

Allianz Research | 20 Marzo 2025

Prospettive di ripresa per la Germania, i consumatori statunitensi tengono (ancora) duro e la scarsa fiducia dei mercati nelle promesse di "America First"

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

Maxime Darmet
Senior Economist for US, UK and
France
maxime.darmet@allianz-trade.com

Bjoern Griesbach
Senior Investment Strategist and
Eurozone Economist
bjoern.griesbach@allianz.com

Jasmin Gröschl
Senior Economist for Europe
jasmin.groeschl@allianz.com

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

Maria Latorre
Sector Advisor
maria.latorre@allianz-trade.com

Garance Tallon
Research Assistant
garance.tallon@allianz-trade.com

In sintesi

Germania: Liberare la spesa per la difesa e le infrastrutture Una maggioranza di due terzi del Bundestag ha esentato la spesa per la difesa dal bilancio normale, consentendo nuovo debito superiore all'1% del PIL, e ha istituito un fondo speciale per le infrastrutture di 500 miliardi di euro per affrontare decenni di investimenti insufficienti (stock di capitale -10 punti percentuali nell'ultimo decennio). La spesa per la difesa sarà anticipata, ma è probabile che i progetti infrastrutturali richiedano tempo. Lo stimolo potrebbe incentivare gli investimenti privati fino al +5,9% cumulativamente nei 12 anni di vita del fondo infrastrutturale, anche se sono necessarie riforme strutturali per realizzare pienamente il potenziale di crescita. Nel 2025 la spesa di bilancio finanziata dal debito dovrebbe aumentare il +0,3% del PIL, con una crescita in espansione al +1,7% nel 2026 e al +2,1% nel 2027. Tuttavia, permangono rischi quali l'inflazione e i vincoli di capacità produttiva e si prevede che il rapporto debito/PIL supererà il 72% entro il 2037 dall'attuale 62,8%. I mercati dei capitali avevano già scontato il voto di questa settimana e ora stanno applicando tassi di interesse più alti di circa 30 punti base per la Germania. Considerando il rialzo della crescita e dell'inflazione, i costi aggiuntivi per il servizio del debito che ne derivano per la Germania dovrebbero essere gestibili (0,1-0,2% del PIL, ceteris paribus).

Il consumatore americano può reggere? L'economia statunitense sembra indebolirsi rapidamente a causa delle tensioni commerciali, dell'incertezza politica e dei rischi di un aumento dell'inflazione. Il calo del sentiment dei consumatori americani sta segnalando una sostanziale riduzione della spesa nel 2° trimestre del 2025. L'entità del danno potenziale dipende da tre fattori: i redditi delle famiglie, i bilanci e gli effetti patrimoniali legati al mercato azionario. Sul lato positivo, i trasferimenti pubblici e la maggiore crescita dei salari per le famiglie a basso reddito stanno sostenendo il reddito delle famiglie. Inoltre, i bilanci sono complessivamente solidi, con una solida posizione creditizia netta del 2-3% del PIL. Analizzando la crescita del PIL degli Stati Uniti in base alle ragioni di scambio, agli spread obbligazionari e al mercato azionario, troviamo un calo trimestrale di -0,7 punti percentuali nella crescita del PIL alla fine del 1° trimestre. Di questi, gli effetti negativi sulla ricchezza causati dal calo dei prezzi delle azioni sembrano aver determinato -0,6 punti percentuali (circa due terzi), mentre il restante terzo è spiegato dal deterioramento delle ragioni di scambio indotto dai dazi. Prevediamo che il PIL statunitense si stabilizzerà nel primo semestre del 2025 e crescerà di un poco brillante +1,6% nel 2025, se le tensioni commerciali dovessero diminuire entro la metà dell'anno.

"America First" per le fabbriche, ultima a Wall Street? L'enfasi di Trump sul reshoring della produzione e sul rafforzamento della sovranità manifatturiera e tecnologica degli Stati Uniti ha spinto le aziende a impegnarsi immediatamente a spendere molto negli Stati Uniti nei prossimi anni. I giganti della tecnologia e dei semiconduttori Apple e TSMC si sono mossi per primi, seguiti dalle aziende farmaceutiche Amgen, Merck ed Eli Lilly, con l'intenzione di

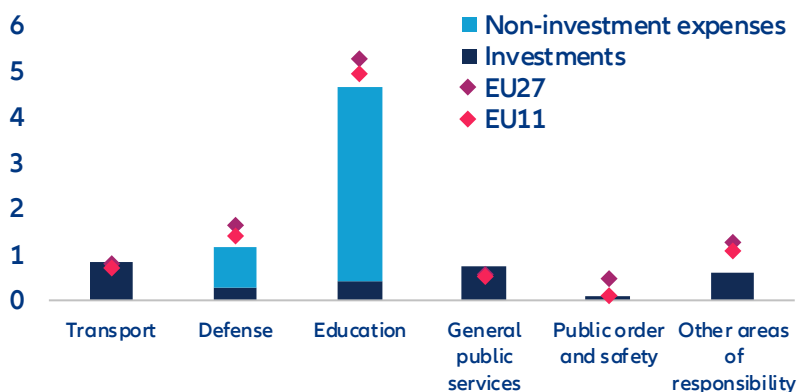
costruire impianti giganti negli Stati Uniti. Nel complesso, gli annunci di investimento dovrebbero superare la soglia di 1 trilione di dollari, pari a circa il 3% del PIL statunitense. Tuttavia, gli investitori azionari temono che l'aumento dei costi operativi incida sui margini (gli indici di reshoring statunitensi sono scesi del -10% dall'insediamento di Trump) e i flussi di investimento di portafoglio indichino un chiaro spostamento di capitali dalle azioni statunitensi (-41% negli ETF statunitensi da inizio anno) verso l'Europa (+97%) e i mercati emergenti, ora percepiti come meno a rischio a causa della stagflazione economica e delle incertezze legate alle politiche. Questa divergenza suggerisce che, sebbene gli investitori rimangano fiduciosi nell'economia reale americana, rimangono cauti riguardo alle prospettive politiche a breve termine.

Germania: Liberare la spesa per la difesa e le infrastrutture

Nella sessione speciale di questa settimana, il Bundestag ha approvato emendamenti alla Legge fondamentale sui temi della difesa, delle infrastrutture e della neutralità climatica che possono far uscire la Germania dalla stasi economica. Il Bundestag ha ottenuto una maggioranza di due terzi per esentare la spesa per la difesa – tra cui protezione civile e difesa, sicurezza informatica, intelligence e sostegno agli Stati attaccati in violazione del diritto internazionale – dal normale bilancio superiore all'1% del PIL, consentendo al governo federale di assumere nuovo debito. Inoltre, il Bundestag ha deciso di aggiungere alla costituzione un fondo speciale di 500 miliardi di euro per ulteriori investimenti nelle infrastrutture e per raggiungere la neutralità climatica entro il 2045. Solo se il 10 per cento del normale bilancio federale viene speso per investimenti, il fondo speciale può essere utilizzato per investimenti supplementari. 100 miliardi di euro del fondo saranno utilizzati per il Fondo per il clima e la trasformazione (KTF) e altri 100 miliardi di euro saranno a disposizione degli Stati federali per investimenti nelle loro infrastrutture, in particolare nelle reti di riscaldamento e in altre reti legate all'energia.

La spesa fiscale è un salto nella giusta direzione, in quanto la Germania ha urgente bisogno di ricostruire le sue infrastrutture pubbliche dopo anni di abbandono, aumentandoe stabilizzando in particolare la spesa orientata al futuro. Nell'ultimo decennio, lo stock di capitale della Germania è diminuito di -10 punti percentuali. La carenza di investimenti è stata più grave nelle infrastrutture pubbliche (ferrovie, autostrade e vie navigabili), con un picco di perdita di -22 miliardi di euro nel 2023, aggravando la situazione. Le aree chiave della spesa orientata al futuro, come le infrastrutture di trasporto, l'istruzione e la difesa, rappresentano attualmente poco meno del 25% dei bilanci pubblici a livello federale, statale e locale. La loro quota del PIL è rimasta relativamente stabile negli ultimi decenni, ma è ancora inferiore alla media dell'UE (7,3 % del PIL nel 2023 rispetto al 10,5 %), soprattutto nel caso della difesa e dell'istruzione (Figura 1). Anche con il pacchetto fiscale, la Germania si trova di fronte alla sfida di accelerare lo sviluppo delle infrastrutture, poiché i vincoli di capacità e i mercati del lavoro ristretti rallenteranno l'attuazione. Sul lato positivo, la spinta agli investimenti pubblici potrebbe anche stimolare gli investimenti del settore privato fino al +5,9% cumulativo nei 12 anni di vita del fondo per le infrastrutture, a condizione che il pacchetto fiscale sia accompagnato da riforme strutturali, come riforme fiscali o una riduzione della burocrazia.

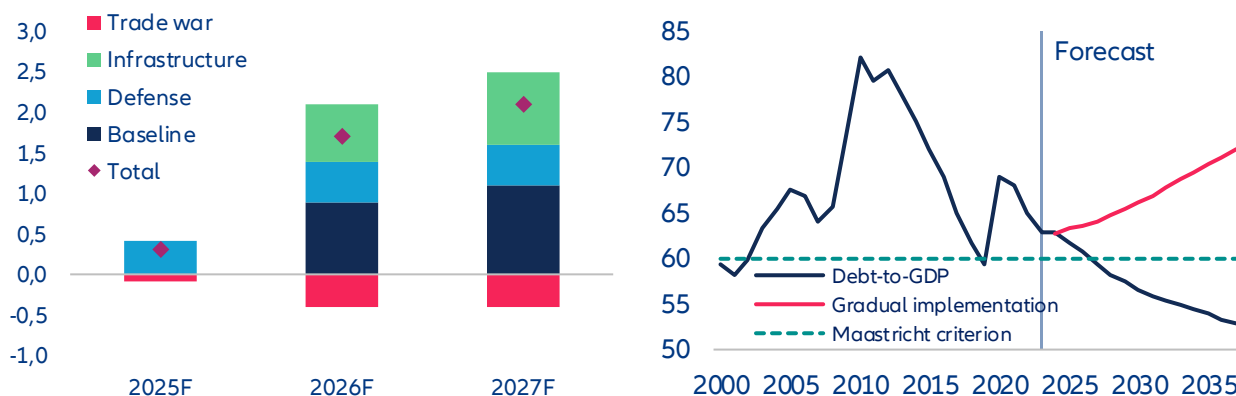
Figura 1: La spesa pubblica orientata al futuro in Germania è inferiore alla media dell'UE



Fonti: Eurostat, Allianz Research. Nota: l'UE11 è l'11 Stato fondatore dell'Europa.

Mentre è probabile che la spesa per la difesa venga anticipata, l'attuazione dei progetti infrastrutturali richiederà tempo, anche se si aggiungerà comunque al rialzo delle previsioni del PIL tedesco. Abbiamo utilizzato il limite inferiore dei moltiplicatori per le infrastrutture e la difesa, poiché l'aumento delle infrastrutture richiederà tempo e la spesa per la difesa tende ad avere un impatto più modesto, con una parte dei fondi destinata alle attrezzature importate piuttosto che alla produzione interna. Ipotizzando un'attuazione graduale di un ulteriore 2 % del PIL della spesa di bilancio finanziata dal debito¹, il PIL potrebbe aumentare del +0,3 % nel 2025 (da una linea di base stagnante), del +1,7 % nel 2026 (da +0,9 %) e del +2,1 % nel 2027 (da +1,1 %) (figura 2, a sinistra). Ma è probabile che la spesa fiscale finanziata dal debito aumenti anche altri rischi, come la crescita dei salari e l'inflazione, poiché i vincoli di capacità limitano la crescita della produzione. Con un'attuazione graduale, il rapporto debito/PIL raggiungerebbe poco più del 72% entro il 2037 (Figura 2, a destra).

Figura 2: Aumento della crescita grazie al pacchetto fiscale, a/a in pp e totale in % (a sinistra) e debito pubblico, in % del PIL (a destra)

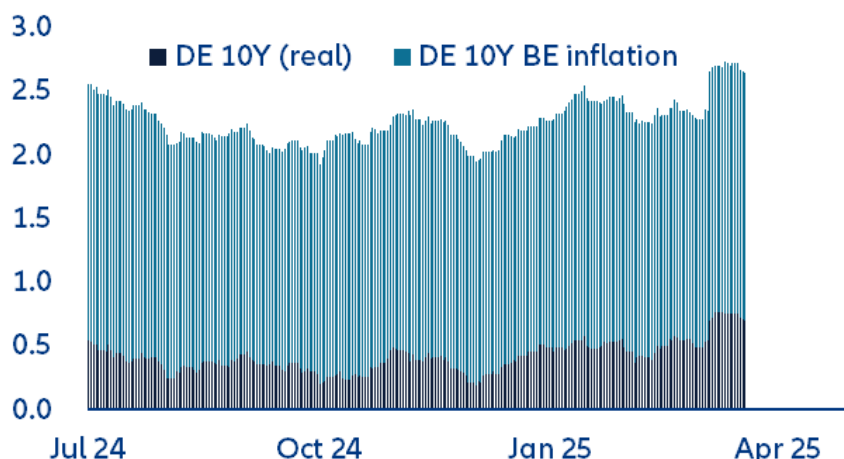


Fonti: LSEG Datastream, NATO, Oxford Economics, Allianz Research. Nota: presumiamo un approccio di implementazione graduale.

I mercati avevano già ampiamente scontato il voto del Bundestag in precedenza. I mercati non hanno reagito molto al voto di martedì, mantenendo la reazione vista nei primi due giorni dopo l'annuncio del 4 marzo. Nel complesso, la curva dei rendimenti si è spostata verso l'alto di circa 20-30 pb (2 anni 15 pb, 10 anni 30 pb, 30 anni 30 pb). La mossa è stata trainata dall'aumento dei tassi reali (17 pb) e, in misura leggermente inferiore, dall'aumento delle aspettative di inflazione (14 pb, Figura 3). L'indice azionario tedesco (DAX) è salito del +5%, spingendo i guadagni da inizio anno al 17%. L'euro si è apprezzato del 3,0% a 1,09 contro l'USD. Nel complesso, la reazione del mercato riflette la nostra visione e non vediamo alcun ulteriore aumento dei rendimenti sulla base di questo evento.

¹ Con la spesa per la difesa che raggiungerà il 3% del PIL entro il 2025 e la spesa per le infrastrutture che inizierà a materializzarsi solo a partire dal 2026 a causa delle tempistiche più lunghe dei progetti, tenendo conto dei dazi reciproci del 25% sull'alluminio e sulle auto dagli Stati Uniti che entreranno in vigore il 12 marzo 2025.

Figura 3: I rendimenti reali e l'inflazione di pareggio hanno spinto al rialzo i rendimenti tedeschi a 10 anni dopo l'annuncio, %



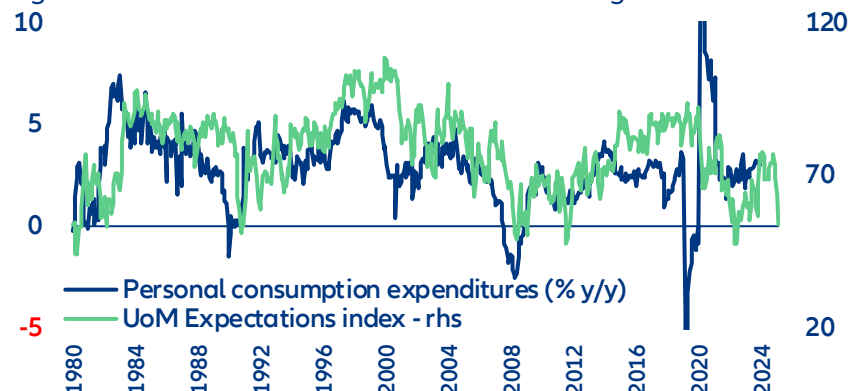
Fonti: Bloomberg, Allianz Research.

L'aumento dei tassi di interesse si traduce in circa lo 0,1-0,2% del PIL di disavanzo fiscale aggiuntivo nel lungo periodo, che dovrebbe essere gestibile. Se supponiamo che i costi del debito siano aumentati di 30 punti base nel lungo periodo, ciò si tradurrebbe in 8 miliardi di euro di costi per interessi aggiuntivi all'anno, dato l'attuale stock di debito di 2,6 trilioni di euro. Ciò equivale allo 0,19% del PIL di disavanzo aggiuntivo. Questo numero potrebbe essere l'indicatore migliore da considerare perché a) ci vorrà del tempo prima che i costi aggiuntivi degli interessi si trasmettano all'intero stock di debito a causa della scadenza media del debito e b) lo stock di debito totale aumenterà gradualmente (in generale ma anche a causa della spesa aggiuntiva) ma lo stesso vale per il PIL nominale, alla luce della maggiore crescita economica e della traiettoria dell'inflazione, ceteris paribus. Nel complesso, lo 0,1-0,2% del PIL di disavanzo aggiuntivo dovuto all'aumento dei costi degli interessi sembra gestibile per la Germania. Pertanto, questo effetto di per sé non ha un impatto sulle nostre previsioni sui tassi d'interesse. Il punto principale dell'introduzione di tassi di interesse più elevati è piuttosto l'aumento delle aspettative di inflazione rispetto a una maggiore emissione di debito.

Il consumatore americano può reggere?

Il crollo della fiducia dei consumatori negli Stati Uniti segnala un brusco stallo della spesa dei consumatori nel 2° trimestre 2025, aumentando il rischio di una recessione. Dopo una crescita stellare negli ultimi tre anni (+2,4% in media nel periodo 2022-2024), la situazione è cambiata rapidamente per l'economia statunitense, a causa dei bruschi aumenti dei dazi e dell'impennata dell'incertezza politica. Mentre gli ultimi dati concreti ad alta frequenza (ad esempio le richieste di disoccupazione, i carichi elettrici, il traffico ferroviario) non indicano ancora un indebolimento sensibile della dinamica della crescita, gli indicatori prospettici legati alla fiducia delle famiglie hanno subito un brusco peggioramento a causa dei timori per le prospettive occupazionali e dell'aumento delle aspettative di inflazione. Ad esempio, l'indice della fiducia dei consumatori dell'Università del Michigan (UoM) è sceso bruscamente a febbraio e marzo (Figura 4). Dato lo stretto legame tra la fiducia dei consumatori e la spesa dei consumatori, sembra probabile che la spesa dei consumatori rallenti rapidamente, se non diminuisca, alla fine del 1° trimestre 2025 e fino al 2° trimestre 2025. Considerando l'enorme peso della spesa dei consumatori nell'economia statunitense (circa il 70% del PIL), l'indebolimento della spesa delle famiglie porterà quasi certamente a un sostanziale indebolimento della crescita degli Stati Uniti, o addirittura a una recessione.

Figura 4: Crescita dei consumi e fiducia delle famiglie statunitensi

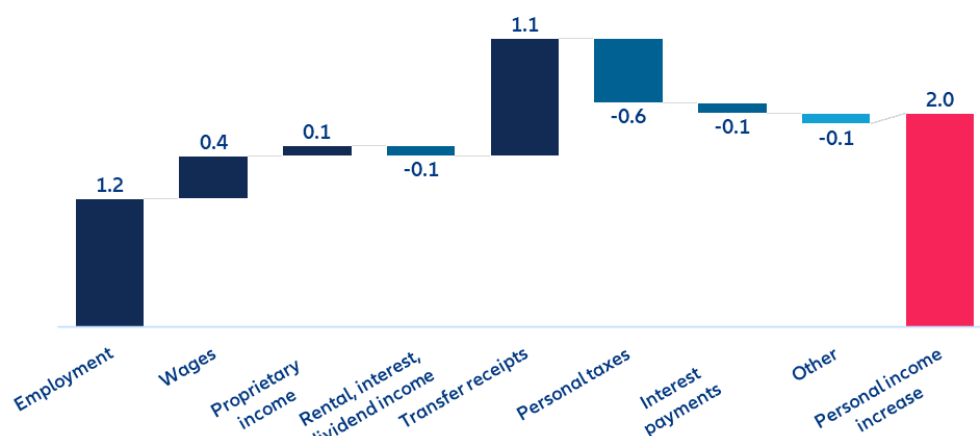


Fonti: Università del Michigan, Allianz Research

Tre fattori determineranno le prospettive: il reddito disponibile delle famiglie, le finanze e la forza degli effetti negativi sulla ricchezza indotti dal mercato azionario. Il deterioramento del clima di fiducia non ha sempre portato a un corrispondente brusco calo della spesa dei consumatori. Ad esempio, l'inflazione ha fatto crollare l'indagine UoM nel luglio 2022, ma la spesa dei consumatori ha comunque tenuto. Anche altre indagini sui consumatori, come quella del Conference Board, sono crollate in alcuni casi, ma senza un corrispondente calo della spesa dei consumatori. Per il 2025, molto dipenderà dalla direzione della politica commerciale dell'amministrazione Trump nelle prossime settimane: un'ulteriore escalation delle tensioni commerciali potrebbe spingere le famiglie statunitensi ad aumentare i risparmi precauzionali e a ridurre sostanzialmente la spesa. L'inflazione elevata e l'affaticamento dei tassi d'interesse elevati sono fattori di rischio che potrebbero amplificare la recessione dei consumatori. Ma il reddito disponibile e i bilanci solidi delle famiglie potrebbero controbilanciare queste forze, nonostante alcuni effetti negativi sulla ricchezza dovuti al mercato azionario.

Il reddito delle famiglie è sostenuto dai trasferimenti pubblici e da una maggiore crescita dei salari per le famiglie a basso reddito. La figura 5 analizza le componenti dell'aumento del reddito disponibile reale tra il 4° trimestre 2023 e il 4° trimestre 2024, che è aumentato di un discreto +2 per cento. I fattori più determinanti sono stati l'occupazione (+1,2 punti percentuali di contributo) e le entrate reali dai trasferimenti (+1,1 punti percentuali), mentre i salari reali hanno contribuito solo modestamente (+0,4 punti percentuali). La carenza strutturale di manodopera – che probabilmente si amplificherà con l'intensificarsi della politica di immigrazione – potrebbe limitare la misura in cui le imprese sono pronte a licenziare i propri dipendenti, fornendo un cuscinetto al reddito delle famiglie. Ma i trasferimenti governativi sono probabilmente una forza più potente. Finora, gli sforzi dell'amministrazione per ridurre la spesa federale si sono limitati ai finanziamenti per le agenzie governative. La maggior parte della spesa federale, in particolare i programmi di assistenza sociale come la previdenza sociale e Medicare/Medicaid, rimane in regime di pilota automatico e dovrebbe continuare a sostenere il reddito delle famiglie nel 2025. In questo contesto, la crescita dei salari reali delle famiglie a basso reddito (1° decile della distribuzione del reddito) ha accelerato negli ultimi trimestri, dopo aver già sovraperformato la crescita dei salari ad alto reddito (9° decile) dopo la pandemia (grafico 6). Il fatto che le famiglie a basso reddito che lavorano abbiano registrato una crescita degli utili più forte potrebbe limitare il ribasso della spesa per consumi.

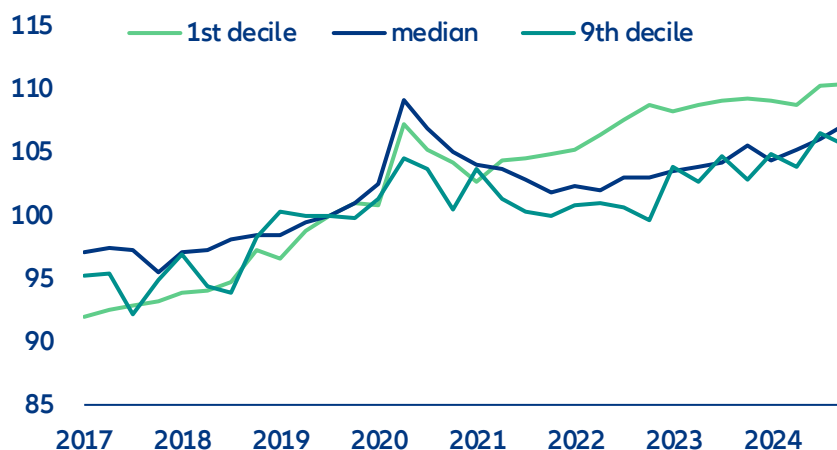
Figura 5 - Disaggregazione della crescita del reddito disponibile reale delle famiglie (% a/a T4-2024).



Fonti: LSGE Workspace, Allianz Research

Nota: il reddito di proprietà è il reddito derivante dalla produzione per le famiglie che possiedono la loro impresa.

Grafico 6: Salario reale in base alla distribuzione del reddito (indicizzato, 2020-1° trimestre = 100)

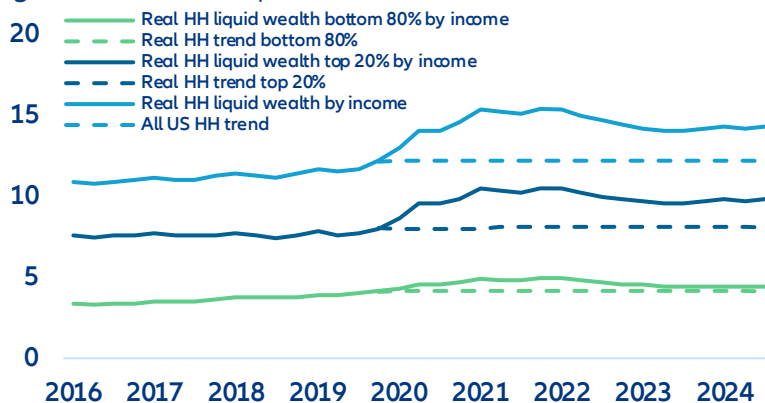


Fonti: BLS, Allianz Research

Nonostante alcune sacche di vulnerabilità, le famiglie hanno ancora bilanci complessivamente solidi. Le famiglie statunitensi hanno accumulato ingenti disponibilità liquide e ricchezza liquida, un cuscinetto importante che può essere facilmente speso in caso di potenziali perdite di posti di lavoro. Nel 3° trimestre 2024 la ricchezza liquida reale è stata di quasi il 25% superiore al trend pre-pandemia. Sebbene ciò sia stato in gran parte determinato dalle famiglie a reddito più elevato, il 20% più povero della distribuzione del reddito aveva una ricchezza liquida superiore di quasi il 10% rispetto al trend pre-pandemia (Figura 7). In questo contesto di elevate riserve di liquidità, le insolvenze complessive sui prestiti sono rimaste modeste. Le insolvenze sono aumentate maggiormente per il credito al consumo (sia 30 giorni+ che 90 giorni+), il credito auto (30 giorni+) e, in misura minore, la categoria "altro²". Un fattore che ha contribuito a mantenere basse le insolvenze ipotecarie è la prevalenza di tassi di interesse fissi per questo tipo di prodotti. Nel 4° trimestre 2024 i pagamenti totali del debito si sono attestati a un moderato 11,3 % del reddito disponibile, ancora al di sotto del livello pre-pandemia. La solidità complessiva del bilancio delle famiglie è corroborata anche dal sostanziale avanzo netto di ammortamento del segmento, che negli ultimi due anni si è aggirato intorno al 2-3% del PIL. Ciò significa che, nel complesso, le famiglie statunitensi hanno un'ampia capacità di autofinanziarsi e che sarebbero più resilienti a un inasprimento delle condizioni di credito.

² La categoria "altro" comprende i prestiti al consumo (finanziamenti alle vendite, prestiti personali) e al dettaglio (abbigliamento, generi alimentari, grandi magazzini, arredamento per la casa, gas, ecc.).

Figura 7: Ricchezza liquida reale in base alla distribuzione del reddito



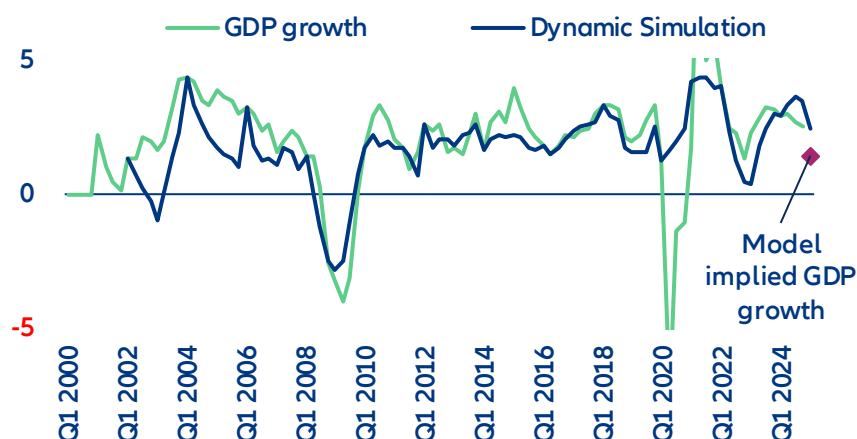
Fonti: NY Fed, Allianz Research

D'altro canto, gli effetti negativi sulla ricchezza derivanti dalla brusca correzione dei mercati azionari statunitensi potrebbero causare un calo di -0,6 punti percentuali del PIL annuo. L'interazione tra l'economia e il mercato azionario è complessa, con entrambi che si alimentano a vicenda. I prezzi negativi delle azioni portano a una minore crescita del PIL principalmente attraverso i cosiddetti "effetti ricchezza" per cui le famiglie si sentono meno ricche e, di conseguenza, riducono la spesa. Utilizzando un modello che suddivide la crescita del PIL statunitense in base a tre fattori (ragioni di scambio, spread obbligazionari e mercato azionario,³ si veda la Figura 8), troviamo un calo trimestrale di -0,7 punti percentuali (l'equivalente di -1,1 punti percentuali a/a) della crescita del PIL statunitense alla fine del 1° trimestre, un colpo significativo. Di questi, gli effetti negativi sulla ricchezza causati dal calo dei prezzi delle azioni sembrano aver determinato -0,6 punti percentuali (circa due terzi), mentre il restante terzo è dovuto al deterioramento delle ragioni di scambio indotto dai dazi (-0,3 punti percentuali).

Nel complesso, ci aspettiamo che il PIL statunitense si stabilizzi nella prima metà del 2025 e cresca di un poco brillante +1,6% per l'intero anno 2025. Il reddito e i bilanci delle famiglie dovrebbero attenuare il colpo inferto alla spesa per consumi dagli aumenti dei dazi e dal sentiment depresso. Tuttavia, se le tensioni commerciali non diminuiranno entro la metà dell'anno, i consumatori potrebbero ridurre la spesa più bruscamente del previsto.

³ La simulazione "dinamica" generata dal modello viene riavviata ogni due anni. Ciò significa che ogni due anni esaminiamo il percorso di crescita del PIL generato dal modello sulla base delle variabili esplicative esogene (ragioni di scambio, ecc.) e del ritardo del PIL generato dal modello. Mostra che il modello produce un buon adattamento nel complesso. Per analizzare il PIL del 1° trimestre 2025, utilizziamo la variazione degli spread tra la settimana del 9 marzo e il 4° trimestre 2024; Per le ragioni di scambio, ipotizziamo che il prezzo delle esportazioni sia aumentato in linea con gli ultimi due trimestri, mentre per il prezzo delle importazioni prevediamo un aumento di 5,5 punti percentuali sulla base della nostra valutazione dell'aumento dell'aliquota tariffaria effettiva negli Stati Uniti tra il 4° trimestre 2024 e il 1° trimestre 2025. Sebbene in senso stretto il prezzo delle importazioni sia calcolato dagli uffici nazionali di statistica al lordo dei pagamenti tariffari, i forti aumenti dei dazi comportano comunque un significativo shock negativo dei prezzi all'importazione per l'economia, che frenerà la crescita.

Figura 8: Crescita del PIL spiegata dalle ragioni di scambio, dalla durata degli spread e dal mercato azionario (% a/a)

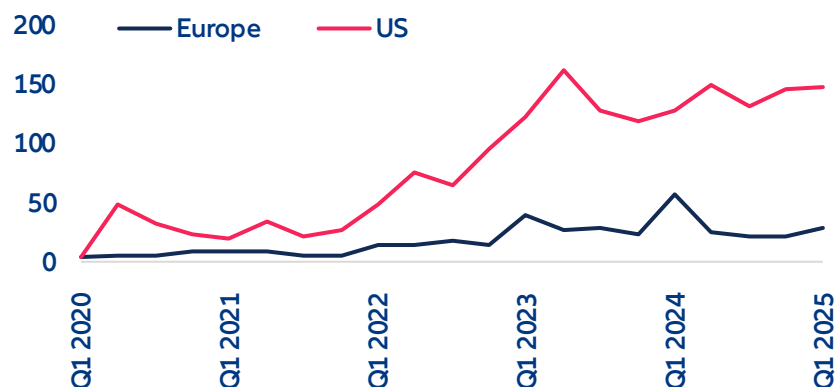


Fonte: Allianz Research

"America first" per le fabbriche, ultima a Wall Street?

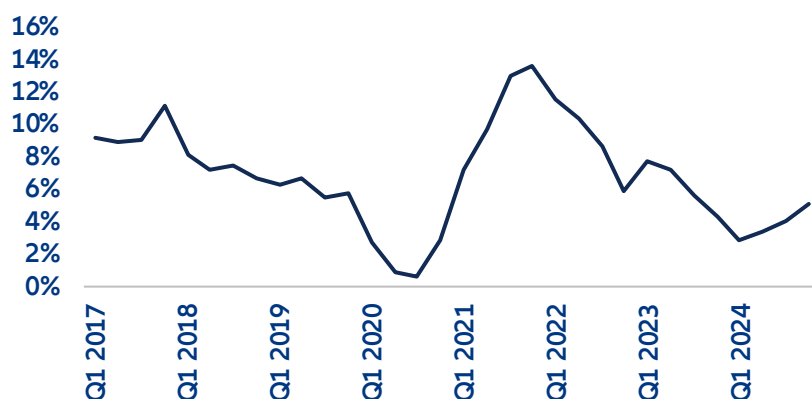
Le aziende si stanno spostando preventivamente verso gli Stati Uniti. Il secondo mandato del presidente Trump è iniziato con un messaggio chiaro: rilocalizzare la produzione e rafforzare i controlli sulle importazioni per rafforzare la sovranità manifatturiera e tecnologica degli Stati Uniti. A poche settimane dal suo insediamento, l'amministrazione ha introdotto una serie di dazi mirati, in particolare l'imposizione di dazi del 20% su determinati beni tecnologici provenienti dalla Cina e un potenziale dazio del 25% sulle importazioni di prodotti farmaceutici e chip, nonché un maggiore controllo delle acquisizioni straniere in settori strategici, giustificate come necessarie per la sicurezza nazionale, l'indipendenza economica e la creazione di posti di lavoro. Le aziende che in precedenza facevano molto affidamento sulla produzione estera, in particolare in Asia, sono ora incentivate – o addirittura costrette – ad aumentare la produzione e gli investimenti negli Stati Uniti. In risposta, le strategie aziendali sono cambiate rapidamente, con aziende americane e straniere che hanno accelerato le iniziative di investimento negli Stati Uniti. Molte aziende hanno citato esplicitamente i dazi quando hanno presentato espansioni sostanziali, indicando un legame diretto tra gli annunci politici e il loro processo decisionale (Figura 9). Da una prospettiva più ampia, gli investimenti diretti esteri (IDE) negli Stati Uniti sono in ripresa dalla fine del 2024, ma resta da vedere se i recenti annunci daranno il via a flussi più ampi (Figura 10).

Figura 9: Menzioni di "reshoring" nei risultati degli utili e negli incontri con gli investitori negli Stati Uniti e in Europa



Fonti: Bloomberg Intelligence, Allianz Research

Figura 10: Afflussi di investimenti diretti esteri (IDE) negli Stati Uniti (a/a%)



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

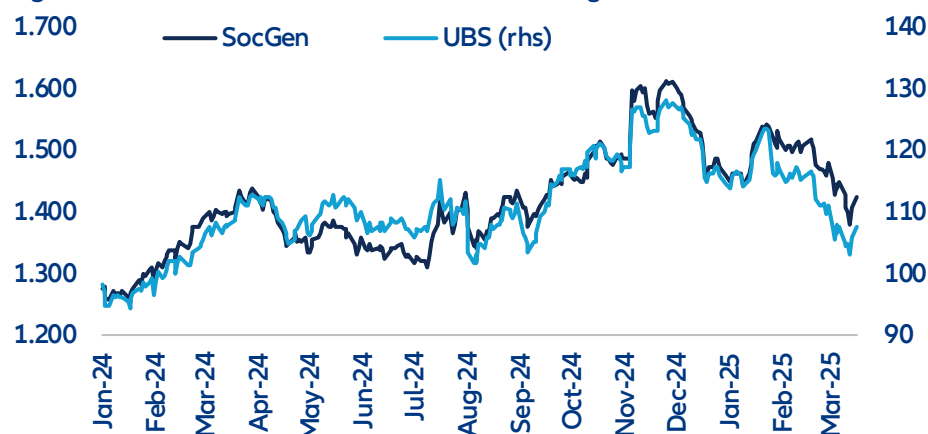
Le aziende tecnologiche e farmaceutiche hanno agito rapidamente, promettendo investimenti miliardari.

I giganti della tecnologia sono stati i protagonisti più visibili dopo l'insediamento di Trump. Apple ha dato il via con un impegno di investimento quadriennale di 500 miliardi di dollari il 24 febbraio, che include piani per costruire una grande fabbrica in Texas, in collaborazione con la Foxconn di Taiwan, in particolare per le apparecchiature server AI avanzate precedentemente prodotte in Cina. L'azienda ha citato esplicitamente le tariffe del 10% appena imposte sui prodotti tecnologici assemblati in Cina come catalizzatore per lo spostamento sostanziale della produzione negli Stati Uniti. Anche Taiwan Semiconductor Manufacturing Company (TSMC), la più grande fabbrica di semiconduttori al mondo, ha annunciato un investimento di 100 miliardi di dollari per costruire cinque nuovi impianti di fabbricazione di semiconduttori negli Stati Uniti. Ciò avviene in un momento in cui l'amministrazione Trump sta accennando a tagliare i fondi del CHIPS Act, per il quale TSMC è uno dei maggiori destinatari. Anche il gruppo giapponese SoftBank ha impegnato 100 miliardi di dollari per sostenere le iniziative tecnologiche e di intelligenza artificiale degli Stati Uniti. Allo stesso tempo, anche gli investimenti nelle infrastrutture, in particolare per i data center, sono aumentati poiché le aziende prevedono un aumento della domanda interna, in parte a causa dell'inasprimento dei controlli sulle esportazioni di Trump sulle tecnologie informatiche avanzate. L'industria farmaceutica è l'altro settore importante con grandi annunci di investimenti. Le case farmaceutiche statunitensi si sono rapidamente mosse per aumentare la produzione interna per mitigare le potenziali interruzioni derivanti dalla tariffa del 25% proposta dall'amministrazione sui farmaci importati. Eli Lilly ha annunciato il più grande investimento di espansione farmaceutica nella storia degli Stati Uniti per la costruzione di quattro impianti su larga scala: 27 miliardi di dollari, più del doppio di quanto ha stanziato per la produzione nazionale dal 2020. Allo stesso modo, Amgen ha annunciato che costruirà un nuovo impianto di sostanze farmaceutiche nella Carolina del Nord (1 miliardo di dollari), una mossa che è stata appena replicata da Merck, che sta anche aprendo un nuovo impianto di produzione di vaccini da 1 miliardo di dollari nello stesso stato, con ulteriori investimenti per un totale di 8 miliardi di dollari fino al 2028. Per quanto riguarda il settore dei trasporti, CMA-CGM ha appena rivelato un piano di investimenti da 20 miliardi di dollari per aumentare la sua capacità di spedizione negli Stati Uniti, con fondi da allocare sia per la logistica che per le capacità della catena di approvvigionamento nei prossimi quattro anni.

La reazione del mercato azionario è stata mista, sottolineando un cauto esame dell'aumento dei costi operativi.

Mentre gli investitori hanno accolto con favore gli annunci di Apple (+1,2%), SoftBank (+3%), Eli Lilly (+1,5%) e Merck (invariati), le azioni di TSMC sono scese di circa il -2% a causa delle preoccupazioni per i costi di produzione significativamente più elevati negli Stati Uniti rispetto a Taiwan. Ciò indica il disagio degli investitori per il potenziale impatto sui margini derivante dall'aumento dei costi operativi negli Stati Uniti, nonostante i benefici strategici a lungo termine. I salari sono significativamente più alti rispetto a regioni come l'Asia, rendendo la produzione più costosa negli Stati Uniti. Le aziende possono anche trovarsi di fronte a una carenza di lavoratori con le competenze specialistiche necessarie per determinati settori e l'economia ha requisiti normativi più complessi e imposte sulle società relativamente più elevate, che potrebbero aumentare ulteriormente le complessità operative e ridurre l'efficienza. In questo contesto, gli indici di reshoring statunitensi sono scesi del -10% dall'insediamento di Trump (Figura 11).

Figura 11: Indici azionari statunitensi di reshoring

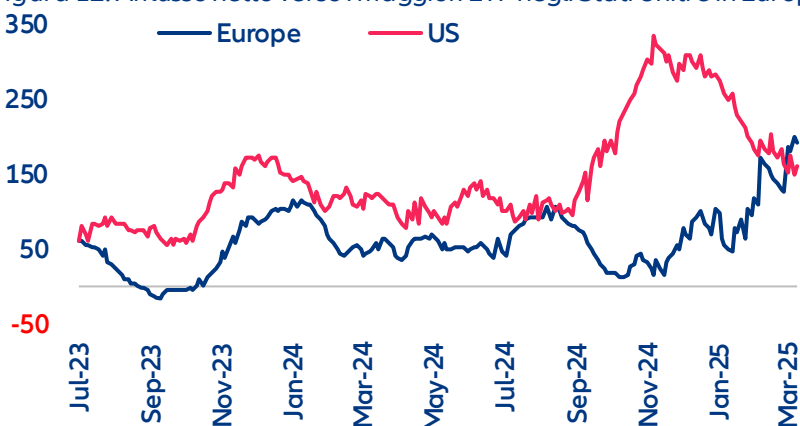


Fonti: Bloomberg, Allianz Research.

*Nota: entrambi gli indici mirano a replicare la performance del mercato azionario delle società statunitensi che trarrebbero vantaggio dal ritorno negli Stati Uniti di attività in settori chiave come i semiconduttori, l'IT, la difesa e i prodotti farmaceutici e l'industria manifatturiera in generale.

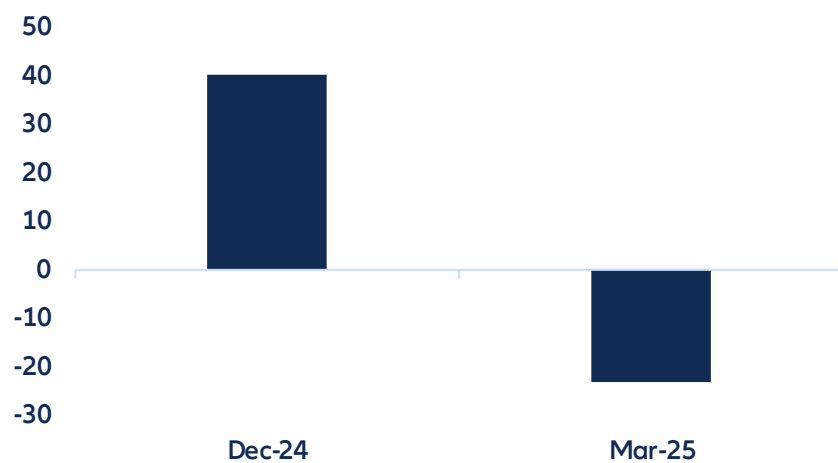
IDE "IN" ma investimenti di portafoglio "OUT"? Le attuali politiche statunitensi potrebbero attrarre IDE, ma i flussi di investimento di portafoglio indicano un chiaro spostamento di capitali dalle azioni statunitensi verso i mercati europei ed emergenti, che attualmente offrono valutazioni più interessanti, un migliore potenziale di crescita e minori rischi macroeconomici percepiti. Come mostrato nella Figura 12, dall'inizio dell'anno l'allocation del capitale negli Exchange Traded Funds (ETF) americani è diminuita del -41%, mentre gli ETF europei hanno registrato un aumento significativo del +97%. Inoltre, recenti indagini sugli investimenti indicano che gli investitori istituzionali, che in precedenza erano sovrappesati sugli asset statunitensi, stanno rapidamente riaggiustando le allocazioni (Figura 13). Le cause alla base di questa migrazione di capitali sono da ricercarsi nelle preoccupazioni degli investitori per la traiettoria dell'economia statunitense, in particolare nei timori di stagflazione. Questa tendenza si riflette anche nei recenti dati sulla performance del mercato, che mostrano l'S&P 500 in ritardo rispetto agli indici europei, che hanno registrato notevoli guadagni dall'inizio del 2025. Le prospettive relativamente stabili della politica monetaria e la recente resilienza economica dell'Europa la rendono un'alternativa interessante per gli investitori preoccupati per le potenziali fluttuazioni dei tassi d'interesse o gli errori di politica monetaria negli Stati Uniti. Anche le economie dei mercati emergenti, in particolare in Asia e America Latina, hanno attirato l'interesse grazie al miglioramento dei fondamentali economici, alle valutazioni interessanti e ai profili di rischio relativo più bassi in un contesto di attuali incertezze globali. Mercati come Hong Kong e il Giappone hanno infatti beneficiato del rinnovato interesse degli investitori grazie al miglioramento delle prospettive degli utili societari e alla relativa stabilità politica rispetto agli anni precedenti. Il nuovo panorama mostra chiaramente che, mentre gli IDE stanno ricevendo una spinta dalle politiche della nuova amministrazione, il mercato azionario statunitense non sta registrando lo stesso livello di interesse da parte degli investitori.

Figura 12: Afflusso netto verso i maggiori ETF negli Stati Uniti e in Europa (trimestrale mobile, miliardi di dollari)



Fonti: Bloomberg, Macrobond, Allianz Research

Figura 13: Percentuale netta di gestori di fondi sovrappesati sulle azioni statunitensi



Fonti: BoA, 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.