

Allianz Research | 11 Febbraio 2026

Prezzi alti, margini ridotti: la crisi di accessibilità negli Stati Uniti continua

Ana Boata

Head of Economic Research
ana.boata@allianz-trade.com

Ano Kuhanathan

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

Maxime Darmet

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

Guillaume Dejean

Senior Sector Advisor
guillaume.dejean@allianz-trade.com

Maria Latorre

Sector Advisor
maria.latorre@allianz-trade.com

Simon Krause

Economist, ESG & Insurance
simon.krause@allianz.com

Romy Kirner

Research Assistant
romy.kirner@allianz-trade.com

In sintesi

L'inflazione USA resta ostinata e colpisce soprattutto le famiglie a basso reddito. I prezzi al consumo sono aumentati del +29% rispetto a gennaio 2019 e permane un divario inflazionistico di circa 3 punti percentuali tra i nuclei familiari con redditi più bassi e quelli più elevati. Il problema principale riguarda i beni essenziali: abitazione (+34%), alimentari (+34%) ed energia elettrica (+41%), che rappresentano il 64% della spesa delle famiglie a basso reddito, contro il 58% di quelle più benestanti. Circa una famiglia su tre nella fascia di reddito più bassa destina il 95% del proprio reddito alle necessità di base.

L'impatto pieno dei dazi deve ancora arrivare: la domanda regge, ma emergono fragilità in diversi settori. L'indice dei prezzi dei beni è passato da -0,1% su base annua (gennaio 2025) a +1,4% (dicembre 2025), con i dazi che hanno contribuito per circa +0,3 punti percentuali all'inflazione headline a fine 2025, grazie alle strategie di mitigazione messe in atto da esportatori e importatori. Ma il massimo impatto, pari a +1 punto, deve ancora manifestarsi e si prevede nel primo trimestre 2027. La tenuta della domanda interna (+4% in valore lo scorso anno) maschera squilibri significativi tra categorie di spesa: crescono sanità, abbigliamento e ristorazione, mentre rallentano elettronica, calzature e arredamento. Per quest'anno prevediamo una crescita modesta delle vendite al dettaglio in volume, attorno al +1% (e +4% in valore), poiché i rivenditori potrebbero trasferire più integralmente l'aumento dei dazi sui consumatori finali. Nel frattempo, l'inflazione dei servizi sanitari si mantiene intorno al 3% da maggio 2024. Gli statunitensi, inoltre, pagano di gran lunga i prezzi più alti al mondo per i servizi sanitari. Infine, senza un miglioramento dell'accessibilità economica e del sentiment turistico, gli Stati Uniti rischiano di perdere quota nel mercato globale del turismo: gli arrivi esteri dovrebbero diminuire tra il 6% e l'8% nel 2025, con grandi eventi che forniranno solo un sollievo temporaneo.

Pressioni inflazionistiche e disuguaglianze crescenti: la classe media resta la più esposta.

Ricchezza e risparmi sono infatti molto concentrati: l'1% più ricco detiene il 31% della ricchezza complessiva, mentre il 50% più povero ne possiede appena il 2,5%. Inoltre, il debito non legato alla casa è salito a circa 5.000 miliardi di dollari, rendendo le famiglie a basso e medio reddito molto più vulnerabili alle dinamiche di inflazione e tassi di interesse. Sul fronte del reddito, i salari reali dal 2019 sono cresciuti del +6,6% nel quintile più basso, ma solo del +2,6% per il ceto medio, evidenziando un divario salariale post-pandemico. Ancora più significativo è il dato sul reddito disponibile: al netto di tasse e trasferimenti, per le famiglie del ceto medio è diminuito fino a -0,5% dal 2019, mentre per i redditi più alti è aumentato di quasi +2%, indicando una pressione fiscale che grava soprattutto sulla classe media. In questo contesto, le misure dell'amministrazione statunitense per migliorare l'accessibilità economica difficilmente affronteranno le cause strutturali della crisi: gli interventi dal lato dell'offerta agiscono sul problema alla radice ma richiedono tempo, mentre le misure sui mutui possono sostenere più rapidamente la domanda, rischiando però di mantenere elevati i prezzi in un mercato già molto teso. I tetti ai tassi delle carte di credito potrebbero

ridurre i costi di finanziamento per alcune famiglie, ma al tempo stesso limitare l'accesso al credito,

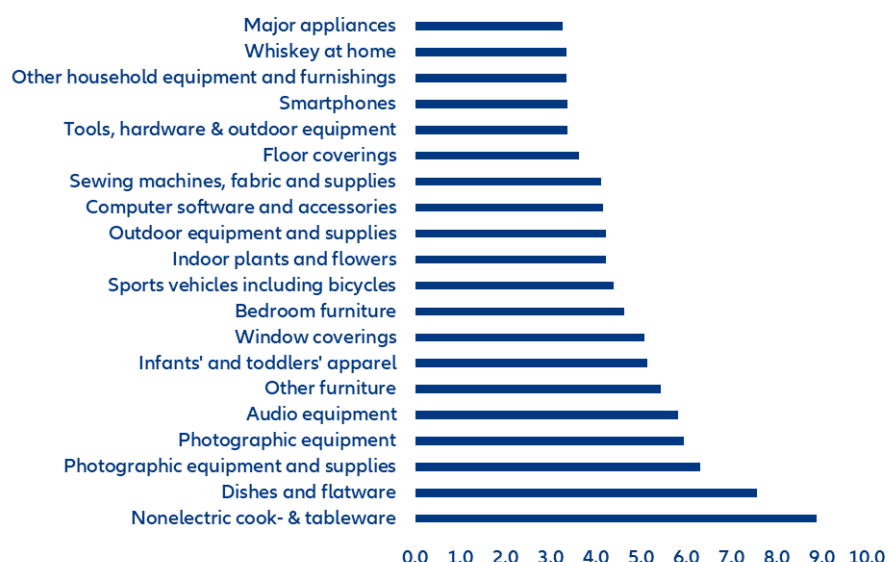
soprattutto per i soggetti più rischiosi. Nel complesso, sembra che le politiche in discussione possano più che altro ridistribuire le pressioni sull'accessibilità, senza ridurle in modo sostanziale.

Il problema dell'inflazione: dazi, sanità e prezzi alimentari mettono sotto pressione le famiglie

La crisi di accessibilità economica negli Stati Uniti è diventata un tema centrale in vista delle prossime elezioni di metà mandato. Dal 2022 il Paese si confronta con un'inflazione elevata, che sta pesando sempre più sul sentiment delle famiglie: lo dimostrano indagini come quelle del Conference Board, sceso a gennaio ai livelli più bassi dal 2021. I dazi hanno giocato un ruolo significativo nel mantenere alte le pressioni sui prezzi, alimentando il malcontento dell'opinione pubblica. Con l'avvicinarsi delle elezioni di novembre, la questione dell'accessibilità dei beni essenziali è salita al centro del dibattito politico. In risposta, il Presidente Trump ha annunciato una serie di misure per affrontare il problema, tra cui un tetto ai tassi delle carte di credito e iniziative volte a ridurre i costi dei mutui (con tassi oltre il 7%, rispetto al 3% del 2022) e ad abbassare i prezzi delle abitazioni e dei farmaci.

I forti aumenti dei dazi (dal 2,5% nel 2024 all'11% a fine 2025) hanno alimentato ulteriori pressioni inflazionistiche. I dazi applicati dagli Stati Uniti dall'inizio del 2025 – inizialmente su Cina, Messico e Canada, seguiti dal "Liberation Day" e da dazi settoriali – vengono sempre più trasferiti sui prezzi al consumo. Nel complesso, l'indice dei prezzi dei beni (il più esposto ai dazi, dato che i servizi non sono stati colpiti) è passato da -0,1% su base annua a gennaio 2025 a +1,4% a dicembre 2025. Le categorie con i rincari più rapidi includono pentole e stoviglie non elettriche, piatti e posate, e attrezzature fotografiche. A dicembre 2025 stimiamo che solo circa metà dei costi aggiuntivi dei dazi sia stata trasferita ai consumatori, incrementando il contributo dei dazi all'inflazione headline da 0 a +0,3 punti percentuali. Ciò suggerisce che il picco di impatto deve ancora manifestarsi e che arriverà probabilmente nel primo trimestre del 2027 (+1 punto percentuale).

Figura 1: I 20 beni con i maggiori aumenti di prezzo nel paniere CPI



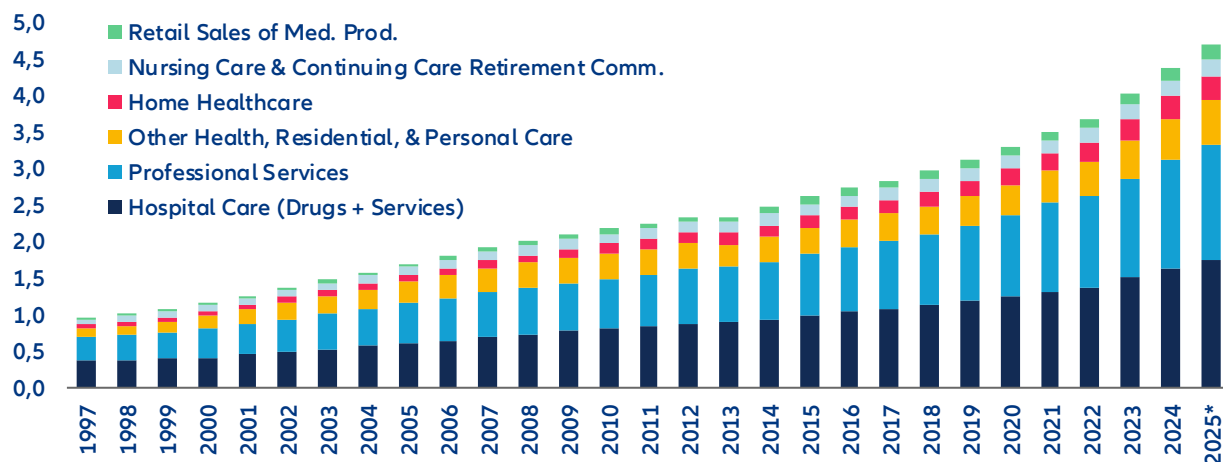
Fonti: Bureau of Labor Statistics, Allianz Research

Nota: Per valutare la dinamica di ciascuna categoria, analizziamo il dato di dicembre su base annua rispetto alla media del 2025. Di conseguenza, alcune categorie possono mostrare un'inflazione bassa – o persino deflazione – ma in rallentamento (ad esempio gli smartphone).

I costi sanitari stanno comprimendo sempre più i bilanci delle famiglie americane. Negli ultimi decenni, la spesa sanitaria negli Stati Uniti è cresciuta in modo esponenziale: è passata dal 5% del PIL nel 1963 al 18% nel 2024 (si veda la Figura 2). Nel 2024, il 47% di questa spesa è stato sostenuto dal settore pubblico e il 53% da quello privato.

Lo scorso anno, la spesa sanitaria nazionale (NHE) è stimata aver raggiunto i 5,7 trilioni di dollari (+7% su base annua), equivalenti a circa 16.000 dollari pro capite, con un ritmo di crescita superiore sia all'inflazione sia al PIL. Tutto ciò evidenzia un sistema strutturalmente costoso che necessita di riforme: gli americani pagano, di gran lunga, il prezzo più alto al mondo per i servizi sanitari.

Figura 2: US Spesa sanitaria nazionale (NHE), principali componenti, in trilioni di dollari USA

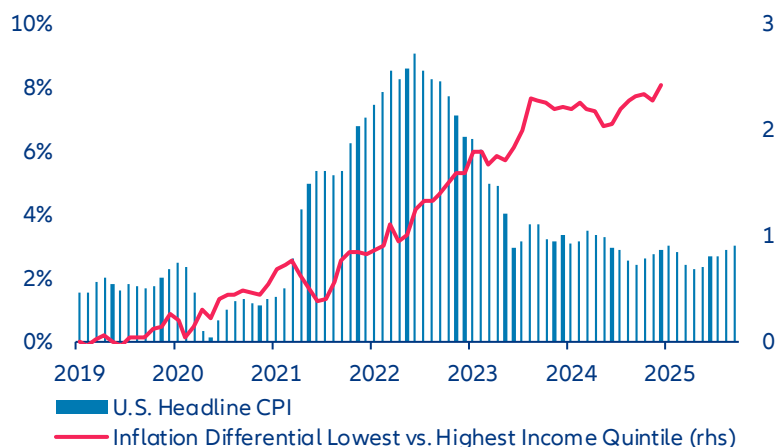


Fonte: Bloomberg, Allianz Research. 2025 data is not official

La crisi di accessibilità economica colpisce in modo diseguale le famiglie

La recente impennata dell'inflazione è stata uno dei principali motori della crisi di accessibilità negli Stati Uniti e ha avuto effetti fortemente differenziati tra le varie fasce di reddito. Sebbene il tasso d'inflazione headline si sia recentemente moderato, i livelli dei prezzi restano molto più alti rispetto al periodo pre-pandemico, con un aumento cumulato del 29% dell'indice generale dei prezzi al consumo da gennaio 2019. Dall'inizio della fase di rialzo dei prezzi nel 2021, le famiglie a basso reddito hanno sistematicamente sperimentato un'inflazione effettiva più elevata rispetto a quelle ad alto reddito. Come mostra la Figura 3, ciò ha generato un divario inflazionistico misurabile di circa 3 punti percentuali tra l'estremo superiore e quello inferiore della distribuzione del reddito dal 2019. Di conseguenza, l'accessibilità potrà migliorare solo se i prezzi scenderanno oppure se i redditi cresceranno stabilmente più del costo della vita – condizioni che, per la maggior parte delle famiglie, non si sono ancora verificate.

Figura 3: Inflazione negli Stati Uniti 2019–2025 e divario inflazionistico cumulato tra famiglie ad alto e basso reddito



Fonti : Bureau of Labor Statistics (BLS), Allianz Research

Il divario inflazionistico riflette in larga parte differenze nei modelli di consumo. Le famiglie a basso reddito hanno sperimentato un'inflazione effettiva più elevata rispetto ai gruppi ad alto reddito perché i beni essenziali rappresentano il 64% del loro paniere di consumo, contro il 58% delle famiglie più abbienti. Questi beni essenziali hanno registrato alcuni dei maggiori aumenti di prezzo dal 2019: i costi dell'abitazione sono aumentati del +34%, quelli degli alimentari del +34% e l'elettricità del +41%. I soli prezzi dei generi alimentari sono aumentati del +3,1% su base annua a dicembre 2025, trainati dai rincari di carne, latticini e prodotti alimentari confezionati. Oggi i prezzi del carrello della spesa negli Stati Uniti sono oltre il 30% più alti rispetto al periodo pre-pandemico e circa una famiglia su tre a basso reddito spende quasi il 95% del proprio reddito per i bisogni essenziali. Poiché gli essenziali dominano i loro bilanci familiari, le famiglie con redditi bassi percepiscono più direttamente l'inflazione e hanno margini limitati per adattare i consumi quando i prezzi aumentano, con un conseguente e tangibile peggioramento del costo della vita.

Le famiglie ad alto reddito sono invece relativamente più protette, poiché la spesa alimentare rappresenta una quota minore del totale. Dedicano una parte maggiore del budget ai beni e servizi discrezionali (16% contro 12%), dove le dinamiche dei prezzi sono state più moderate e la sostituzione tra prodotti più agevole. Inoltre, la crescita salariale nei settori professionali ha generalmente superato l'inflazione alimentare. Tuttavia, specifici beni ad alta volatilità (ad es. carni pregiate, ristorazione di fascia alta) possono comunque registrare brusche oscillazioni di prezzo che influenzano i comportamenti di consumo dei segmenti più abbienti.

I salari hanno mostrato una dinamica più favorevole per le famiglie a basso reddito... Analizziamo l'andamento dei salari reali tra i diversi gruppi di reddito per capire se il reddito da lavoro – che costituisce la componente principale del reddito disponibile per le famiglie a basso e medio reddito – abbia tenuto il passo con l'aumento dei prezzi. Adeguiamo i salari nominali ai corrispondenti tassi d'inflazione dei singoli quintili di reddito. Risultato: dal periodo post-pandemico, la crescita dei salari reali è stata relativamente forte per i lavoratori con i redditi più bassi, superando quella degli altri gruppi (Figura 5, sinistra). Tra il 2019 e il 2024 i loro salari reali sono aumentati del +6,6%, passando da 17.870 a 19.050 USD (in valori 2024 per un lavoratore full-time). Al contrario, il "ceto medio" (terzo quintile) è quello che ha avuto più difficoltà a mantenere il passo dell'inflazione: i salari reali sono cresciuti solo del +2,6% (da 36.612 a 37.572 USD). Per i redditi più elevati, la crescita dei salari reali è stata moderata, pari al +3,1% (da 91.881 a 94.726 USD).

...ma il reddito totale – che include reddito da capitale e interessi netti – è cresciuto a malapena per le famiglie a basso reddito e per la classe media. Le imposte nette dei trasferimenti hanno inciso in modo sproporzionato sulla classe media. Il reddito disponibile reale per famiglia, che fornisce una misura più ampia rispetto ai soli salari, consente di valutare l'impatto effettivo della crisi di accessibilità. Le famiglie con redditi più bassi hanno visto il loro reddito disponibile reale dopo le imposte aumentare di appena +0,4% tra il 2019 e il 2024, arrivando a 19.520 USD (Figura 5, destra). Le famiglie del basso-medio reddito hanno addirittura registrato un calo del -0,5%. All'estremo opposto, le famiglie del medio-alto reddito e quelle con i redditi più alti hanno visto aumenti rispettivamente del +1,2% e +1,8%.

Il sistema di imposte e trasferimenti ha in parte attenuato l'impatto della crisi per i redditi più bassi: prima di imposte e trasferimenti, il loro reddito disponibile reale sarebbe diminuito del -0,4% (Tabella 1). Tuttavia, la fascia medio-bassa è stata penalizzata da imposte più elevate e/o trasferimenti più bassi: il rapporto tra imposte nette e reddito è aumentato di +0,7 punti percentuali sia per il secondo sia per il terzo quintile, spingendo la crescita del reddito post-imposte in territorio negativo per il secondo quintile (-0,5%) e a un modesto +0,2% per il terzo. Al contrario, le imposte nette come quota del reddito sono aumentate molto meno per le due categorie a reddito più alto. Ciò è coerente con le analisi che mostrano come i tagli fiscali introdotti con il Tax Cuts and Jobs Act del 2017 abbiano beneficiato in misura sproporzionata i redditi elevati. Inoltre, queste categorie hanno registrato miglioramenti più marcati del reddito pre-imposte, sostenuti dai guadagni da capitale (dividendi, rendite, interessi, ecc.).

Tabella 1: Crescita dei salari (%), del reddito disponibile (%) e del rapporto imposte/reddito (pp) tra il 2019 e il 2024 (tutti valori corretti per l'inflazione), per quintile di reddito

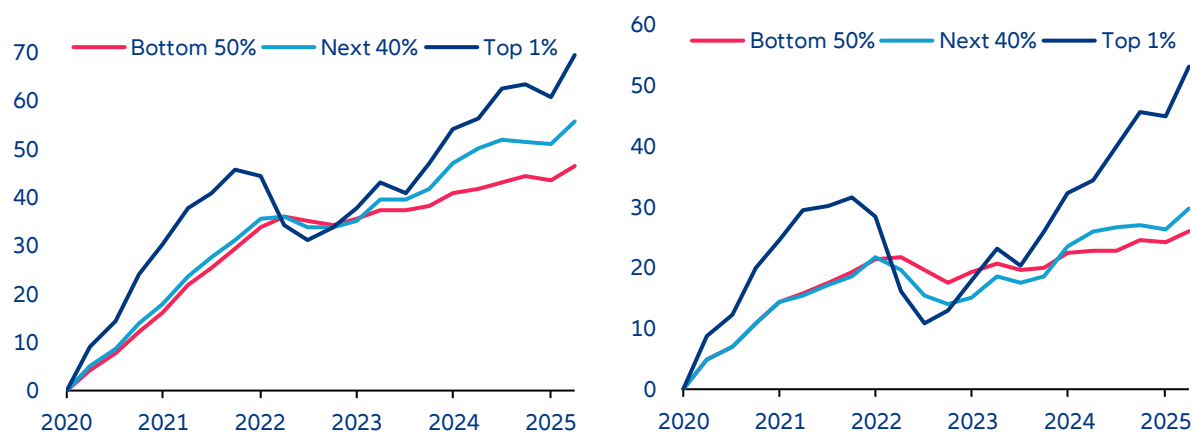
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5
Real wage	+6.6	+3.7	+2.6	+3.1	+3.1
Pre-tax disp. income	-0.4	+0.2	+1.0	+1.6	+2.5
Post-tax disp. income	+0.4	-0.5	+0.2	+1.2	+1.8
Tax/income ratio (pp)	-0.8	+0.7	+0.7	+0.3	+0.4

Fonti: US Census Bureau, US Bureau of Labor Statistics (BLS), Allianz Research

La divergenza tra l'andamento dei salari e quello del reddito disponibile reale mostra che l'accessibilità economica è sempre più determinata dalla solidità patrimoniale delle famiglie. Nel 2025, l'1% più ricco delle famiglie deteneva il 31% della ricchezza complessiva negli Stati Uniti, mentre il 50% più povero nel complesso rappresentava solo il 2,5%. Negli ultimi anni, l'andamento della ricchezza si è differenziato nettamente lungo la distribuzione: dalla pandemia, la ricchezza dell'1% più ricco è aumentata di circa il 70%, contro il +47% registrato dal 50% più povero (si veda la Figura 6, a sinistra). La divergenza risulta ancora più marcata osservando la ricchezza netta (Figura 6, a destra): dal 2022, il 50% più povero e il successivo 40% delle famiglie hanno visto solo miglioramenti minimi degli attivi al netto delle passività, mentre l'1% più ricco ha registrato una crescita patrimoniale netta molto superiore al resto della popolazione. L'aumento dei prezzi delle attività finanziarie ha quindi rafforzato i bilanci delle famiglie ad alto reddito, lasciando quelle con minori risorse con margini di protezione più limitati.

La ricchezza sostiene l'accessibilità economica fornendo reddito da capitale (interessi, affitti e dividendi), riserve finanziarie e accesso a credito più conveniente, rendendo le famiglie più benestanti meno sensibili agli shock inflazionistici e ai rialzi dei tassi. Al contrario, le famiglie con poca ricchezza dipendono maggiormente dal reddito da lavoro e da forme di credito più costose. Chi ha bilanci più solidi è quindi meglio posizionato per assorbire shock sui prezzi, mentre chi dispone di pochi attivi rimane più vulnerabile alle pressioni sul costo della vita e ricorre sempre più al credito per mantenere i consumi. Questo è evidente dal fatto che, negli ultimi anni, le passività del 90% delle famiglie sono cresciute quasi quanto i loro attivi, limitando i progressi nella ricchezza netta per la maggior parte dei nuclei familiari.

Figure 4: Aumenti della ricchezza (sinistra) e crescita di attivi vs. passività (destra) lungo la distribuzione della ricchezza (in pp.)



Fonti: Allianz Research

Man mano che l'inflazione si è attenuata e i tassi di interesse sono aumentati, il principale vincolo all'accessibilità economica per le famiglie si è spostato dai prezzi alle condizioni di finanziamento. I costi di indebitamento più elevati oggi incidono sull'accessibilità dei mutui, dei prestiti auto e del credito rotativo, in particolare per le famiglie che già affrontano costi essenziali elevati e risparmi limitati. Le famiglie a basso e medio reddito fanno un ricorso maggiore al credito per far fronte all'aumento del costo della vita, spingendo il debito non legato all'abitazione a livelli record, intorno ai 5.000 miliardi di dollari nel 2025, trainato in larga parte dal credito tramite carte di pagamento. Al contrario, le famiglie ad alto reddito dipendono meno dal credito al consumo e utilizzano la leva finanziaria principalmente per accumulare attività.

Nel complesso, la divergenza tra l'andamento dei salari e la situazione patrimoniale conferisce all'economia statunitense un profilo sempre più "a K". Le famiglie nella parte alta della distribuzione beneficiano dell'aumento dei prezzi delle attività e di riserve finanziarie più solide, diventando il motore principale della crescita dei consumi. Tuttavia, la maggior parte delle famiglie a basso e medio reddito trae benefici molto più limitati dai rialzi dei prezzi degli attivi, ma affronta vincoli finanziari più stretti e una maggiore sensibilità sia ai prezzi sia ai tassi d'interesse. Questa crescente divergenza contribuisce a spiegare perché gli indicatori macroeconomici complessivi possano rimanere solidi mentre le preoccupazioni per l'accessibilità continuano a essere diffuse tra gran parte della popolazione.

Le misure per affrontare la crisi di accessibilità rischiano di essere insufficienti

Le iniziative messe in campo per migliorare l'accessibilità economica difficilmente affronteranno efficacemente le cause strutturali della crisi e potrebbero persino generare effetti indesiderati¹. Gli interventi dal lato dell'offerta intervengono sul problema alla radice, ma richiedono tempo per produrre effetti tangibili, mentre gli interventi sui mutui possono sostenere la domanda più rapidamente ma rischiano di mantenere alti i prezzi in un mercato già molto teso. I tetti ai tassi delle carte di credito potrebbero ridurre i costi di finanziamento per alcune famiglie, ma anche limitare l'accesso al credito, soprattutto per i debitori più rischiosi. Nel complesso, tutto ciò suggerisce che le politiche potrebbero modificare la distribuzione delle pressioni sull'accessibilità più che ridurle in modo decisivo (Tabella 2).

¹ Per maggiori dettagli sugli effetti delle politiche abitative, si veda il nostro report [Fed e nuove politiche interventiste](#)

Tabella 2: Selezione delle politiche recentemente proposte negli Stati Uniti per migliorare l'accessibilità economica

Politica	Descrizione	Valutazione
Migliorare l'accessibilità ai mutui	L'amministrazione Trump ha incaricato le imprese sponsorizzate dal governo (GSE) Fannie Mae e Freddie Mac di acquistare fino a 200 miliardi di dollari in titoli garantiti da mutui per ridurre i tassi ipotecari.	Gli interventi sul mercato dei mutui offrono un sollievo più rapido nella trasmissione dei tassi, ma comportano rischi di distorsione dei prezzi e assegnano vantaggi agli operatori già presenti. Gli acquisti di MBS da parte delle agenzie e le agevolazioni per l'anticipo (ad es. accesso 401(k)/529) possono stimolare rapidamente l'attività, ma sono fondamentalmente misure di stimolo della domanda in un mercato con offerta rigida. Ciò aumenta il rischio che i segnali di accessibilità emergano nei volumi e nel sentiment, piuttosto che nei rapporti mutuo-reddito.
Aumentare l'offerta di alloggi	Le politiche dal lato dell'offerta includono la conversione di terreni federali inutilizzati in aree per abitazioni e la promozione della costruzione da parte degli sviluppatori per aumentare l'offerta.	Le iniziative dal lato dell'offerta sono le più strutturalmente allineate, ma difficilmente produrranno benefici a breve termine. Convertire i terreni federali inutilizzati potrebbe aumentare la disponibilità di terreni a lungo termine, ma la consegna effettiva è limitata. Incentivare i costruttori ad aumentare la produzione è teoricamente positivo, ma i margini dei costruttori sono stati compressi dagli incentivi e dai costi elevati, riducendo la volontà di aumentare la scala senza maggiore chiarezza su prezzi e assorbimento futuri.
Limitare l'accesso degli investitori istituzionali al mercato immobiliare	Il presidente Trump ha proposto un divieto per grandi investitori istituzionali di acquistare abitazioni unifamiliari e ha indicato che perseguirebbe una legislazione per rendere permanente la misura.	Le restrizioni agli acquisti istituzionali fanno notizia, ma l'impatto è limitato. La proprietà istituzionale rimane una quota ridotta dell'intero mercato delle abitazioni unifamiliari, e molte piattaforme di affitto-per-famiglia hanno già spostato la loro attenzione dalle acquisizioni verso il modello build-to-rent. La conseguenza più probabile è quindi un maggiore premio per il rischio di policy nel mercato immobiliare.
Tetto ai tassi d'interesse sulle carte di credito	La Casa Bianca impone un tetto annuale di un anno al 10% su tutti i tassi di interesse delle carte di credito.	Un tetto vincolante di questo tipo ridurrebbe probabilmente la capacità degli istituti di credito di coprire il rischio di credito, in particolare per i mutuatari subprime. Di conseguenza, la disponibilità di credito potrebbe ridursi, spingendo alcuni consumatori verso forme di prestito alternative e potenzialmente più costose.

Fonte: Allianz Research

Il settore sanitario ha dovuto affrontare un controllo più intenso durante entrambe le amministrazioni Trump, con i cambiamenti più significativi che entrano ora in vigore dopo la firma della *One Big Beautiful Bill*, che introduce una delle più importanti trasformazioni della politica sanitaria statunitense degli ultimi decenni. Il settore sanitario ha dovuto affrontare un controllo più intenso durante entrambe le amministrazioni Trump, con i cambiamenti più significativi che entrano ora in vigore dopo la firma della *One Big Beautiful Bill*, che introduce una delle più importanti trasformazioni della politica sanitaria statunitense degli ultimi decenni.

La legislazione combina ampie riforme fiscali con modifiche strutturali di grande portata ai programmi sanitari federali, principalmente **Medicaid**², i mercati dell'**Affordable Care Act (ACA)** e, in misura minore, **Medicare**, con l'obiettivo generale di ridurre la spesa federale, aumentare l'integrità dei programmi e concedere agli stati una maggiore flessibilità nell'amministrazione della copertura sanitaria.

Nel complesso, le riforme riducono la spesa sanitaria federale aumentando al contempo l'esposizione finanziaria per i beneficiari, con il maggiore impatto sull'accessibilità concentrato tra le famiglie a basso reddito. Per le famiglie

a basso reddito (il 30% degli americani), anche aumenti modesti dei premi o delle copartecipazioni possono rappresentare una quota significativa del reddito, riducendo in modo sostanziale il reddito disponibile e aumentando ulteriormente la vulnerabilità finanziaria. Ciò è particolarmente critico per le famiglie vicine alla soglia di povertà o con condizioni di salute croniche che richiedono cure frequenti.

Medicaid, il principale programma pubblico di assicurazione sanitaria per gli americani a basso reddito (che copre circa 72 milioni di persone), è diventato un obiettivo centrale dell'agenda di riforma sanitaria dell'amministrazione. Le modifiche proposte (vedi Tabella 3) ridurrebbero in modo significativo il sostegno federale al programma nel prossimo decennio, principalmente attraverso criteri di ammissibilità più rigidi e una riduzione dei contributi federali di compartecipazione agli stati. Secondo tali riforme, la spesa federale per Medicaid dovrebbe diminuire di diverse centinaia di miliardi di dollari nell'arco di dieci anni, con alcune stime che vanno da circa 800 miliardi a 1.000 miliardi di dollari. Le riduzioni verrebbero ottenute tramite una combinazione di riesami dell'ammissibilità più frequenti (ogni sei mesi invece che annualmente), restrizioni all'iscrizione e modifiche strutturali ai fondi federali di compartecipazione. Inoltre, le riforme amplierebbero i requisiti di compartecipazione dei beneficiari, includendo copayment che in alcuni casi potrebbero arrivare fino a 35 dollari per visita medica. Nel loro insieme, queste misure dovrebbero ridurre il numero degli iscritti e trasferire una quota maggiore dei costi sanitari sui beneficiari a basso reddito e sui governi statali, con importanti implicazioni per l'accesso alle cure e l'accessibilità economica tra le popolazioni economicamente più vulnerabili.

Tabella 3: Cambiamenti in arrivo nei vari pilastri del settore sanitario americano

Programma	Principali cambiamenti	Tempistica	Impatto finanziario	Persone coinvolte
Medicaid	Requisiti di ammissibilità più rigidi, riesami più frequenti, riduzione del supporto federale, maggiore compartecipazione ai costi.	Introduzione graduale nel prossimo decennio.	Riduzione della spesa federale compresa tra 800 miliardi e 1.000 miliardi di dollari in 10 anni; maggiori costi a carico degli stati e dei beneficiari.	Circa 72 milioni di iscritti, con calo previsto delle adesioni
Medicare	Crescita più lenta dei pagamenti, aggiustamenti al programma Medicare Advantage, potenziale aumento della compartecipazione ai costi.	Graduale, su più anni.	Crescita della spesa moderata; tagli diretti limitati ma aumento dei costi a carico dei beneficiari per alcuni	Circa 65 milioni di beneficiari
ACA (Obamacare)	Riduzione delle sovvenzioni, controlli di ammissibilità più rigorosi, modifiche alla generosità dei piani.	Breve-medio termine	Sovvenzioni federali ridotte; premi e compartecipazioni più elevati	Circa 23 milioni di assicurati, principalmente a basso e medio reddito

Fonti: Allianz Research

La legge incide anche sul funzionamento delle sovvenzioni dei marketplace dell'ACA (nota anche come Obamacare). La scadenza dei crediti d'imposta maggiorati sui premi, che avevano reso i piani ACA più accessibili per milioni di persone, insieme alla riduzione dell'idoneità ai crediti d'imposta e a meccanismi di iscrizione più restrittivi, avrà un forte impatto sul mercato. L'ACA è infatti diventato un meccanismo fondamentale per l'accessibilità economica delle famiglie a reddito medio durante il periodo inflazionistico (2022-2023). Di conseguenza, l'iscrizione ai marketplace ACA è più che raddoppiata tra il 2020 e il 2025, passando da 11,4 milioni di persone a un record di 24,3 milioni lo scorso anno. Questo aumento è stato favorito dai sussidi ai premi ampliati introdotti con l'American Rescue Plan (2021) e con l'Inflation Reduction Act (2022). Tali sussidi hanno ridotto in modo significativo i premi a carico degli assicurati e reso la copertura dei marketplace più attraente per tutti i gruppi di reddito. Con la scadenza dei sussidi potenziati al 31 dicembre 2025, l'iscrizione all'ACA è scesa a 22,8 milioni per il 2026, circa 1,5 milioni in meno rispetto all'anno precedente. Dopo la cessazione dei sussidi alla fine del 2025, i premi sono aumentati sensibilmente per le iscrizioni del 2026.

Oltre all'accessibilità economica, anche il mercato assicurativo sentirà gli effetti. Tra 8 e 16 milioni di americani potrebbero rimanere senza assicurazione entro i primi anni 2030 come conseguenza diretta delle riforme di Medicaid e dei marketplace. L'aumento della popolazione non assicurata riduce l'uso della prevenzione, aumenta i ritardi nelle cure e trasferisce i costi sugli ospedali e sui fornitori che, per legge federale, devono garantire le cure

di emergenza. Questo può destabilizzare i mercati assicurativi, soprattutto se gli individui più sani rinunciano alla copertura a causa dei premi più alti.

Infine, prezzi alimentari più elevati non rappresentano necessariamente un vantaggio per il settore agroalimentare, poiché le dinamiche inflazionistiche aumentano le pressioni sui costi. Le spese per gli input agricoli sono rimaste storicamente elevate nel 2025, con costi di produzione complessivi vicini ai livelli record nonostante un aumento nominale modesto, inferiore all'1% rispetto al 2024, e con pressioni reali sui costi che continuano a comprimere i margini. I costi elevati degli input – inclusi mangimi, fertilizzanti, energia e ricambi dei macchinari – continuano a gravare sui costi operativi, anche se alcune categorie come i mangimi mostrano segnali di calo.

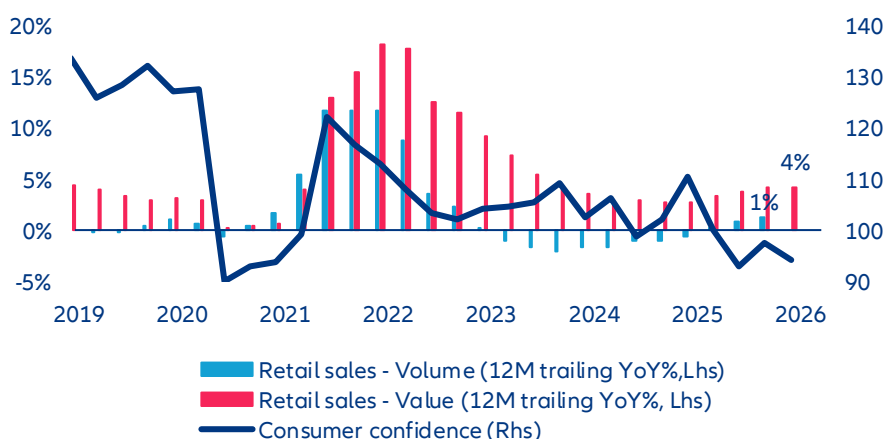
I tassi d'interesse elevati hanno inoltre aumentato il costo del credito per gli investimenti in capitale e la gestione del flusso di cassa, comprimendo ulteriormente i rendimenti netti per produttori e aziende agroalimentari. Le componenti alimentari persistentemente elevate hanno contribuito alla cautela della Fed. La politica della Fed influisce indirettamente sul settore agroalimentare influenzando i costi di finanziamento, le aspettative sui prezzi delle materie prime e i tassi di cambio, fattori che incidono sui costi degli input e sulla competitività delle esportazioni.

Arbitraggio settoriale sotto pressione di accessibilità economica

La ridotta accessibilità economica sta avendo effetti diversi sui settori, poiché i consumatori scelgono tra beni essenziali e non essenziali, prodotti premium e non premium, e persino tra spese sanitarie e ricreative. È probabile che questa tendenza continui nel 2026 sullo sfondo dei rapidi cambiamenti dell'economia statunitense. Le aziende stanno affrontando costi di produzione gonfiati a causa di dazi più elevati, insieme a un welfare state in contrazione, alla volatilità dei tassi di credito e ai rischi geopolitici. In questo contesto, ogni settore deve trovare il giusto equilibrio per proteggere la propria quota di mercato (volumi/ricavi) senza compromettere gli utili (valore/margine).

Nonostante le preoccupazioni sui dazi, la spesa dei consumatori si è dimostrata resiliente lo scorso anno, in aumento dell'1% in volume (al terzo trimestre) e del 4% in valore (a novembre), anche se la fiducia si è indebolita in mezzo alla volatilità commerciale. Gli acquisti di inizio 2025 sono stati anormalmente anticipati rispetto agli annunci sui dazi (circa +2% in volume e +5% in valore), sostenendo l'attività del primo trimestre; il ritmo si è poi raffreddato, ma non è crollato, favorito dall'annuncio di importanti accordi commerciali con Europa, Giappone, Corea del Sud e Cina. Anche alcune spinte macroeconomiche (ad es. solidità del mercato del lavoro, attenuazione dell'inflazione a metà anno e costi del credito bassi rispetto al recente passato) hanno sostenuto la spesa. Tuttavia, il sentiment si è successivamente deteriorato ai minimi pluriennali e aspettative d'inflazione più alte, insieme a timori sul mercato del lavoro, offuscano le prospettive. La resilienza recente non elimina i rischi futuri.

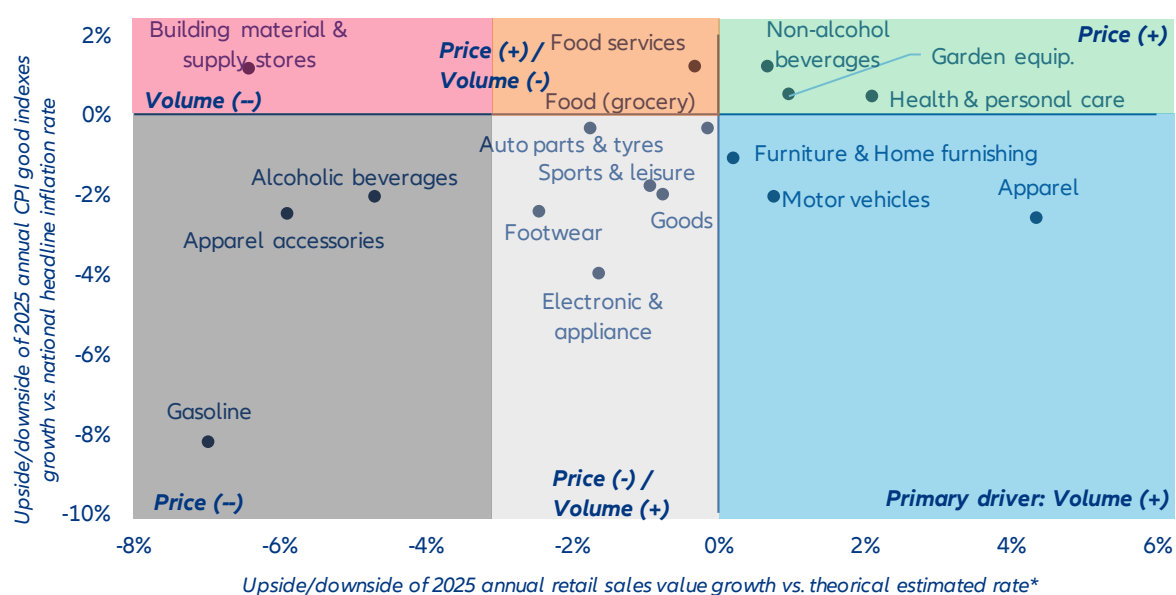
Figura 5: Crescita degli ultimi 12 mesi delle vendite al dettaglio (in volume e valore) rispetto all'indice di fiducia dei consumatori



Fonti: US Census bureau, OECD, Conference Board, Allianz Research

I dazi non sono stati l'unico fattore determinante della performance del retail: profilo eterogeneo tra le diverse categorie merceologiche. Nel 2025, l'andamento eterogeneo delle vendite al dettaglio negli Stati Uniti ha riflesso dinamiche divergenti tra fattori di prezzo e volume nelle varie categorie di beni, con molti segmenti che hanno registrato performance inferiori al benchmark complessivo. I dati mostrano un forte calo delle vendite di carburante – determinato da prezzi alla pompa più bassi e da un crescente passaggio verso veicoli ibridi/elettrici – mentre elettronica di consumo ed elettrodomestici hanno registrato una domanda debole e pressioni sui prezzi, poiché gli acquirenti hanno rinviato gli upgrade in un contesto di segnali di innovazione poco chiari (assenza di “killer products” nella nuova generazione etichettata come AI). Le statistiche ufficiali sul retail statunitense confermano queste tendenze miste: le categorie stazioni di servizio e elettronica & elettrodomestici hanno sottoperformato rispetto ad aree più forti come salute & cura della persona e settore auto. Anche abbigliamento, accessori e calzature hanno registrato performance inferiori, in particolare il segmento del lusso, poiché i consumatori si stanno rivolgendo sempre più al mercato dell'usato. Buone performance si sono invece registrate nelle bevande alcoliche e nell'attrezzatura outdoor. Anche la risposta disomogenea dei prezzi alle pressioni dei dazi ha avuto un ruolo: alcuni settori hanno evitato di trasferire ai consumatori l'aumento dei costi per preservare la domanda, in particolare nell'abbigliamento e in altre categorie sensibili al prezzo. Questo ha sostenuto i volumi ma compresso i margini. Allo stesso tempo, sondaggi e report di settore suggeriscono che, laddove persistono le pressioni derivanti da dazi e costi degli input, le imprese potrebbero dover trasferire almeno una parte dei costi sui consumatori per proteggere la redditività, rafforzando le dinamiche divergenti prezzo/volume tra i settori.

Figure 6: Variazioni positive/negative delle vendite al dettaglio e del tasso di crescita dei prezzi nel 2025 rispetto al tasso teorico/nazionale (vendite/prezzo di vendita), per categoria di prodotto



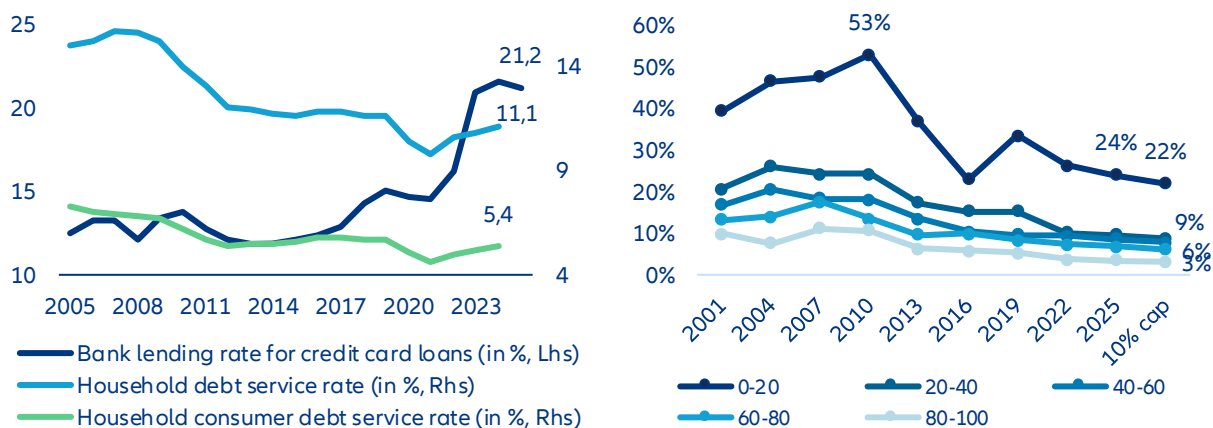
Fonti: US Census bureau, Allianz Research

Gli effetti dei prezzi guideranno la performance delle vendite al dettaglio nel 2026. Le nostre previsioni per l'economia statunitense indicano una crescita del PIL del +2,5% nel 2026, un'inflazione intorno al 2,5%, un deterioramento contenuto del mercato del lavoro e un ciclo di tagli dei tassi da parte della Fed che dovrebbe concludersi entro la metà del 2025. In questo contesto, prevediamo una crescita delle vendite al dettaglio di circa +4% nel 2026, che dovrebbe poi rallentare al +2% nel 2027. La crescita nominale sarà principalmente trainata dai prezzi, con volumi comunque positivi attorno a +1%. Dal punto di vista dei segmenti, ci aspettiamo performance superiori alla media in elettronica (cicli di sostituzione legati alla rapida obsolescenza indotta dall'AI), cura della persona, alimentari, ristorazione ed eventi culturali e sportivi, mentre tessile, fai-da-te, arredamento, attrezzature outdoor e automotive probabilmente resteranno indietro. Un contesto macroeconomico favorevole dovrebbe consentire ai consumatori di assorbire aumenti moderati dei prezzi, ma con una crescente selettività e un arbitraggio sempre più orientato al “valore per il denaro”, rafforzando un modello di consumo a forma di K.

Tetto alle carte di credito: nessun sollievo per la finanza dei consumatori. Negli ultimi cinque anni, il debito su carte di credito è cresciuto a un tasso annuo medio del 9%, un forte aumento rispetto al trend del 6% osservato tra il 2014 e il 2019. Nonostante vari tagli ai tassi da parte della banca centrale, i tassi d'interesse sulle carte di credito

sono rimasti ostinatamente elevati – oltre il 20% dal boom inflazionistico del 2022 – rendendo il ricorso al credito sempre più costoso. Questo onere pesa in modo particolarmente forte sulle famiglie a basso reddito, dove il peso combinato di capitale e interessi supera oggi un quarto del reddito disponibile. Alla fine del 2025, il costo complessivo del servizio del debito ha raggiunto l'11% del reddito disponibile, con il solo debito dei consumatori che rappresentava il 5%. L'introduzione di un tetto ai tassi d'interesse fornirebbe un sollievo tanto necessario alle famiglie americane, soprattutto nei segmenti a basso e medio reddito, ma potrebbe anche generare effetti collaterali indesiderati, in particolare un irrigidimento degli standard di credito e della sua accessibilità.

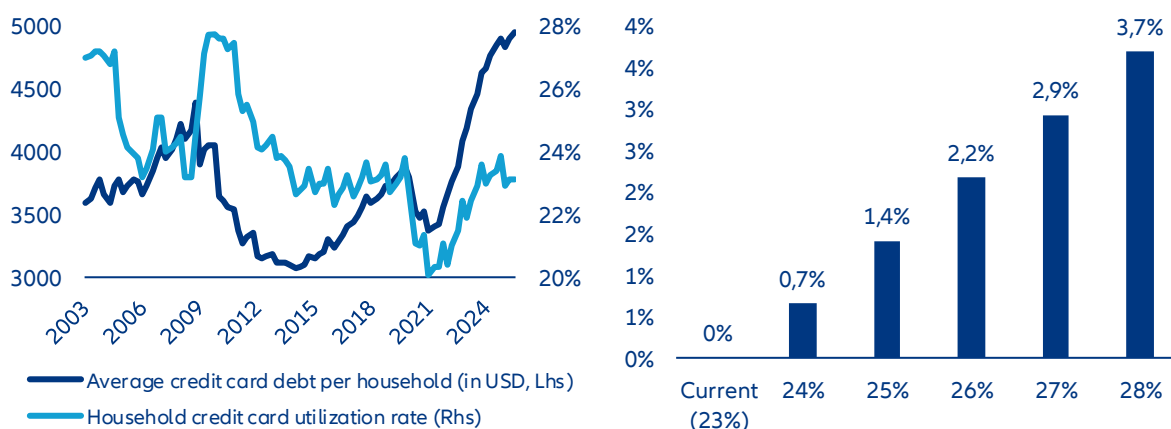
Figure 7: Tasso di interesse applicato dalle banche commerciali statunitensi sui nuovi prestiti tramite carta di credito rispetto ai tassi di servizio del debito delle famiglie USA / Peso del saldo delle carte di credito e degli interessi annuali rispetto al reddito annuo disponibile dopo le imposte, per suddivisione in quintili



Fonti: Fed of New York, US Census bureau, Allianz Research

In teoria, potremmo osservare un incremento della spesa fino al 3-4% nel caso di una linea di credito più efficace; tuttavia, nella pratica, è più probabile che si verifichi un credit crunch, poiché non ci si aspetta che le banche concedano prestiti con un tasso massimo del 10%. L'utilizzo delle carte di credito è attualmente circa 5 punti percentuali al di sotto del picco del 2010. Le famiglie detengono oggi quasi tre conti di credito in media, rispetto ai circa due nel periodo pre-Covid. Le nostre stime suggeriscono che, se il tasso di utilizzo aumentasse significativamente (dal 23% attuale al 28%), le vendite al dettaglio escluse le auto potrebbero ottenere un impulso del 3-4%. Tuttavia, questo aumento potrebbe essere più che compensato da volumi di transazione più elevati e da maggiori ricavi da commissioni da parte delle banche, nel tentativo di compensare la perdita di entrate da interessi.

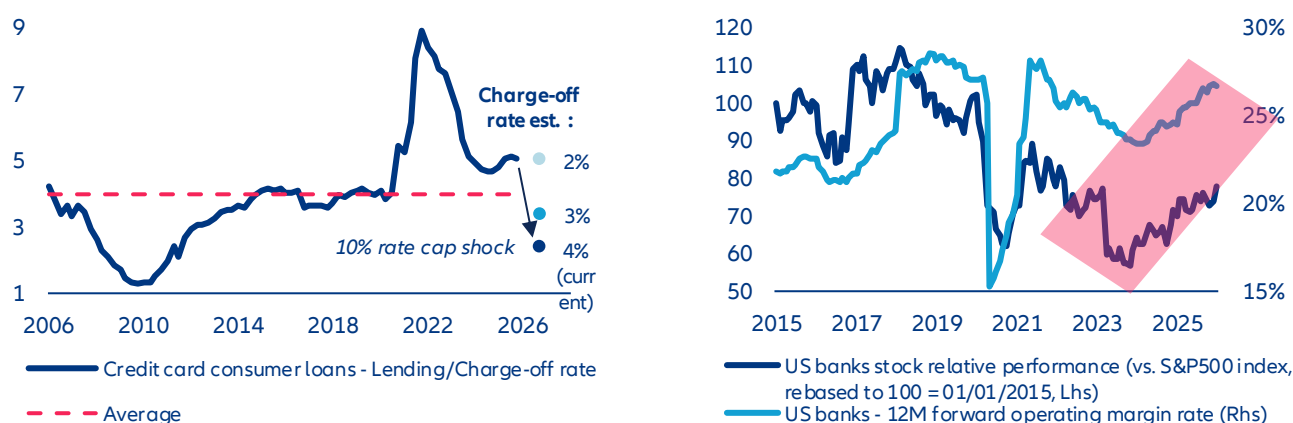
Figure 8: Tasso di utilizzo delle carte di credito rispetto al saldo medio nazionale del credito individuale / Simulazione degli impatti sulla crescita annuale delle vendite al dettaglio basata sul tasso di utilizzo delle carte di credito.



Fonti: US federal reserve, US Census bureau, Allianz Research

Le banche avvertono di possibili effetti contrari, poiché il periodo “Goldilocks” del mercato potrebbe improvvisamente giungere al termine. Un tetto vincolante ai tassi potrebbe cancellare fino alla metà dei profitti generati dalle carte di credito, mentre le famiglie sono più indebitate che mai (saldo medio del credito di circa 5.000 dollari per adulto) e le insolvenze sono in aumento, soprattutto tra i mutuatari a basso reddito. Un tetto spingerebbe il rapporto tra prestiti concessi e sofferenze al livello più basso dal 2011, costringendo le banche a irrigidire i criteri di concessione del credito e a disfarsi dei conti più rischiosi. Ciò potrebbe mettere fine al periodo “Goldilocks” per i titoli bancari seguito all’aumento dei tassi nel 2022–23, durante il quale hanno sovraperformato di circa il 40% dalla fine del 2023, e potrebbe generare tensioni nei mercati dei capitali.

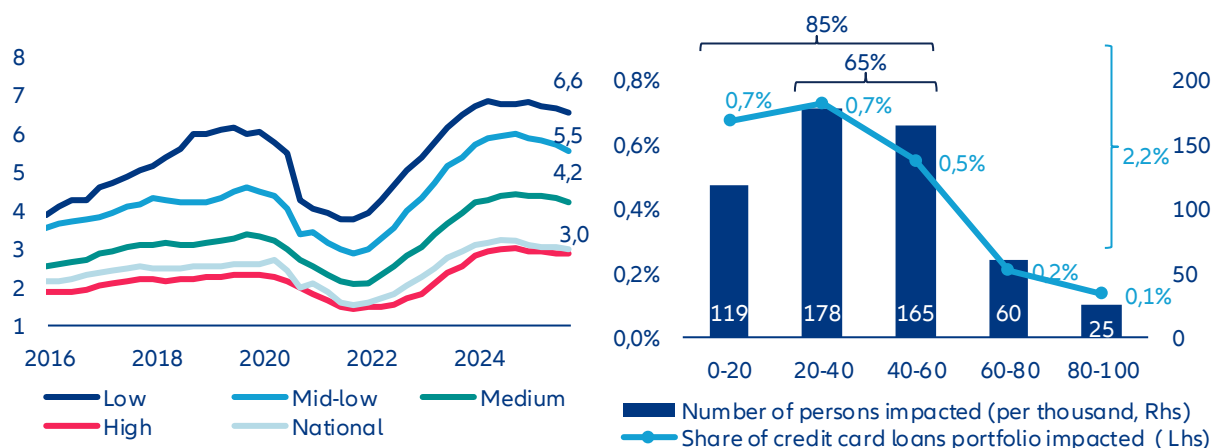
Figure 9: Rapporto tra prestiti sofferenze per le carte di credito al consumo delle banche domestiche statunitensi / Distribuzione dei prestiti tramite carta di credito e saldo creditizio medio per suddivisione in quintili di reddito



Fonti: Fed of New York, US Federal reserve, US Census bureau, Allianz Research

Le famiglie della classe media saranno quelle a soffrire maggiormente a causa della crescente selettività delle banche. Utilizzando il *Survey of Consumer Finances* della Federal Reserve del 2022 e le tendenze più recenti, stimiamo che circa il 50% dei conti con saldo si concentri nel terzo e quarto quintile, con poco più del 20% nel secondo quintile. Se le banche dovessero intervenire per ridurre il tasso di insolvenza del portafoglio al 2% (dal 4% attuale), tagliando quindi l’esposizione più rischiosa, la maggior parte delle riduzioni colpirebbe i primi tre quintili (circa 85% dei volumi), con il 65% concentrato nei segmenti a reddito basso e medio (secondo e terzo quintile). I mutuatari più giovani e quelli a basso reddito – che già oggi affrontano tassi di rifiuto più elevati – sarebbero i più penalizzati, sia per storie creditizie più limitate sia per un rischio di default più alto.

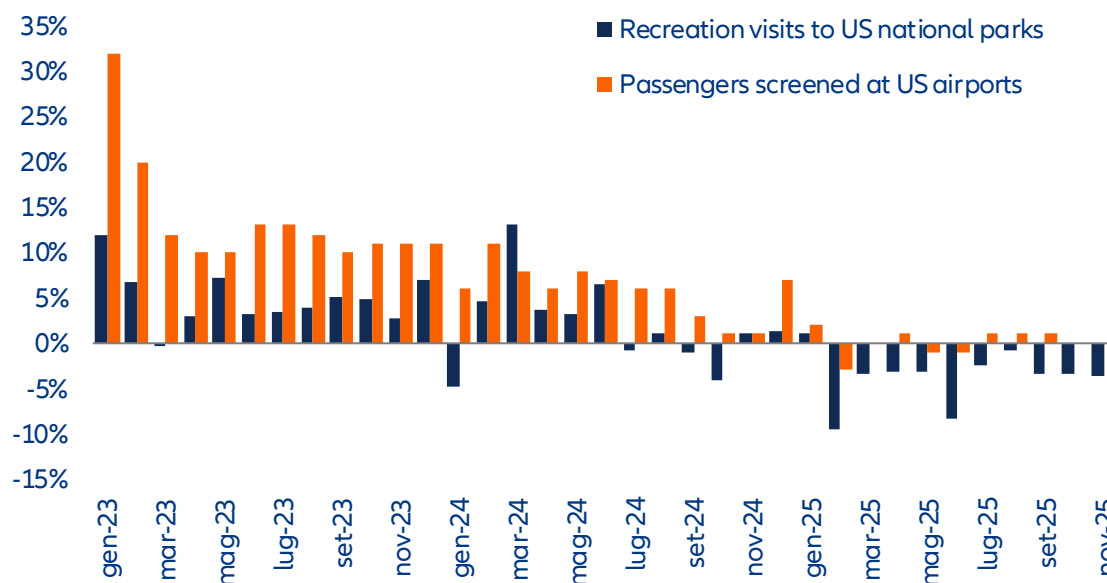
Figure 10: Tasso medio di insolvenza delle carte di credito per quartile di reddito / Quota del portafoglio di carte di credito al consumo per quintile di reddito da ridurre per raggiungere un tasso di insolvenza del 2%



Il settore turistico statunitense ha mostrato segnali evidenti di stress negli ultimi mesi, dovuti in parte alle più ampie pressioni inflazionistiche e alla riduzione del reddito disponibile, che hanno frenato la domanda sia per i viaggi domestici sia per quelli internazionali. Sebbene i viaggi ricreativi interni rimangano una componente relativamente resiliente del settore — sostenuti dagli americani che scelgono destinazioni locali più accessibili — il turismo internazionale in ingresso ha registrato un forte calo. Per il 2025, le stime indicano che le visite internazionali dovrebbero diminuire di circa il 6–8% rispetto al 2024, con una contrazione della spesa dei viaggiatori stranieri di diversi miliardi di dollari, ben al di sotto dei picchi pre-pandemici. Queste tendenze riflettono una combinazione di costi di viaggio elevati, effetti negativi dei tassi di cambio e percezioni sulle politiche statunitensi in materia di frontiere e immigrazione, che hanno ridotto l'entusiasmo dei turisti internazionali. Di conseguenza, mercati chiave come Canada, Regno Unito, Germania e altri hanno registrato un calo dei visitatori, esercitando pressione sulle imprese e sulle destinazioni fortemente dipendenti dal turismo in tutto il Paese. Questa dinamica si riflette in una riduzione significativa del numero di persone controllate negli aeroporti statunitensi e in un calo della domanda per la visita ai parchi nazionali (vedi Figura 11).

Guardando al 2026 e oltre, le prospettive per il turismo negli Stati Uniti rimangono eterogenee. È previsto un rimbalzo dei viaggi internazionali grazie a grandi eventi globali — in particolare la Coppa del Mondo FIFA ospitata in Nord America, le celebrazioni del Semiquincentenario degli Stati Uniti e, successivamente, le Olimpiadi di Los Angeles del 2028 — che dovrebbero attirare notevole interesse e spesa. Tuttavia, un sentiment di viaggio sottotono, dovuto a vincoli di accessibilità, alla volatilità del dollaro USA e alle percezioni legate alle politiche del Paese, potrebbe continuare ad attenuare la crescita di lungo termine e rallentare il pieno recupero dei visitatori internazionali. A meno che i costi di viaggio non diventino relativamente più accessibili e non vengano affrontate le preoccupazioni relative alle politiche diplomatiche o di frontiera, gli Stati Uniti rischiano di perdere quote di mercato a favore di destinazioni percepite come più accoglienti. Queste dinamiche suggeriscono che, sebbene gli eventi di grande richiamo forniranno stimoli episodici, la crescita sostenuta del turismo potrebbe dipendere da più ampie condizioni economiche e da cambiamenti strategici nelle politiche pubbliche che migliorino fiducia e accessibilità sia per i viaggiatori internazionali, sia per quelli domestici.

Figura 11: Indicatori di viaggio negli Stati Uniti, variazione % su base annua



Fonti: US National Travel and Tourism Office (NTTO), Allianz Research

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla clausola di esclusione di responsabilità fornita di seguito.

DICHIARAZIONI PREVISIONALI

Le dichiarazioni qui contenute possono includere potenziali aspettative, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali basate sulle opinioni e assunzioni attuali della direzione e che comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati effettivi, le prestazioni o gli eventi possono differire sostanzialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

Tali deviazioni possono verificarsi a causa di (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nel core business e nei mercati core del Gruppo Allianz, (ii) la performance dei mercati finanziari (in particolare volatilità di mercato, liquidità ed eventi di credito), (iii) la frequenza e la gravità degli eventi di perdita assicurata, inclusi quelli di catastrofi naturali, e lo sviluppo delle spese di perdita, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbidità, (v) livelli di persistenza, (vi) in particolare nel settore bancario, l'entità dei default creditizi, (vii) i livelli dei tassi d'interesse, (viii) i tassi di cambio valutarie incluso il tasso di cambio EUR/USD, (ix) cambiamenti nelle leggi e regolamenti, incluse le normative fiscali, (x) l'impatto delle acquisizioni, comprese le relative questioni di integrazione, e le misure di riorganizzazione, e (xi) fattori generali di concorrenza, in ogni caso su base locale, regionale, nazionale e/o globale. Molti di questi fattori potrebbero essere più probabili, o più pronunciati, a causa delle attività terroristiche e delle loro conseguenze.

NESSUN DOVERE DI AGGIORNARE

La società non si assume alcun obbligo di aggiornare qualsiasi informazione o dichiarazione previsionale qui contenuta, salvo eventuali informazioni che la legge richieda di divulgare.

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