

Allianz Research | 23 Gennaio 2026

I mercati tornano a concentrarsi sulla Fed e sulle nuove politiche finanziarie interventiste

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

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

Alexander Hirt
Head of Investment Strategy, Credit and Equity
alexander.hirt@allianz.com

Patrick Krizan
Senior Investment Strategist Rates
patrick.krizan@allianz.com

Yao Lu
Investment Strategist
yao.lu@allianz.com

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

Maximilian Bong-Maurer
Senior Investment Strategist Credit
maximilian.bong@allianz.com

In sintesi

Fed: atteso un unico taglio dei tassi. Questo taglio è ora previsto a giugno anziché a marzo, il che conferma una normalizzazione della politica monetaria verso impostazioni neutrali. Una sorpresa a maggio (-50 punti base) e la ripresa di un ciclo di allentamento potrebbero spaventare gli investitori. Sebbene gli investitori rimangano diffidenti nei confronti della crescente politicizzazione della Fed, sembrano riluttanti a scontare una minaccia sostanziale alla sua indipendenza. La volatilità implicita dei tassi rimane bassa, le aspettative di inflazione basate sul mercato sono stabili intorno al 2,4% sia a breve che a lungo termine e i controlli e gli equilibri istituzionali sono considerati solidi. Prevediamo un solo taglio dei tassi (-25 punti base al 3,50%) dalla Fed quest'anno, posticipato da marzo a giugno. Mentre la debolezza delle assunzioni rimane una delle principali preoccupazioni per i responsabili delle politiche della Fed, il FOMC è diviso sul rapporto tra rischio mercato del lavoro e inflazione. Solo l'accelerazione della produttività, la riduzione del costo del lavoro (-0,5 punti percentuali nell'ultimo anno) nel contesto dell'implementazione dell'intelligenza artificiale e una riduzione dei dazi consentirebbero alla Fed di tagliare i tassi chiave al 3% quest'anno, con un raffreddamento più rapido dell'inflazione. Un brusco taglio dei tassi di 50 punti base amplificherebbe gli effetti negativi sui mercati. Nel complesso, le condizioni finanziarie potrebbero inasprirsi, con la maggior parte del rischio concentrato sul segmento a lungo termine della curva. Il premio a termine potrebbe aumentare fino a 50 punti base, causando un irripidimento della curva dei rendimenti. La crescita del PIL subirebbe probabilmente un impatto negativo con un certo ritardo, e i movimenti disordinati del mercato obbligazionario e le ricadute globali amplificherebbero tale impatto. Un altro rischio al ribasso è il rumore che circonda le misure di controllo della curva dei rendimenti, ovvero l'aumento della domanda di titoli del Tesoro attraverso la regolamentazione o persino il quantitative easing, qualora i rendimenti a lungo termine dovessero aumentare.

Le nuove misure su tassi e housing rischiano di frenare credito, inflazione e mercati. Questi interventi potrebbero restringere il credito, interferire con gli sforzi per contenere l'inflazione e incidere sulla creazione di ricchezza dai mercati azionari. In primis, il tetto massimo annuale ai tassi di interesse delle carte di credito al 10% (in calo rispetto a una media del 25%) probabilmente contrasterà il recente aumento della creazione di credito. Ridurrà inoltre la disponibilità di credito per i mutuatari subprime, riducendo lo spread di quasi il 50%. Storicamente, tali limiti si sono dimostrati dannosi per il sostegno all'espansione del credito e, quindi, per la trasmissione della politica monetaria. In secondo luogo, l'acquisto di titoli garantiti da ipoteca per 200 miliardi di dollari rischia di far avanzare la domanda, gonfiando i prezzi e distorcendo i benefici a favore degli operatori storici. D'altro canto, l'impatto del divieto imposto ai grandi investitori istituzionali di acquistare case unifamiliari sarà probabilmente limitato, data la ridotta proprietà istituzionale rispetto al totale delle azioni. Infine, la stretta mirata sui settori che combinano margini elevati, concorrenza limitata e rendimenti del capitale favorevoli agli azionisti, in particolare difesa, finanza al consumo, farmaceutica ed energia pulita, potrebbe incidere sugli effetti ricchezza.

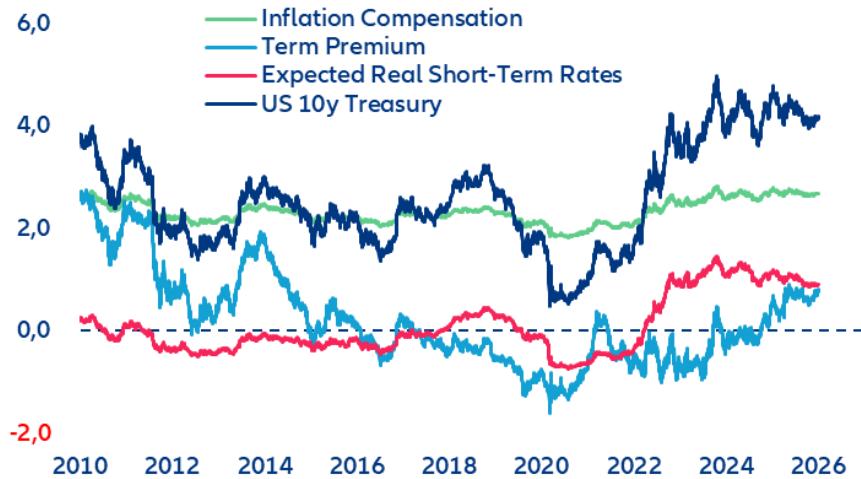
Forti controlli e contrappesi istituzionali dovrebbero preservare l'indipendenza della Fed

In vista della prossima riunione di politica monetaria del 28 gennaio, l'indipendenza della Federal Reserve è nuovamente in discussione dopo che il Dipartimento di Giustizia (DoJ) ha avviato un'indagine penale sul presidente Jerome Powell, aumentando le preoccupazioni sulla condotta della politica monetaria statunitense. La Casa Bianca è stata fortemente critica nei confronti della Fed, chiedendole di abbassare i tassi di interesse in modo più aggressivo. L'indagine del DoJ, incentrata sulla testimonianza di Powell al Congresso lo scorso anno in merito a una ristrutturazione da 2,5 miliardi di dollari della sede centrale della Fed, segue l'incriminazione del membro del consiglio di amministrazione Lisa Cook per accuse di frode sui mutui avvenuta la scorsa estate. La sentenza è ancora in sospeso, con una possibile sentenza della Corte Suprema che potrebbe essere emessa nelle prossime settimane.

Tuttavia, solidi controlli ed equilibri istituzionali dovrebbero preservare l'indipendenza della Fed. Molti ostacoli si frappongono alla sua seria minaccia. In primo luogo, come abbiamo già sottolineato, la composizione mutevole del FOMC di questo mese porterà nuovi membri votanti con un atteggiamento aggressivo, grazie ai governatori regionali della Fed. La posizione della Casa Bianca, così come la potenziale rimozione di Lisa Cook dalla carica di governatrice della Fed, potrebbero incoraggiarla a raddoppiare gli sforzi per mantenere una politica monetaria prudente, data l'inflazione vischiosa. Lo stesso Powell potrebbe decidere di rimanere nel Consiglio anche dopo la scadenza del suo mandato di Presidente a maggio, poiché il suo mandato di membro del Consiglio non scadrà prima del 2028. In totale, con il Presidente che probabilmente avrà un massimo di tre membri votanti del FOMC disposti a tagliare i tassi in modo aggressivo (il nuovo Presidente, S. Miran e potenzialmente il sostituto di L. Cook), è improbabile che la Fed allenti molto la politica monetaria. Sospettiamo che le colombe convenzionali C. Waller e M. Bowmann, pur essendo state entrambe nominate dal Presidente in passato, rimarrebbero fedeli alla Fed e non spingerebbero per tagli aggressivi dei tassi nell'attuale contesto economico di forte crescita, inflazione superiore al target e miglioramenti nel mercato del lavoro, pur essendo favorevoli a tassi più bassi rispetto alla maggior parte degli altri membri del FOMC. In secondo luogo, poiché il Dipartimento di Giustizia non ha nemmeno avviato una giuria per verificare se ci siano prove sufficienti per incriminare Powell, qualsiasi procedimento legale richiederebbe probabilmente anni per giungere a una conclusione. Infine, il senatore repubblicano Thom Tillis, che ricopre una posizione chiave nella Commissione Bancaria del Senato, si è impegnato a opporsi ai candidati del Presidente Trump fino alla risoluzione del potenziale caso legale contro Powell. Data la risicata maggioranza dei repubblicani (53 seggi) al Senato, le udienze di conferma per il prossimo Presidente potrebbero bloccarsi. Se nessun Presidente verrà confermato entro maggio 2026, il Consiglio della Fed voterà presumibilmente per mantenere Powell come Presidente temporaneo.

Per ora, i mercati rimangono in una fase di attesa, con una reazione moderata, in particolare nei mercati obbligazionari. Gli investitori sono ancora cauti dopo mesi di continui cambi di politica monetaria e sembrano riluttanti a scontare una minaccia sostanziale all'indipendenza della Fed. La volatilità implicita dei tassi (indice MOVE) rimane compressa, segnalando una scarsa domanda di copertura nel breve periodo. Tuttavia, il tasso statunitense diventerà più sensibile al flusso di notizie politiche nei prossimi mesi, soprattutto in relazione alla nomina del nuovo Presidente della Fed. Le recenti dichiarazioni del Presidente, che hanno posizionato Kevin Warsh come candidato principale, hanno spinto i rendimenti al rialzo nella parte anteriore e lunga della curva, segnalando la fiducia che Warsh avrebbe perseguito una politica monetaria più restrittiva nel breve periodo, ma con un rischio maggiore di predominio fiscale nel lungo periodo. Il rischio di indipendenza della Fed è infatti concentrato nella parte lunga della curva statunitense, dove il premio a termine potrebbe aumentare fino a 50 punti base e causare un irripidimento della curva. Il premio a termine è il compenso che gli investitori chiedono per il rischio di detenere obbligazioni a lungo termine anziché rinnovare il debito a breve termine. Nell'ultimo anno, è stata la principale forza al rialzo sui tassi statunitensi, alimentata dalla pressione di assorbimento derivante dall'aumento dell'offerta di debito e dalle crescenti preoccupazioni circa il predominio fiscale (Figura 1).

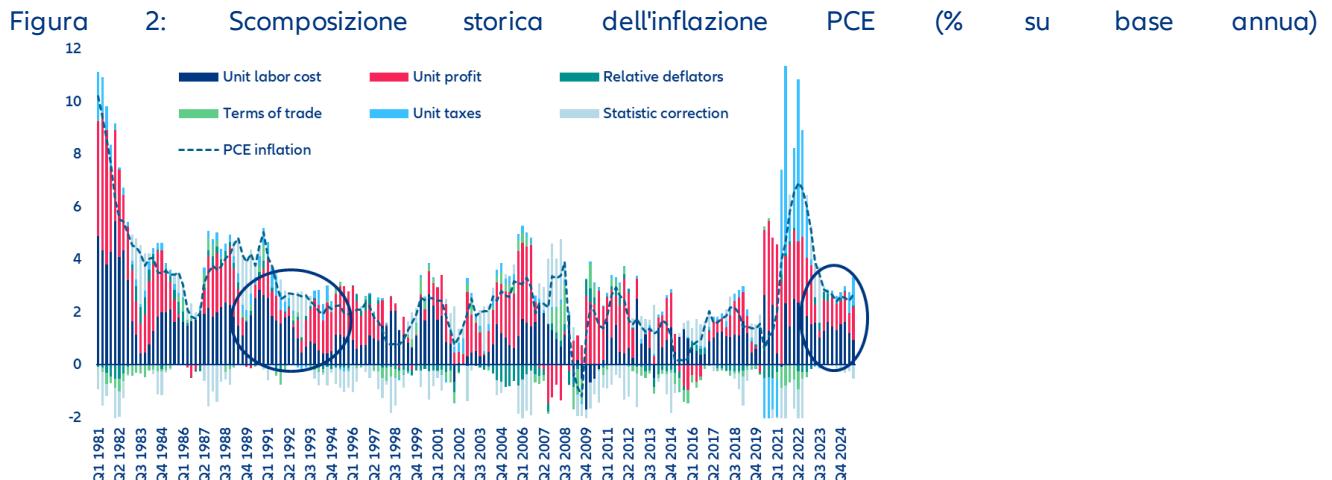
Figura 1: Scomposizione del rendimento dei titoli del Tesoro USA a 10 anni (in %)



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research. Nota: basato sul modello AACMY (Abrahams et al. 2016)

Le aspettative di inflazione implicite nei sondaggi sui mercati finanziari, sui consumatori e sulle imprese daranno segnali d'allarme se il settore privato percepisce un indebolimento dell'indipendenza della Fed. Le aspettative di inflazione basate sul mercato (swap sull'inflazione) rimangono ancorate sia nel breve che nel lungo periodo a circa il 2,4%, indicando ulteriormente che non vi sono ancora seri dubbi sul fatto che i controlli istituzionali si incrineranno e che la Fed non sarà in grado di adempiere al suo mandato di stabilità dei prezzi in futuro. L'inflazione a lungo termine implicita nel rendimento dei titoli del Tesoro decennali rimane finora stabile (Figura 1). Le ultime aspettative di inflazione a un anno della Fed di Cleveland, che combinano dati finanziari e misure basate sui sondaggi, mostrano che anche queste aspettative di inflazione non si sono disancorate. Di conseguenza, non ci aspettiamo che gli ultimi sviluppi alterino significativamente queste tendenze rassicuranti, ma i rischi potrebbero aumentare se la Fed mostrasse segni di cedimento. In un tale scenario, l'inflazione statunitense accelererebbe di circa +0,3/0,5 punti percentuali, superando il 3% in un orizzonte temporale relativamente breve, inviando un segnale d'allarme di inflazione incontrollata.

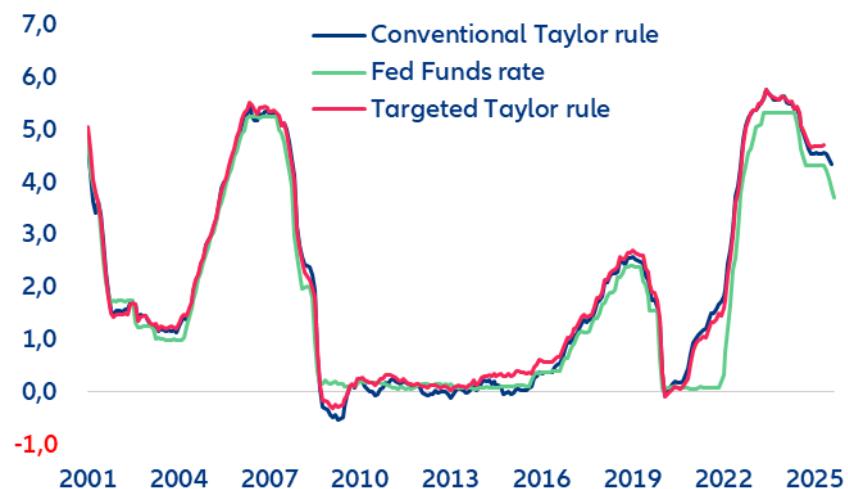
Continuiamo ad aspettarci un solo taglio dei tassi (-25 punti base) dalla Fed quest'anno, posticipato a giugno (da marzo), nel contesto di una normalizzazione della politica monetaria verso un contesto neutrale. Sebbene la debolezza delle assunzioni rimanga una delle principali preoccupazioni per i responsabili delle politiche della Fed, il FOMC è diviso sul rapporto tra rischio e inflazione. Sebbene quest'ultima rimanga rigida e ostinatamente al di sopra dell'obiettivo della Fed, ha allentato alcune componenti dei servizi e alcune indagini aziendali suggeriscono che potrebbe allentarsi ulteriormente nei prossimi mesi. Questo dovrebbe convincere la maggioranza del FOMC a sospendere i tagli dei tassi fino a giugno per raccogliere ulteriori prove di allentamento delle componenti dei prezzi supercore, prima di tagliare di -25 punti base nella riunione di giugno. Ciononostante, la forte crescita del PIL e l'inflazione persistentemente al di sopra dell'obiettivo dovrebbero convincere la maggioranza dei funzionari del FOMC a opporsi a ulteriori tagli dei tassi in seguito. Nel complesso, gli ultimi attacchi alla Fed non modificano la nostra opinione che l'inflazione rimarrà rigida intorno al 2,6-2,9%, con l'economia che opera leggermente al di sopra del potenziale, ma senza accelerare. Uno sviluppo positivo che potrebbe impedire l'accelerazione dell'inflazione è la ripresa della crescita della produttività, che sta iniziando a far scendere i costi unitari del lavoro, imitando un andamento osservato durante la rivoluzione di Internet degli anni '90 (Figura 2).



Fonte: LSEG Datastream, Allianz Research

Dopo maggio, molteplici tagli al di sotto del 3% in un contesto di inflazione superiore al target segnalerebbero un indebolimento dell'indipendenza della Fed e porterebbero potenzialmente a un aumento delle aspettative di inflazione e a un generale inasprimento delle condizioni finanziarie. Un indebolimento dell'indipendenza della Fed si manifesterebbe se tagliasse i tassi di interesse al di sotto del 3% mentre la crescita del PIL regge bene, l'inflazione rimane vischiosa e il mercato del lavoro non peggiora (il nostro scenario di base). I tassi di interesse della Fed appaiono già molto bassi rispetto a quanto prescriverebbe una regola di politica monetaria basata sulla deviazione dell'inflazione dal target e sull'output gap (Figura 3). In questo scenario, le aspettative di inflazione potrebbero probabilmente iniziare a salire, spingendo al rialzo l'inflazione effettiva in un breve orizzonte temporale (da due a tre mesi). In un contesto politicizzato, il mercato interpreterebbe questo come un segnale di adesione alle richieste dell'amministrazione. Invece di diminuire, i rendimenti a lungo termine probabilmente aumenterebbero, poiché lo scenario di dominanza fiscale si consolida, aumentando il premio a termine e causando un pronunciato irridimento della curva dei rendimenti.

Figura 3: Regola di Taylor: tassi di interesse effettivi rispetto a quelli prescritti dalla Fed (%)



Fonte: LSEG Datastream, BIS, Allianz Research

Nota: In una regola di Taylor, il tasso di riferimento dipende da i) il tasso di interesse naturale, ii) l'output gap (capacità di produzione inutilizzata nell'economia) e iii) l'inflazione rispetto all'obiettivo. Il tasso di interesse naturale è derivato dai prezzi di mercato; l'output gap è derivato da indagini sul mercato del lavoro e sull'utilizzo della capacità produttiva; Taylor "mirato" significa che la banca centrale attribuisce maggiore importanza all'inflazione guidata dalla domanda rispetto a quella guidata dall'offerta.

Di conseguenza, un taglio di 50 punti base potrebbe in realtà inasprire le condizioni finanziarie anziché allentarle, aumentando i costi di finanziamento pubblico e incidendo sulla crescita del PIL. Un taglio irripido

motivato da ragioni politiche sarebbe inadeguato per l'espansione di fine ciclo dell'economia statunitense, accumulando squilibri e aumentando i rischi di recessione. Un peggioramento delle condizioni finanziarie probabilmente peserebbe sulla crescita del PIL, con costi di indebitamento a lungo termine più elevati che si riverserebbero sui tassi dei mutui, con un ulteriore impatto sul mercato immobiliare e un aumento del costo degli investimenti aziendali a lungo termine. Stimiamo questo effetto sulla crescita a -0,3 punti percentuali, il che porterebbe le nostre previsioni di crescita del PIL per il 2027 a +1,7%. Se il governo statunitense intende contenere questo effetto premio a termine, deve agire sulle dinamiche di domanda e offerta di debito. Poiché il consolidamento fiscale non è previsto e l'ampliamento della base di investitori tramite stablecoin e titoli del Tesoro tokenizzati rimane aneddotico, rimangono due valide opzioni: spingere la Fed a effettuare un'estrazione diretta della duration tramite Quantitative Easing sull'intera curva dei titoli del Tesoro USA (attualmente gli acquisti sono limitati ai Buoni del Tesoro) o stimolare la domanda di titoli del Tesoro USA attraverso requisiti normativi per banche, fondi pensione e assicuratori. Tuttavia, entrambi gli approcci rappresentano forme di repressione finanziaria e comprometterebbero certamente l'attrattiva dei titoli del Tesoro USA, soprattutto per gli investitori stranieri. Per i mercati globali, l'acuirsi della pressione potrebbe estendersi all'Eurozona e ad altri mercati sviluppati, poiché i premi a termine tendono a essere correlati a livello globale. Ma il rischio maggiore sarebbe che una Fed fortemente politicizzata iniziasse a usare come arma le sue linee di swap di emergenza in USD. Ciò indebolirebbe la rete di sicurezza della liquidità globale, creando un sistema finanziario globale molto più volatile con rischi estremi più gravi. La valvola di sfogo definitiva sarebbero i mercati valutari, dove è probabile che il dollaro USA paghi il prezzo se l'indipendenza della Fed venisse seriamente compromessa. Il commercio dell'oro diventerà sempre più un indicatore del rischio di indipendenza della Fed (commercio disvalutazione), poiché avviene in linea con il premio a termine.

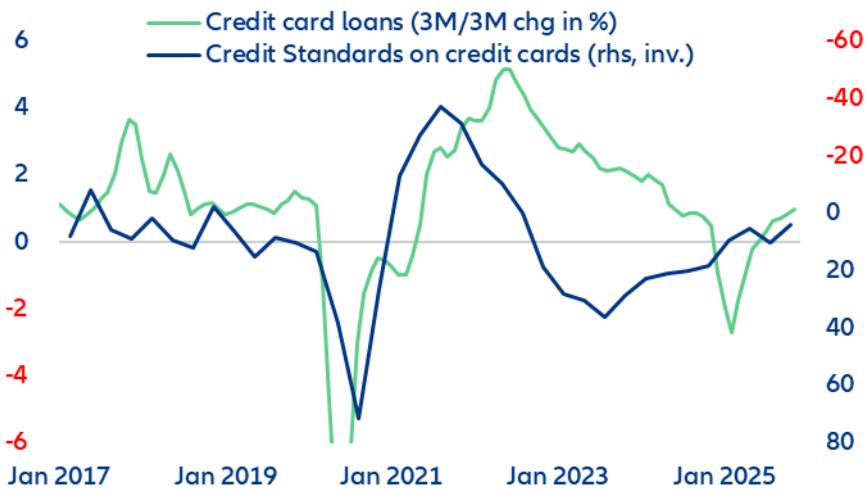
Le politiche per affrontare la crisi dell'accessibilità economica potrebbero ridurre il credito, con un limitato sollievo strutturale per l'edilizia abitativa

Oltre a esercitare pressioni sulla Fed e ai tagli fiscali previsti dal Big Beautiful Bill, il Presidente ha recentemente presentato una serie di ulteriori misure per affrontare la crisi dell'accessibilità economica. Tra queste, un tetto del 10% ai tassi di interesse delle carte di credito, il divieto di acquisto di ulteriori case unifamiliari da parte di istituzioni istituzionali e istruzioni alle imprese sponsorizzate dal governo (GSE) Fannie Mae e Freddie Mac di acquistare 200 miliardi di dollari in titoli garantiti da ipoteca. La prima mossa è evidentemente volta ad alleviare il pagamento degli interessi delle famiglie, con gli attuali tassi di interesse delle carte di credito sui nuovi prestiti che si aggirano intorno al 21%. La seconda e la terza mossa mirano a sostenere l'accessibilità economica degli alloggi riducendo la domanda degli investitori istituzionali e ad abbassare i tassi di interesse sui mutui (attualmente superiori al 6% sul benchmark a 30 anni) attraverso l'acquisto di MBS.

È probabile che il tetto massimo annuale sui tassi di interesse delle carte di credito limiti la disponibilità di credito. Limiti prolungati potrebbero indebolire la stabilità finanziaria. L'effetto indesiderato sarà una riduzione della disponibilità di nuovo credito da parte degli istituti finanziari, in particolare per i mutuatari subprime, che diventeranno non redditizi. Ironicamente, questo potrebbe contrastare il recente allentamento degli standard di prestito con carta di credito da parte delle banche, i principali attori di questo prodotto, che sta portando a una ripresa della produzione di carte di credito (Figura 4), nonostante l'assenza di una riduzione dei tassi di interesse applicati. Gli istituti finanziari non bancari potrebbero intervenire, ma è improbabile che ciò sia sufficiente nel breve termine. Inoltre, è improbabile che il programma di deregolamentazione bancaria fornisca una grande compensazione: sebbene si potrebbero liberare fino a 2.600 miliardi di dollari di capacità di prestito complessiva, è probabile che le banche utilizzino solo 15 miliardi di dollari per le carte di credito. Ciononostante, i limiti massimi prolungati sui tassi di interesse potrebbero incentivare un maggior numero di istituti non bancari a intervenire per concedere prestiti ai mutuatari subprime esclusi dal sistema bancario e guadagnare quote di mercato. Di conseguenza, il conseguente allentamento degli standard di credito potrebbe indebolire la stabilità finanziaria. Il limite massimo del tasso di interesse sarebbe negativo anche per i titoli garantiti da attività (ABS) delle carte di credito, che consentono una visione trasparente dell'economia delle attività bancarie, comprimendo il rendimento del pool e, di conseguenza, l'excess spread, ovvero la protezione dalle prime perdite dell'operazione e il margine di interesse netto dello sponsor. Ipotizzando un rendimento attuale del pool di circa il 25% (interessi della carta più circa il 4% di commissioni), un limite massimo del tasso di interesse della carta al 10% ridurrebbe l'excess spread di

circa il 50%. Gli storni degli ABS delle carte di credito hanno raggiunto oltre il 10% dopo la crisi finanziaria globale, a dimostrazione della necessità di un ulteriore rafforzamento del credito per mantenere la capacità di assorbire le perdite dei master trust delle carte di credito. Alcuni trust non-prime delle carte di credito hanno subito storni del 15% a novembre 2025, a dimostrazione del fatto che per questi un limite massimo del 10% non coprirebbe più le perdite di credito. In termini di impatto sul mercato, ciò probabilmente smorzerà le nuove emissioni fino a quando non ci sarà maggiore chiarezza, ma comporterà anche un ampliamento degli spread per le operazioni non-prime a causa di preoccupazioni relative al credito. Tuttavia, nel complesso, sospettiamo che la politica del tetto massimo comporterà una minore disponibilità di carte di credito per la maggior parte delle famiglie, poiché i margini deboli nel segmento dissuadono le banche dall'espandere i volumi.

Figura 4: Flussi di prestiti con carta di credito negli Stati Uniti e standard di credito sui nuovi prestiti con carta di credito



Fonte: LSEG Datastream, Allianz Research

I due annunci immobiliari che hanno fatto notizia si inseriscono in un più ampio sforzo della Casa Bianca per affrontare l'accessibilità economica in vista delle elezioni di medio termine del 2026, con l'edilizia abitativa posizionata come leva di grande rilevanza. Sebbene i titoli e le reazioni del mercato abbiano riportato l'attenzione sull'edilizia abitativa, questa non è la prima volta che l'amministrazione tenta di influenzare l'accessibilità economica attraverso leve amministrative. Dall'inizio del 2025, è stata lanciata una serie di idee, che rientrano ampiamente in interventi di "accessibilità economica" dei mutui, sbloccando l'offerta aggiuntiva e limitando la partecipazione istituzionale (Tabella 1). Uno degli esempi più eclatanti è stata la proposta di mutuo a 50 anni, che ridurrebbe le rate mensili, ma a costo di interessi più elevati lungo l'intera vita utile e di un più lento accumulo di capitale, lasciando i mutuatari più indebitati per più tempo e aumentando la vulnerabilità in caso di calo dei prezzi delle case. Sebbene la proposta abbia rapidamente perso slancio a seguito della forte opposizione degli esperti, sottolinea il crescente attivismo politico dell'amministrazione in materia di accessibilità economica degli alloggi. Verso la fine del 2025, Trump ha rafforzato l'agenda in un discorso in prima serata, promettendo di svelare "alcuni dei piani di riforma abitativa più aggressivi nella storia americana".

Tabella 1: Principali idee/iniziative finora proposte dall'amministrazione Trump

Initiative	Time	How does it work?	Transmission channel	Status
Convert unused federal land	Mar 2025	Identify and release suitable federal parcels for residential development (incl. affordable housing)	Increase developable land supply -> higher housing supply	Formally launched; early stakeholder engagement but unit delivery remains gated by siting, infrastructure, and local permitting
Reduce capital gains taxes on home sales	July 2025	Reduce/eliminate capital gains tax on primary residence sales	Reduce "tax lock-in" -> increase resale supply	"Under review"
Pressure builders to build more homes	Oct 2025	"Carrot-and-stick" via FHFA/GSE influence to steer builder behavior and increase delivery	Increase housing supply	"Under review"; operational design and enforceability unclear
Create 50y mortgages	Nov 2025	Allow borrowers to extend amortization of their mortgages	Reduce monthly payments -> increase demand	Drew heavy pushback; appears unlikely to proceed in its original form
Allow portable mortgages	Nov 2025	Allow a borrower to transfer an existing low-rate mortgage to a new home	Reduce "rate lock-in" -> increase mobility and transactions	"Under review"; no clear standardized rollout path announced
Expand assumable mortgages	Nov 2025	Allow a buyer to assume the seller's existing low-rate loan rather than originate a new mortgage at current rate	Transfer embedded lower rates -> increase stock turnover	"Under review"; details/implementation timetable not specified
Restrict "large institutional investors"	Jan 2026	Restrict large institutions from purchasing additional single-family homes	Curb "financialized" demand -> potentially improve owner-occupier access	Announced by President Trump via social media; legislative and implementation details not yet specified
Direct agency MBS purchase	Jan 2026	Direct GSEs (Fannie/Freddie) to buy \$200bn of agency MBS	Compress agency MBS spreads -> (partial) pass-through to lower primary mortgage rates	Announced; details are not yet specified
Allow access to 401(K) for down-payments	Jan 2026	Allow using 401(k) funds for home down payments	Reduce down-payment constraint -> boost purchase demand	Announced by President Trump via media interview; more details are expected to be revealed in Davos

Fonte: AIM-GIS-PM

Tra le misure proposte finora, le iniziative dall'alto dell'offerta sono quelle più in linea con lo squilibrio di fondo, ma anche quelle più lente da realizzare. Iniziative come la conversione di terreni federali inutilizzati in abitazioni possono migliorare la disponibilità di terreni a lungo termine. Tuttavia, gran parte dei terreni federali è isolata, soggetta a vincoli ambientali o destinata ad altri usi, il che la rende poco attraente per lo sviluppo residenziale. Anche laddove edificabili, i siti spesso mancano di infrastrutture, il che fa aumentare i costi totali di consegna e allunga i tempi. Il programma è stato lanciato e ha iniziato a coinvolgere tempestivamente le parti interessate, ma la consegna delle unità rimane limitata da vincoli di ubicazione, sviluppo delle infrastrutture e autorizzazioni locali. Analogamente, spingere i costruttori ad aumentare la produzione è allineato, dal punto di vista direzionale, alle carenze strutturali dell'offerta, ma tradurre la pressione politica in un numero di avvii significativamente più elevato è difficile, perché i costruttori operano già con margini ridotti, sotto pressione a causa di una bonifica pesantemente incentivata e di costi elevati. La volontà e la capacità del settore di accelerare senza una maggiore visibilità sui prezzi di vendita e sull'assorbimento realizzabili sono limitate (Figura 5).

Figura 5: Sentimento debole dei costruttori di case in un contesto di margini ridotti e basse attività di transazione



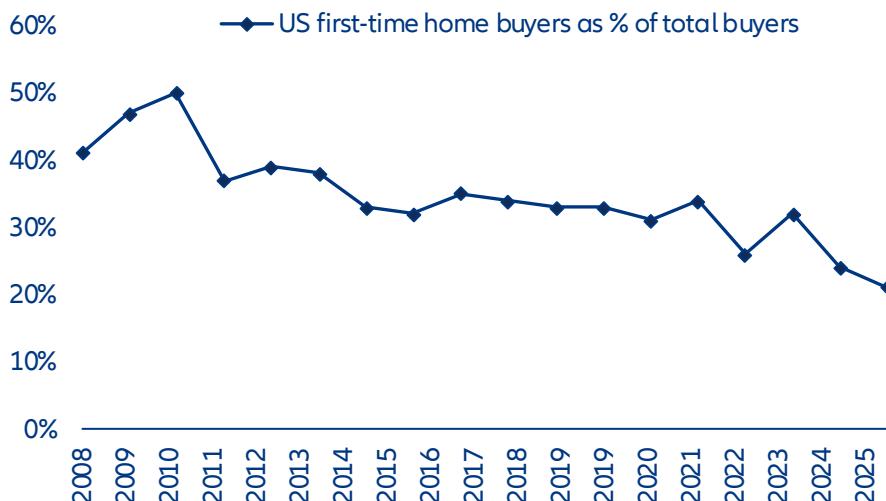
Fonte: LSEG Datastream, AIM-GIS-PM

Gli approcci di intervento per l'accessibilità ai mutui offrono una trasmissione di mercato più diretta, ma tendono a rischiare di stimolare la domanda anziché migliorare l'accessibilità strutturale. La direttiva sull'acquisto di MBS da 200 miliardi di dollari dell'agenzia è progettata per comprimere gli spread sui mutui e abbassare i tassi. Pur

sostenendo la domanda, finanziamenti più economici possono comportare un aumento dei prezzi delle case, in particolare nei mercati con vincoli di offerta. Consentire l'accesso senza penalità ai risparmi del piano 401(k) per gli acconti è l'ultima proposta del Presidente Trump per ampliare il potere d'acquisto degli acquirenti di case. Alleviare l'ostacolo dell'aconto può sbloccare le transazioni per alcune famiglie, ma è fondamentalmente un sostegno alla domanda, aumentando il rischio di reflazione dei prezzi e indebolendo i bilanci delle famiglie sostituendo la leva finanziaria immobiliare ai risparmi a lungo termine.

Inoltre, questi strumenti tendono a avvantaggiare in modo sproporzionato coloro che hanno minori vincoli di accessibilità economica. Consentire la portabilità dei mutui, ad esempio, sarebbe più "positivo per la liquidità", poiché contrasterebbe l'effetto di blocco del tasso e potrebbe incrementare le quotazioni di rivendita consentendo ai mutuatari di mantenere il tasso esistente al momento del trasloco. Tuttavia, è operativamente impegnativo in un sistema ipotecario statunitense altamente cartolarizzato. Inoltre, offre meno vantaggi ai primi acquirenti, che soffrono maggiormente della ridotta accessibilità economica e ora rappresentano solo il 21% degli acquisti complessivi di case, un minimo storico (Figura 6). Allo stesso modo, i mutui a tasso variabile possono attenuare il blocco trasferendo prestiti a basso tasso ai nuovi acquirenti, ma è probabile che i vantaggi siano in parte acquisiti dai venditori attraverso prezzi di vendita più elevati che monetizzano il vantaggio finanziario incorporato, sbilanciando i guadagni a favore degli operatori storici. Anche l'impatto distributivo della proposta 401(k) è disomogeneo: solo circa sei americani su dieci detengono asset in piani di risparmio pensionistico, con accesso e saldi fortemente concentrati tra le famiglie ad alto reddito.

Figura 6: La quota di acquirenti di prima casa sul totale degli acquirenti di case è scesa al minimo storico nel 2025



Fonti: LSEG Datastream, AIM-GIS-PM

Allo stesso modo, l'impatto del divieto di acquisto di case unifamiliari da parte dei grandi investitori istituzionali sarà probabilmente limitato, data la ridotta proprietà istituzionale rispetto al totale del patrimonio immobiliare. Si stima che le istituzioni detengano circa il 5% del mercato immobiliare unifamiliare in affitto (SFR) statunitense, con la stragrande maggioranza ancora detenuta da singoli proprietari. I 24 principali proprietari di case unifamiliari in affitto negli Stati Uniti possiedono complessivamente poco più di 520.000 abitazioni, pari a circa il 3,5% dei circa 15 milioni di case unifamiliari in affitto negli Stati Uniti e a meno dell'1% del patrimonio immobiliare unifamiliare totale. Inoltre, i Real Estate Investment Trust (REIT) e la maggior parte degli altri grandi operatori del settore hanno effettuato un'attività di acquisizione minima negli ultimi anni, concentrandosi invece sul build-to-rent (BTR).

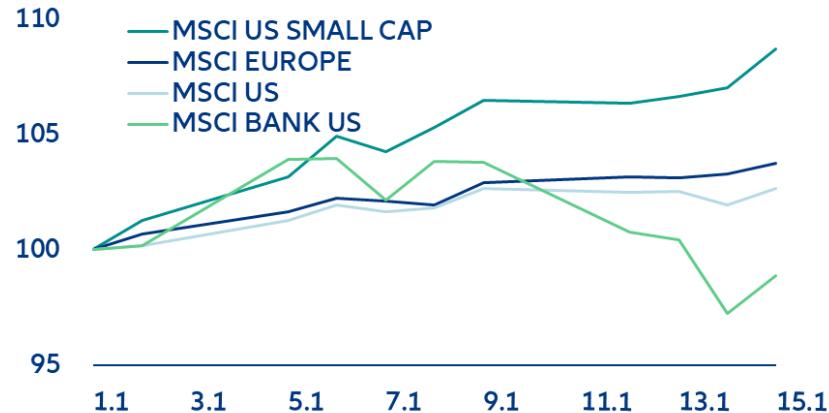
È probabile che l'amministrazione presenti un pacchetto più ampio di misure miste che diano priorità alla trazione a breve termine: strumenti più probabili in grado di aumentare i volumi delle transazioni o ridurre rapidamente i costi di indebitamento rispetto a quelli che risolvono i vincoli strutturali dell'offerta, che richiedono più tempo per essere scalati e per essere rilevati nei dati. Questi potrebbero includere un allentamento mirato del credito e agevolazioni per i pagamenti anticipati. Il rischio a medio termine è che l'allentamento dal lato della domanda eserciti una pressione al rialzo sui prezzi, se non abbinato a un'offerta credibile. In un mercato con vincoli

di offerta, un credito più economico e un accesso più facile ai fondi possono stimolare sia l'attività che i prezzi, lasciando che i guadagni in termini di accessibilità economica si manifestino più nei volumi e nel sentimento che in rapporti prezzo/reddito sostenibilmente più bassi.

Il passaggio da un intervento favorevole alle imprese a uno normativo aumenterà la dispersione del settore e potrebbe aumentare il premio di rischio per alcuni asset statunitensi precedentemente percepiti come porti sicuri.

Il presidente Trump si sta delineando come una stretta mirata sui settori che combinano margini elevati, concorrenza limitata e rendimenti del capitale favorevoli agli azionisti. Questi sono esattamente i settori che invitano a intervenire quando i bilanci delle famiglie sono sotto pressione e l'accessibilità economica diventa una questione politica critica. La vulnerabilità più immediata risiede nella difesa: dopo che l'amministrazione ha pubblicamente fatto pressione sui principali appaltatori affinché aumentassero la produzione e sconsigliato dividendi e riacquisti di azioni proprie fino a quando la consegna e la capacità produttiva non migliorassero, gli investitori sono stati costretti a rivalutare il modello di "rendimento in contanti" che ha a lungo caratterizzato il settore. Nel breve termine, il reinvestimento obbligatorio e il controllo politico delle performance dei programmi sono ribassisti per pagamenti e multipli, anche se volumi più elevati alla fine sostengono i ricavi. La difesa è un monopsonio e gli investitori si rendono finalmente conto che interagire con un unico acquirente (il governo) non è esente da rischi. Il credito al consumo è un altro punto di pressione: le minacce di frenare l'economia delle carte di credito attraverso misure sulle commissioni o limiti esplicativi attassi delle carte colpirebbero un bacino di profitto che dipende dal potere di determinazione dei prezzi e da sovvenzioni incrociate poco trasparenti. In effetti, banche, emittenti di carte e reti di pagamento si troverebbero ad affrontare una compressione dei margini, una sottoscrizione più restrittiva e un rinnovato spostamento verso commissioni accessorie. Tutto ciò potrebbe anche comportare rischi di secondo ordine per i flussi di credito al consumo. Anche il settore farmaceutico rimane nel mirino: L'obiettivo dell'amministrazione di abbassare i prezzi dei farmaci attraverso prezzi di riferimento internazionali e appalti più severi colpirebbe direttamente una delle strutture di margine più ricche d'America. Sebbene i rischi di implementazione possano attenuare la reazione del mercato giorno per giorno, la direzione strategica è chiara: minore libertà di determinazione dei prezzi, maggiore contrattazione politica e una maggiore probabilità che la spesa in ricerca e sviluppo diventi la variabile di aggiustamento che compromette la crescita a lungo termine. Infine, la spinta verso l'accessibilità economica degli alloggi aggiunge rischi significativi per i proprietari di immobili residenziali (REIT) e gli acquirenti istituzionali, potenzialmente frenando la domanda. Anche l'energia pulita, in particolare l'eolico offshore, appare esposta laddove l'amministrazione segnala una preferenza per la sicurezza energetica rispetto agli obiettivi climatici, aumentando il rischio di autorizzazioni e locazioni per progetti ad alta intensità di capitale con lunghi tempi di ammortamento. Al contrario, i potenziali beneficiari si concentrano laddove gli strumenti di Trump sono di supporto piuttosto che punitivi: le industrie a forte presenza nazionale e i vincitori del "reshoring" che possono plausibilmente espandere la capacità produttiva statunitense potrebbero trarre vantaggio da autorizzazioni accelerate, deregolamentazione e incentivi fiscali mirati, mentre i settori che hanno fatto leva per ridurre i costi di importazione (ad esempio, rivenditori al dettaglio e marchi di beni di consumo discrezionali) potrebbero trarre vantaggio da un allentamento della pressione tariffaria sulle principali catene di approvvigionamento per raffreddare l'inflazione dei beni. Nel breve termine, i mercati dovrebbero scontare i settori con elevati payout ratio, strutture di mercato radicate e prezzi politicamente rilevanti, e cercare un relativo rifugio in aziende con investimenti nazionali visibili, mercati finali competitivi e narrative allineate alle politiche su occupazione, produzione e prezzi al consumo.

Figura 7: Performance azionaria 2026 ytd (indicizzata)



Fonte: Refinitiv, Allianz Research

Gli investitori potrebbero dover riconsiderare alcune strategie di investimento azionario popolari. Ad esempio, i flussi di reddito derivanti dai dividendi delle società che generano liquidità e la stabilità delle aziende di qualità sono pilastri perseguiti da molti investitori istituzionali. I mercati azionari globali e statunitensi sono diventati altamente concentrati: l'indice MSCI World ora presenta un'esposizione statunitense del 72% e quasi il 30% è correlato alla tecnologia statunitense, ma anche banche e aziende farmaceutiche statunitensi si classificano in cima alla lista (JPM nella top 10 con l'1% ed Eli Lilly all'11° posto con l'1%). Con una struttura di mercato oligopolistica, margini e generazione di liquidità elevati, tutto questo potrebbe essere oggetto di analisi, in particolare per i prodotti di consumo. Le azioni statunitensi a piccola capitalizzazione e le azioni europee generano un ROE meno brillante, il che, unito alla distanza dalle politiche statunitensi e al potenziale di reshoring, potrebbe in parte spiegare perché hanno sovraperformato il mercato più ampio nel 2026. Gli interventi politici mirati di quest'anno servono da campanello d'allarme per gli investitori, spingendoli a diversificare e ridurre la dipendenza da temi e strategie concentrate. Ciò vale anche per l'aumento dell'inflazione, che può sostenere le attività reali a livello locale ma continua a colpire gli investitori azionari statunitensi non residenti, che solitamente mantengono aperta l'esposizione valutaria tramite un dollaro più debole.

Tali valutazioni sono, come sempre, soggette alla clausola di esclusione di responsabilità riportata di seguito.

DICHIARAZIONI PREVISIONALI

Le dichiarazioni contenute nel presente documento possono includere prospettive, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali basate sulle attuali opinioni e ipotesi del management e comportano rischi e incertezze noti e ignoti. I risultati, le performance o gli eventi effettivi potrebbero differire sostanzialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

Tali scostamenti potrebbero derivare, a titolo esemplificativo ma non esaustivo, da (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nel core business e nei mercati principali del Gruppo Allianz, (ii) andamento dei mercati finanziari (in particolare volatilità del mercato, liquidità ed eventi creditizi), (iii) frequenza e gravità degli eventi di sinistro assicurati, inclusi quelli derivanti da catastrofi naturali, e l'andamento delle spese per sinistri, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbilità, (v) livelli di persistenza, (vi) in particolare nel settore bancario, l'entità dei default creditizi, (vii) livelli dei tassi di interesse, (viii) tassi di cambio, incluso il tasso di cambio EUR/USD, (ix) modifiche a leggi e regolamenti, comprese le normative fiscali, (x) l'impatto delle acquisizioni, inclusi i relativi problemi 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 potrebbero 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, fatta eccezione per le informazioni che devono essere divulgate per legge.

Allianz Trade è il marchio commerciale utilizzato per designare una gamma di servizi forniti da Euler Hermes.