canada, che devono affrontare una tariffa del 25%. Ciò significa che un'auto importata dal Giappone è ora più economica di un modello prodotto in Messico o in Canada. Anche le auto provenienti dalla Corea del Sud, che ha appena firmato un accordo con gli Stati Uniti che prevede un tasso tariffario del 15%, sarebbero più economiche. Si tratta di un duro colpo per le case automobilistiche statunitensi, le cui catene di approvvigionamento dipendono fortemente dal Messico e, in misura minore, dal

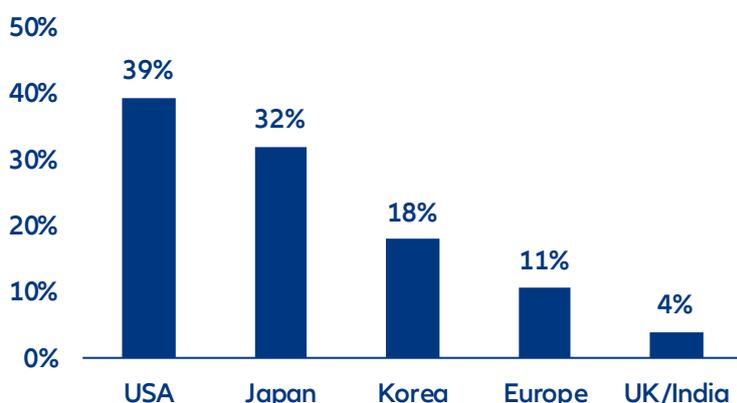
Canada (Figura 8), e che hanno una percentuale più elevata di componenti di origine statunitense nella composizione finale dei veicoli venduti sul mercato statunitense rispetto ai loro omologhi (esposizione del 39% nel primo semestre 2025 rispetto rispettivamente al 32%), 18% e 11% per i produttori giapponesi, sudcoreani ed europei, come si vede nella Figura 9). Inoltre, il dazio del 50% sull'acciaio e sull'alluminio importati è un onere aggiuntivo per le case automobilistiche locali, che si aggiunge alla lunga lista di venti contrari che stanno colpendo i margini di profitto.

Figura 8: Prezzo unitario medio di un veicolo leggero importato negli Stati Uniti dopo l'applicazione delle nuove aliquote tariffarie statunitensi per il 2025 e disaggregazione per paese dell'esposizione esterna, sulla base del volume/valore annuo delle importazioni statunitensi del 2024



\*Il prezzo medio unitario per la Corea del Sud integra la più recente proposta tariffaria del 15%.  
 Fonti: US International Trade Administration (ITA), Allianz Research

Figura 9: Rapporto tra la composizione degli Stati Uniti e le automobili vendute negli Stati Uniti nel primo semestre del 2025, per produttore di automobili per paese

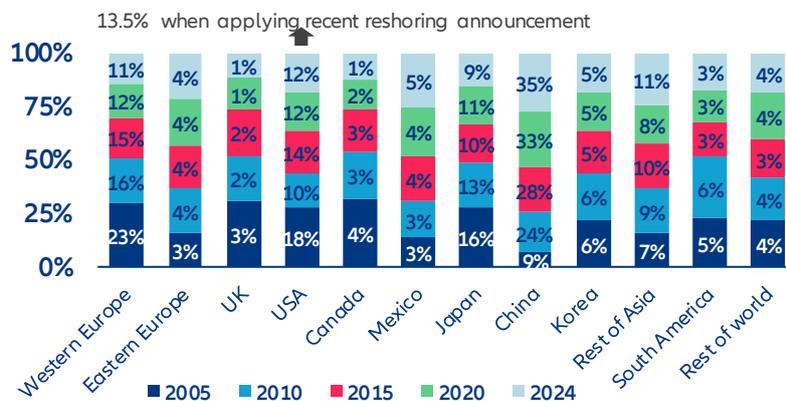


Fonti: National Highway Traffic Safety Administration (parte 583 dei rapporti dell'American Automobile Labeling Act, aggiornamento 2025), Allianz Research

**Questo potrebbe innescare un reshoring della produzione automobilistica negli Stati Uniti?** La produzione automobilistica ha svolto un ruolo fondamentale nell'espansione dell'economia statunitense nel corso del XX secolo, fino a quando la globalizzazione ha innescato l'esternalizzazione degli impianti di assemblaggio all'estero – in particolare in Messico nel caso degli Stati Uniti – e la Cina ha rapidamente assunto il ruolo di hub manifatturiero mondiale. Tuttavia, dal 2005, l'industria automobilistica europea e giapponese ha dovuto affrontare cali molto più

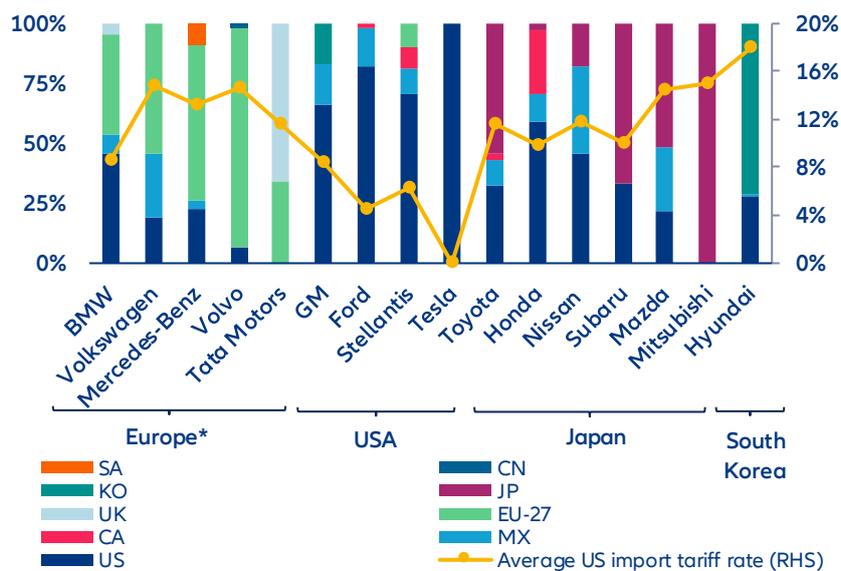
ampi della quota di mercato della produzione (rispettivamente 8-12% e 5-7%), mentre quella degli Stati Uniti è diminuita solo del 4-6% (Figura 10), a causa di fattori quali le dimensioni del mercato, la sua geografia molto diversificata e anche i forti legami storici tra gli spazi economici e politici. che ha assicurato sostegno in tempi di crisi. Ciononostante, l'industria è stata al centro dell'attenzione della nuova amministrazione sulla ricostruzione dell'industria manifatturiera negli Stati Uniti. Inizialmente, la prospettiva di un aumento dei costi di importazione avrebbe dovuto innescare un vasto slancio di reshoring sia da parte dei produttori che dei fornitori che operavano in America. Tuttavia, questa non sembra essere diventata una tendenza generale. Sulla base degli annunci ufficiali fatti finora quest'anno, troviamo un potenziale aumento di 1,35 milioni di capacità di produzione di veicoli, che aumenterebbe le capacità di produzione nazionale del +9% e, a parità di condizioni, aumenterebbe l'impronta manifatturiera degli Stati Uniti nella produzione automobilistica globale di circa il +1,5% al 13,5%. Questo è evidente ma non davvero significativo, soprattutto se è improbabile che un tale aumento si concretizzi, dato che gli impianti statunitensi stanno attualmente funzionando a due terzi delle loro capacità e non si prevede che aumentino il ritmo nel breve periodo. È probabile che la domanda interna vacilli a causa di un regime di sovvenzioni per i veicoli elettrici meno favorevole e di prezzi più elevati delle auto nuove a causa delle tariffe. Un'ulteriore chiarezza sul futuro dei dazi potrebbe innescare ulteriori annunci di reshoring negli Stati Uniti, ma non ci aspettiamo che questa diventi una tendenza consolidata. I nostri calcoli, basati sull'attuale rete di assemblaggio auto e sulla distribuzione di veicoli leggeri venduti negli Stati Uniti nella prima metà del 2025, collocano l'aliquota tariffaria media per i produttori giapponesi, europei e sudcoreani al 12%, 13% e 18% contro il 5% per i produttori statunitensi (6% se escludiamo Tesla, vedi figura 10). Questo costo aggiuntivo rimane gestibile e non giustificerebbe un aumento sostanziale delle capacità produttive negli Stati Uniti.

Figura 10: Evoluzione storica della quota di mercato della produzione mondiale di veicoli passeggeri leggeri, per paese di assemblaggio



Fonti: Wards, Allianz Research

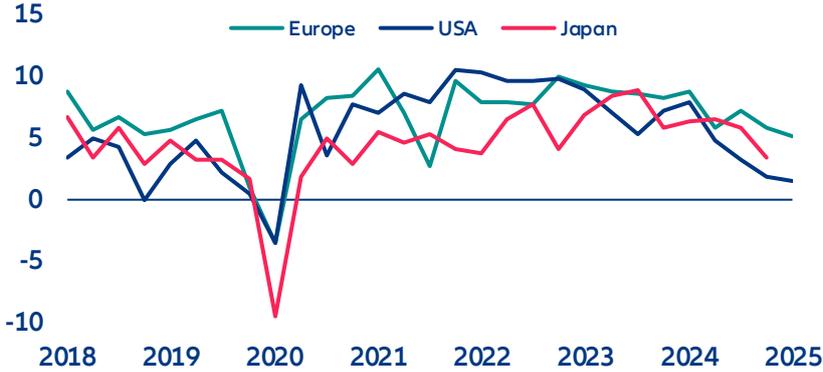
Figura 11: Origini geografiche dei veicoli leggeri venduti negli Stati Uniti nel primo semestre del 2025 in base al luogo di assemblaggio finale, classificati per ripartizione del produttore automobilistico



\*Affiliamo il gruppo Tata Motors all'Europa poiché i suoi due marchi più famosi venduti negli Stati Uniti hanno origini britanniche (Jaguar/Land Rover). Fonti: National Highway Traffic Safety Administration (parte 583 dei rapporti dell'American Automobile Labeling Act, aggiornamento 2025), Allianz Research

**Le case automobilistiche hanno problemi più grandi di cui preoccuparsi.** Gli utili preliminari per la prima metà dell'anno mostrano che gli impatti relativi ai dazi sono stati modesti finora, anche se alcuni produttori hanno già aggiunto oneri relativi ai dazi ai loro bilanci nel secondo trimestre (ad es. GM ha registrato una perdita di oltre 1 miliardo di dollari a causa dei dazi nel secondo trimestre). Sia i produttori nazionali che quelli esteri hanno ampiamente attinto alle loro scorte per ridurre al minimo gli effetti tariffari e hanno persino utilizzato sconti per aumentare le vendite. Ma questa strategia a breve termine non conterrà per sempre la pressione al ribasso sui profitti. Per la maggior parte delle imprese, si prevede che gli impatti si faranno sentire pienamente nella seconda metà dell'anno, una volta che le tariffe reciproche e altre specifiche di settore entreranno in vigore. In definitiva, i dazi sono solo una delle tante sfide che incombono sull'industria automobilistica, tra cui il calo della domanda nelle economie sviluppate<sup>2</sup>, l'aumento della concorrenza da parte dei marchi cinesi, l'inasprimento del quadro fiscale per i veicoli elettrici in Europa e negli Stati Uniti, una regolamentazione più rigorosa del carbonio in Europa e, per alcuni casi specifici, investimenti sottoperformanti e governance instabile. Tutti questi fattori stanno contribuendo alla compressione dei margini tra produttori e fornitori. Dopo i margini a due cifre nel 2022-2023, sostenuti dagli effetti inflazionistici, quest'anno l'industria automobilistica dovrebbe registrare margini a una cifra medio-bassa (Figura 12). Alcune società hanno già registrato una contrazione dei redditi multimiliardari nella prima metà dell'anno (ad esempio Stellantis). In questo contesto, le aziende si concentrano sulla redditività a breve termine e sulla generazione di flussi di cassa e, di conseguenza, sono meno inclini a spendere il proprio capitale in investimenti a lungo termine come il reshoring. Ciò significa che la politica di capex è totalmente congelata poiché la concorrenza tesa costringe produttori e fornitori a investire in nuove tecnologie e/o piattaforme per assicurarsi la loro quota di mercato, ma l'industria esaminerà ulteriormente i suoi costi e monitorerà attentamente il ritorno sull'investimento. I recenti annunci di Stellantis (una società europea e americana) sono emblematici di questa tendenza: l'azienda ha dichiarato che interromperà i suoi investimenti nell'idrogeno aumentando le capacità produttive nel suo stabilimento marocchino, che diventerà il suo più grande hub manifatturiero a livello mondiale.

Grafico 12: Margine EBIT dei principali produttori di automobili, ripartizione per nazionalità, %



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 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.