

Allianz Research | 11 settembre 2025

Il taglio molto politico della Fed, la BoE costretta a fare una pausa e il blues del Salone dell'Auto di Monaco di Baviera per le case automobilistiche europee

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

Ana Boata
Responsabile della Ricerca
Economica
ana.boata@allianz-trade.com

Maxime Darmet
Economista senior USA-Regno Unito-
Francia
maxime.darmet@allianz-trade.com

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

Bjoern Griesbach
Responsabile Macro e Mercati dei
Capitali
Ricerca
bjoern.griesbach@allianz.com

Lisa Chevrier
Assistente di ricerca
lisa.chevrier@allianz-trade.com

In sintesi

Fed: Un taglio molto politico Poiché la Fed sposta l'attenzione sul mercato del lavoro e deve far fronte a crescenti pressioni per abbassare i tassi, ora ci aspettiamo tagli dei tassi di 25 punti base consecutivi nelle prossime due riunioni (16-17 settembre e 28-29 ottobre), seguiti da altri due nel primo semestre del 2026 (portando il tasso sui Fed Funds al 3,5%, in linea con il nostro scenario precedente). Ma mentre la creazione di posti di lavoro si è indebolita, l'immigrazione più stretta ha anche ridotto drasticamente l'offerta di lavoro, mantenendo il mercato del lavoro relativamente equilibrato. Prevediamo che la disoccupazione raggiungerà un picco del 4,9% entro il 1° trimestre 2026, leggermente al di sopra del tasso di equilibrio. Inoltre, in combinazione con l'allentamento monetario, il Big Beautiful Bill dovrebbe anche sostenere la crescita del PIL di +0,5 punti percentuali l'anno prossimo (a +1,6%). E soprattutto, l'inflazione rimarrà al di sopra dell'obiettivo (al 2,9% nel 2026), poiché è probabile che circa tre quarti dei costi dei dazi vengano trasferiti ai consumatori entro la fine del 2026. Inoltre, le aspettative di inflazione a medio termine delle famiglie rimangono elevate, alimentando ulteriormente i rischi di inflazione, che potrebbero persino costringere la Fed a rialzare i tassi di interesse. In questo contesto, le aspettative del mercato di un tasso terminale al 3% entro luglio 2026 sembrano troppo ambiziose.

Banca d'Inghilterra: costretta a mettere in pausa e rallentare il suo programma di inasprimento quantitativo Poiché l'inflazione rimane ostinatamente alta, la strategia della BoE di un taglio dei tassi a trimestre sembra sempre più insostenibile, con il tasso di riferimento attualmente inferiore di 70-90 punti base rispetto a quanto dovrebbe essere considerando l'inflazione e la capacità inutilizzata dell'economia. Per ripristinare le sue credenziali di lotta all'inflazione, ci aspettiamo che la BoE entri in una pausa prolungata alla prossima riunione del 18 settembre, fino alla primavera del 2026, con un'inflazione che probabilmente non scenderà in modo convincente al di sotto del 3% prima di allora. Ma per evitare che i rendimenti a lungo termine aumentino ulteriormente, la BoE rallenterà la sua stretta quantitativa (QT) da 100 miliardi di sterline a 60-70 miliardi di sterline all'anno. Ciononostante, riteniamo che i rendimenti dei Gilt a 10 anni scendano al di sotto del 4,5%, poiché il disavanzo di bilancio rimarrà vicino al -5% del PIL nel 2026 (dal -5,7% del 2025) e il debito pubblico salirà ulteriormente al 105% del PIL. In questo contesto, i mercati presteranno molta attenzione alla disciplina fiscale nel bilancio autunnale, in cui ci aspettiamo che il governo annunci almeno 20 miliardi di sterline di misure di consolidamento fiscale.

Il blues del Salone dell'Auto di Monaco di Baviera per le case automobilistiche europee Con l'inizio della fiera biennale dell'auto, il settore automobilistico europeo si trova ad affrontare una crescente pressione sulle vendite interne e all'estero. Le immatricolazioni di auto nuove in Europa sono diminuite del -0,7% da inizio anno e Germania, Francia e Italia sono in calo rispettivamente del -2%, -8% e -4%. Nel complesso, le vendite sul mercato interno rimangono circa il -25% al di sotto del livello del 2019 e i rischi al rialzo derivanti dall'adozione dei veicoli elettrici rimangono limitati: in quasi il 60% dei paesi dell'UE, la penetrazione dei veicoli elettrici è inferiore al 15%. I divari di prezzo, gli alti costi dell'elettricità e le infrastrutture di ricarica irregolari continuano a favorire gli ibridi, dove la concorrenza cinese sta diventando più forte. Hanno raddoppiato la loro quota di mercato europeo portandola a circa il 6% e sono inferiori ai prezzi degli operatori storici con modelli con prezzi inferiori a 30 euro,000 potrebbe spingere

questa percentuale al 10-11 % dei segmenti ibridi/elettrici europei entro la fine dell'anno. Il cambiamento della priorità dei propulsori sta mordendo i margini, contribuendo alla compressione di oltre 200 punti base riportata dalle case automobilistiche europee nel primo semestre del 2025. Nel frattempo, i concorrenti cinesi stanno dominando anche il loro mercato interno (70% della quota di mercato) e stanno riconquistando quote di mercato dai marchi europei. Si prevede che quest'anno ciò comporterà almeno 4 miliardi di euro di potenziali perdite di entrate per il settore. A ciò si aggiungono le tensioni commerciali con gli Stati Uniti che minacciano fino a 5 miliardi di euro di ricavi per il settore automobilistico europeo. Con margini operativi già scesi a una cifra medio-bassa, i produttori devono bilanciare la riduzione dei costi con investimenti urgenti in batterie, software e tecnologia autonoma.

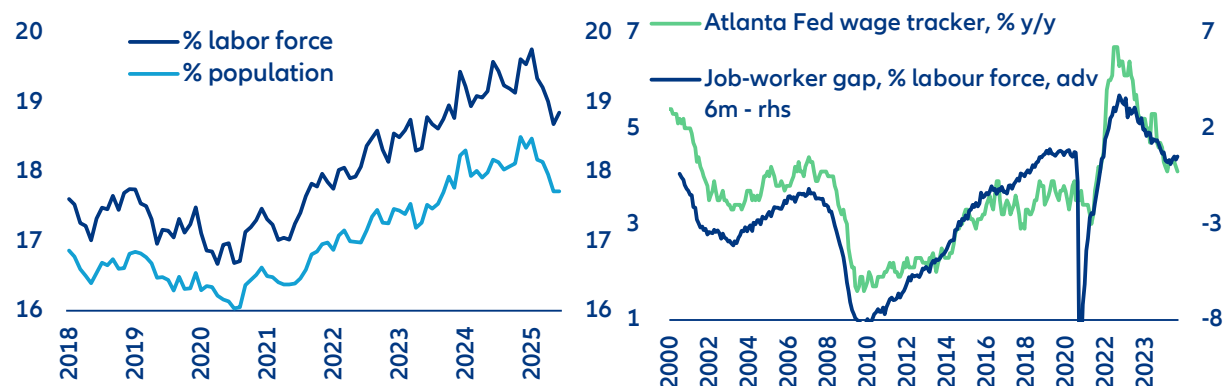
Fed: un taglio molto politico

La Fed è accomodante con l'indebolimento del mercato del lavoro: ora ci aspettiamo tagli consecutivi di 25 pb nelle riunioni di settembre e ottobre. I guadagni delle buste paga si sono fermati per tutta l'estate, con la media mobile a tre mesi che è scesa da 127.000 ad aprile a soli 29.000 a settembre. Con le pressioni sui prezzi dovute ai dazi contenute finora, i responsabili politici della Fed sono sempre più preoccupati che l'equilibrio dei rischi penda verso la parte occupazionale del loro mandato, lasciando spazio per spostare l'attenzione verso il sostegno all'occupazione. In questo contesto, ci aspettiamo che la Fed effettui tagli consecutivi di 25 pb nelle prossime riunioni del 16-17 settembre e del 28-29 ottobre, rispetto alla nostra precedente previsione di un solo taglio di 25 pb a dicembre.

Tuttavia, l'allentamento del mercato del lavoro è guidato tanto dalla domanda quanto dall'offerta... Molti commentatori hanno sostenuto che il rapido indebolimento della creazione di posti di lavoro e l'aumento del numero di disoccupati al di sopra del numero di posti di lavoro vacanti dovrebbero spingere la Fed ad agire con decisione. Tuttavia, la Fed non sta prendendo di mira la creazione di posti di lavoro assoluti o le variabili di "crescita" (come il PIL). Il vero indicatore per la Fed sono le variabili di utilizzo della capacità, cioè l'equilibrio tra domanda e offerta – in particolare il tasso di disoccupazione – poiché misurano la capacità dell'economia di crescere o di creare posti di lavoro *rispetto alla* sua capacità. Un maggiore utilizzo della capacità produttiva comporta rischi al rialzo per l'inflazione e viceversa. La domanda di lavoro si è chiaramente indebolita, ma anche l'offerta è diminuita, poiché l'immigrazione – una fonte chiave di lavoratori fino a poco tempo fa – rallenta bruscamente a causa dell'intensificarsi della repressione contro gli immigrati non autorizzati (sia al confine che all'interno). La forza lavoro straniera è diminuita di 1 milione tra aprile e agosto, e la quota di individui nati all'estero nella forza lavoro e nella popolazione totale è diminuita rapidamente (vedi Figura 1, a sinistra). Di conseguenza, il divario tra lavoro e lavoratore¹, un indicatore del saldo del lavoro, è aumentato negli ultimi mesi (Figura 1, a destra), suggerendo un'intensificazione della pressione sull'offerta di lavoro. Nel frattempo, il tasso di disoccupazione è aumentato solo leggermente (al 4,3% in agosto, dal 4,2%). Con un minor numero di persone che entrano nel mercato del lavoro, le basse assunzioni non si traducono in un forte aumento del tasso di disoccupazione.

¹ Il divario tra lavoro e lavoratore è la differenza tra la domanda di lavoro (misurata da buste paga + offerte di lavoro) e l'offerta di lavoro (forza lavoro), espressa in percentuale della forza lavoro.

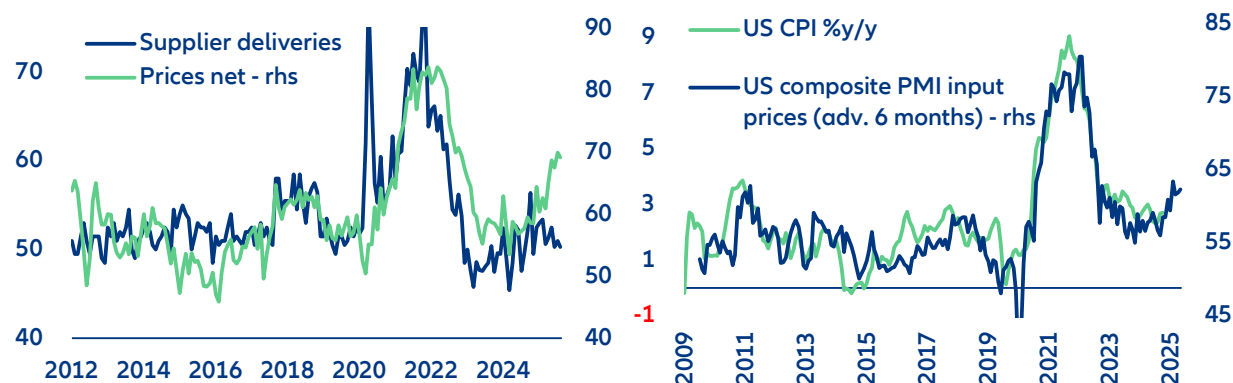
Figura 1: Quota degli stranieri nella popolazione e nella forza lavoro, % (a sinistra); Divario tra lavoro e lavoratori e crescita dei salari (a destra)



Fonti: LSGE Datastream, Allianz Research

... mentre è probabile che le pressioni inflazionistiche persistano o addirittura si intensifichino. L'impatto dei dazi sull'inflazione è stato finora più modesto di quanto ampiamente previsto, grazie alla contrazione dei margini e a un aumento inferiore al temuto del tasso tariffario effettivo². Tuttavia, ciò non significa che le pressioni sui prezzi stiano diminuendo. In effetti, le indagini congiunturali segnalano ancora elevate pressioni sui costi dei fattori produttivi legate ai dazi (Figura 2 a sinistra), anche nei settori esposti solo indirettamente, il che è più preoccupante in quanto significa che le pressioni indotte dai dazi potrebbero iniziare a riversarsi sui prezzi interni in modo più approfondito (la misura "supercore" dei prezzi, che è costituita dai prezzi dei servizi esclusi gli affitti). Più in generale, le pressioni sui costi degli input rimangono elevate e indicano una ripresa dell'inflazione statunitense nei prossimi due mesi (Figura 2, a destra). Prevediamo che l'inflazione CPI oscillerà tra il 3% e il 3,2% tra la fine del 2025 e l'estate del 2026, poiché le aziende trasferiranno gradualmente i costi dei dazi ai consumatori. Entro la fine del 2026, prevediamo che circa tre quarti dei costi delle tariffe saranno stati trasferiti ai consumatori. La scarsa offerta di lavoro significa anche che la crescita dei salari non mostra segni convincenti di rallentamento (Figura 1, a destra). Nel frattempo, le aspettative di inflazione a medio termine delle famiglie rimangono elevate nel sondaggio dell'Università del Michigan. Più a lungo rimangono elevati, maggiore è il rischio che gli effetti di secondo impatto delle aspettative di inflazione elevata inizino a riversarsi sui meccanismi di formazione dei prezzi e dei salari.

Figura 2: Indice ISM dei prezzi non manifatturieri e delle consegne ai fornitori (a sinistra); Inflazione CPI e prezzi degli input PMI composito (a destra)

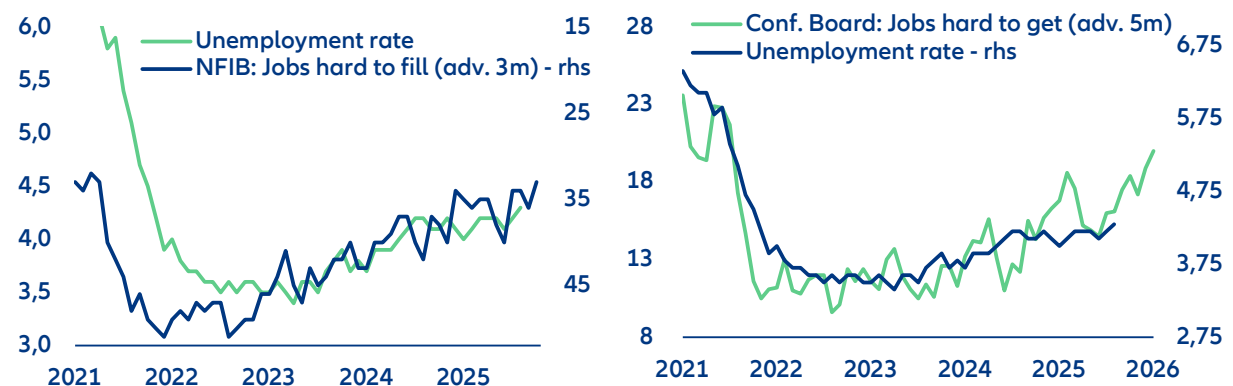


Fonti: LSGE Datastream, Allianz Research

² Circa il 10% a luglio. L'aliquota tariffaria effettiva è inferiore alle attese poiché le imprese statunitensi hanno adottato strategie per importare beni a tariffa ridotta e da località a tariffa ridotta: vedi [Allianz / Cosa guardare / 5 settembre 2025](#)

Con un'inflazione persistentemente superiore all'obiettivo, l'economia statunitense dovrebbe cavarsela alla grande. Il calo dei tassi di riferimento combinato con l'inflazione vischiosa significa che i tassi reali scenderanno nei prossimi due mesi, fornendo uno stimolo monetario a breve termine. Se a ciò si aggiunge una spinta fiscale derivante dal One Big Beautiful Bill, previsto per il 2026, l'economia statunitense sembra destinata a ricevere sostegno da entrambi i fronti politici. Ciò limiterà i rischi al ribasso per un'economia altrimenti in fase di indebolimento, ma resiliente, colpita dagli effetti lenti dei dazi e dalla stretta politica sull'immigrazione. Con il tasso di disoccupazione che probabilmente continuerà a salire (prevediamo un picco del 4,9% nel 1° trimestre 2026) (Figura 3), la Fed continuerà a essere accomodante, anche se le pressioni politiche potrebbero mettere a rischio la sua credibilità nella lotta all'inflazione. Ora ci aspettiamo che l'inflazione persista al di sopra dell'obiettivo fino al 2026-27. In questo contesto, la Fed probabilmente limiterà l'entità dell'allentamento: la nostra previsione del tasso di riferimento per la metà del 2026 rimane del 3,5% (il che implica un ulteriore taglio di 50 punti base nella prima metà del 2026), ma la nostra previsione implicita del tasso reale è inferiore.

Figura 3 - Tasso di disoccupazione e indicatori prospettici



Fonti: LSGE Datastream, Allianz Research

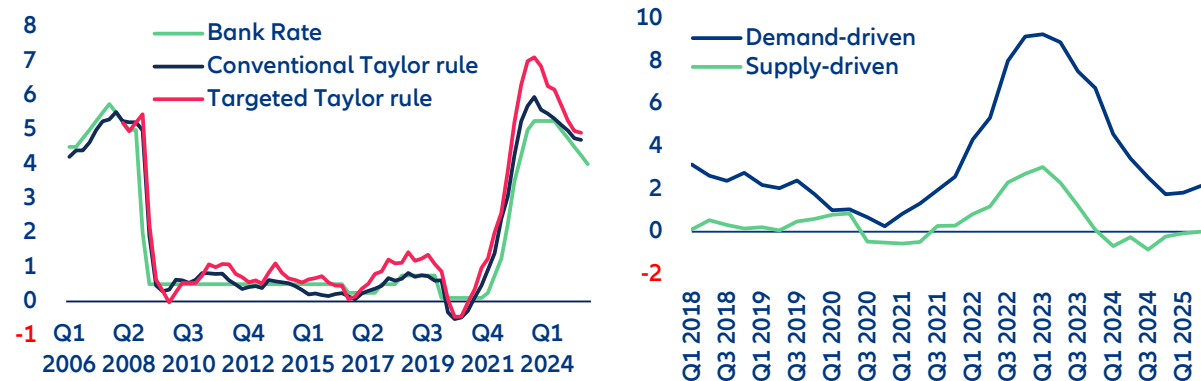
Banca d'Inghilterra: costretta a fare una pausa e a rallentare la stretta quantitativa

Con l'inflazione che non mostra segni di rallentamento, ci aspettiamo che la Banca d'Inghilterra (BoE) entri in una pausa prolungata dalla prossima riunione del 18 settembre. La BoE ha iniziato a tagliare i tassi nell'agosto 2024, quando il tasso bancario era al massimo storico del 5% a seguito di un'impennata dell'inflazione nel 2022-23. Da allora, ha adottato un approccio cauto di tagli dei tassi di 25 punti base una volta ogni trimestre, che hanno portato il tasso bancario al 4%. Inizialmente ciò è stato giustificato dal rapido raffreddamento dell'inflazione complessiva, che ha toccato un minimo del +1,7% a settembre 2024, anche se la persistente vischiosità dell'inflazione di fondo e la crescita dei salari erano già motivo di preoccupazione nel 2024. Le pressioni sui prezzi complessivi hanno ripreso a crescere alla fine del 2024, ma la BoE ha mantenuto la sua strategia, anche se l'inflazione ha raggiunto il +3,8% a luglio 2025 (core e headline), ben al di sopra del suo obiettivo del 2%. Ma ora che la crescita dei salari è ancora elevata e le aspettative di inflazione delle famiglie sono in aumento, il disagio sta crescendo. Quattro dei nove membri dell'MPC hanno votato contro il taglio di 25 punti base ad agosto. Al 4%, l'attuale tasso bancario è inferiore a quello prescritto dalla regola di Taylor, sia una "regola di Taylor convenzionale" (4,7% nel secondo trimestre del 2025) che una "target" (4,9%) in cui la banca centrale risponde più all'inflazione guidata dalla domanda che all'inflazione guidata dall'offerta (Figura 4, a destra).³ Nel complesso, riteniamo che un'inflazione persistentemente elevata, combinata con una crescita sorprendente al rialzo nella prima metà del 2025, sarà sufficiente a convincere la maggioranza dei membri del MPC a mantenere i tassi d'interesse invariati per i prossimi mesi: un notevole cambiamento di strategia. Con l'inflazione complessiva che probabilmente oscillerà tra il 3% e il 3,5% fino alla prossima primavera, l'MPC dovrà essere paziente. Ci aspettiamo il prossimo taglio nell'aprile

³ Calcoliamo l'inflazione guidata dalla domanda e dall'offerta utilizzando il quadro di Shapiro (2022). Ci affidiamo ai coefficienti stimati della BRI (Quarterly Review, dicembre 2024) per costruire la nostra regola di Taylor mirata.

2026, seguito da un taglio nel 3° trimestre 2026 e da un altro nel 4° trimestre 2026, portando il tasso bancario al 3,25% entro la fine del 2026.

Figura 4: Tasso di riferimento della Banca d'Inghilterra rispetto alla regola di Taylor (a sinistra, %); Decomposizione dell'inflazione (% su base annua, a destra)

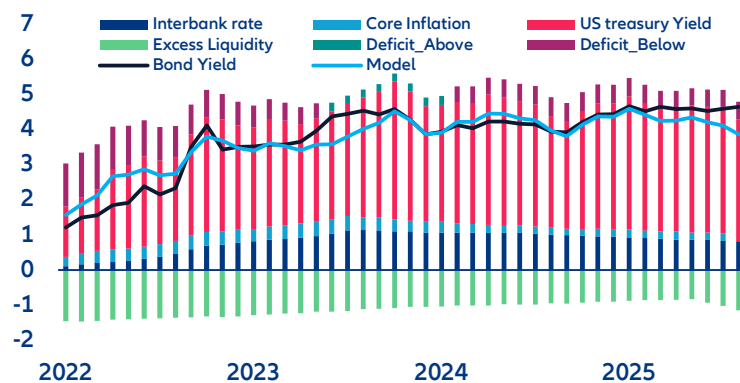


Fonti: LSGE Datastream, BIS, Allianz Research

I tassi a lungo termine rimangono a livelli molto elevati, ma non si tratta solo di una storia britannica, ma globale. Durante l'estate, i rendimenti dei titoli di Stato a 30 anni hanno raggiunto picchi notevoli: i Gilt britannici sono saliti al 5,7%, il massimo dal 1998, mentre i JGB giapponesi a 30 anni hanno raggiunto il 3,2%, il più alto dal lancio nel 1999. Queste mosse riflettono una confluenza di sviluppi di politica interna e fattori strutturali globali. Nel Regno Unito, gli elevati disavanzi fiscali, le persistenti preoccupazioni per un altro "momento Truss", una riunione aggressiva della Banca d'Inghilterra ad agosto e il continuo inasprimento quantitativo hanno contribuito alla pressione al rialzo sui rendimenti. Negli Stati Uniti, le sfide all'indipendenza della Fed hanno abbassato i tassi a breve termine, ma hanno impedito ai rendimenti a lungo termine di seguire l'esempio mentre le aspettative di inflazione aumentavano. Per questo motivo, gli Stati Uniti hanno mostrato le uniche dinamiche di irripidimento rialzista tra i mercati globali, mentre il resto del mondo è stato caratterizzato da un movimento di irripidimento ribassista. In Europa, l'attuale e rapido inasprimento quantitativo della BCE, combinato con lo slittamento fiscale, in particolare in Germania, e i premi politici per il rischio in Francia, hanno sostenuto l'irripidimento ribassista delle curve dei rendimenti. Allo stesso modo, il Giappone ha visto salire i rendimenti a 30 anni a causa di una posizione da falco della BoJ e delle aspettative di ulteriori rialzi dei tassi in un contesto di inflazione persistente, anche se la banca centrale si muove in controtendenza rispetto alle tendenze globali. Gli sviluppi strutturali stanno rafforzando queste tendenze. L'imminente attuazione della riforma pensionistica olandese, a partire dal 1° gennaio, rappresenta un cambiamento importante per il più grande sistema pensionistico d'Europa – con oltre 2 trilioni di euro di attività, circa la metà di tutti i risparmi pensionistici dell'Eurozona – riducendo potenzialmente la domanda di obbligazioni a lunga scadenza.

È probabile che la BoE rallenti anche il ritmo del quantitative tightening (QT) alla riunione della prossima settimana. I rendimenti obbligazionari britannici sono aumentati rapidamente durante l'estate. Il nostro modello che analizza i fattori trainanti del rendimento dei titoli Gilt a 10 anni indica che i tassi d'interesse del Regno Unito sono principalmente guidati dai tassi d'interesse statunitensi (contributo di 3,5 punti percentuali nell'agosto 2025), sebbene siano importanti anche il tasso bancario (0,8 punti percentuali) e il disavanzo fiscale (0,5 punti percentuali). D'altra parte, il bilancio della BoE (attraverso l'eccesso di liquidità) contribuisce a spingere al ribasso i rendimenti del Regno Unito, anche se con il taglio del bilancio da parte della BoE il contributo è diminuito costantemente da -1,4 punti percentuali nel 2022 a -0,8 punti percentuali attuali. Con le pressioni al rialzo sui rendimenti obbligazionari del Regno Unito, ci aspettiamo che la BoE annunci un rallentamento del QT da 100 miliardi di sterline all'anno a circa 60-70 miliardi di sterline per il periodo settembre 2025-settembre 2026.

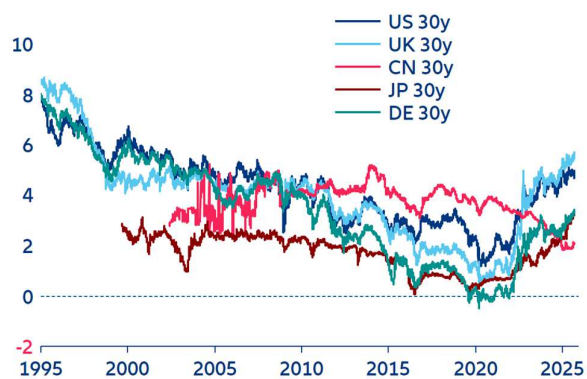
Figura 5: Decomposizione del rendimento dei Gilt britannici a 10 anni (%)



Fonti: LSGE Datastream, BIS, Allianz Research

Nota: teniamo conto di un effetto maggiore del disavanzo fiscale sul rendimento obbligazionario quando il disavanzo fiscale supera la soglia stimata del 5% del PIL ("Deficit_Above").

Figura 6: Rendimenti dei titoli di Stato a 30 anni, %

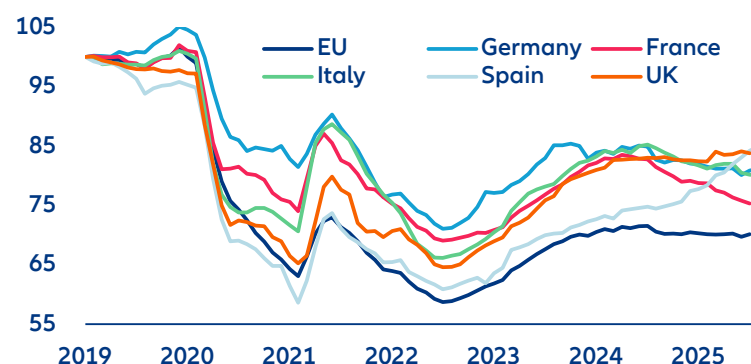


Fonti: LSGE Datastream, BIS, Allianz Research

Il blues del Salone dell'Auto di Monaco di Baviera per le case automobilistiche europee

Il Salone dell'Auto di Monaco di Baviera celebra normalmente l'ingegneria europea, ma quest'anno getta una luce dura su un settore in difficoltà. Le immatricolazioni di auto sono in calo, l'adozione di veicoli elettrici è in ritardo e i rivali cinesi stanno sfidando i marchi europei sia in Asia che in patria. I dazi e le tensioni commerciali si aggiungono al dolore, così come le aziende devono riversare risorse in batterie, software e autonomia. L'atmosfera è cupa e introspettiva. Dopo un breve rimbalzo post-pandemia, le immatricolazioni di auto nuove sono scese del -0,3% nella seconda metà del 2024 e sono diminuite del -0,7% a luglio 2025. Germania, Francia e Italia si contraggono del -2%, -8% e -4%. Spagna, Polonia e Regno Unito sono cresciuti, ma le vendite complessive rimangono circa il 20-30% al di sotto dei livelli del 2019 (si veda la Figura 7) ed è improbabile che tornino al picco pre-Covid.

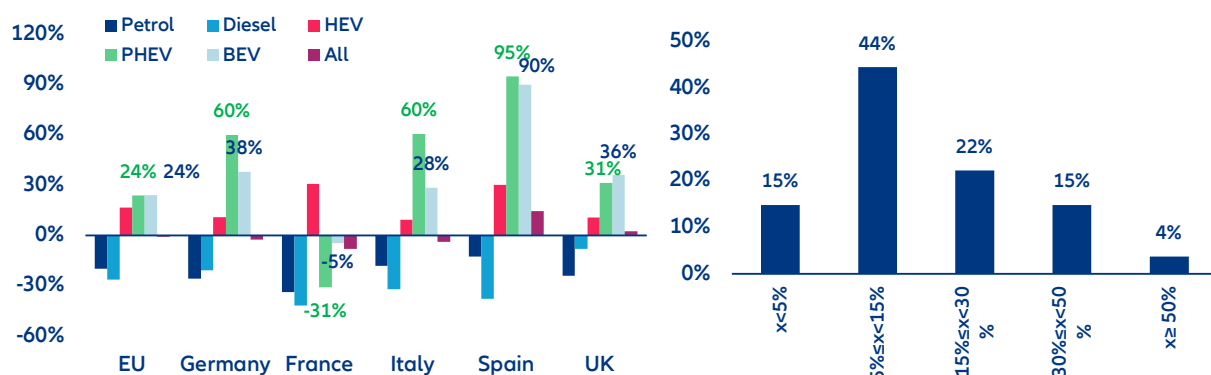
Grafico 7 - Immatricolazioni di autovetture nuove, cumulate su 12 mesi (100 = gennaio 2019)



Dati a luglio 2025. Fonti: ACEA, Allianz Research

Le auto elettriche avrebbero dovuto rilanciare il mercato, ma l'adozione è lenta e irregolare. Le immatricolazioni di veicoli elettrici a batteria e ibridi plug-in sono cresciute del +24% da inizio anno e ora rappresentano circa una nuova immatricolazione su quattro (si veda la Figura 8). Le auto a batteria pura detengono una quota del 15,6%, in aumento di +3 punti percentuali rispetto a un anno fa, dietro alle auto ibride al 34,7% e alle auto ICE al 28,3%. I ricchi paesi occidentali e nordici rappresentano i due terzi delle vendite di veicoli elettrici. Tuttavia, in quasi il 60% dei paesi dell'UE la quota di energia elettrica nelle vendite è inferiore al 15%; in più della metà è inferiore al 10%. Italia, Spagna e Polonia languono a una cifra. I progressi sono insufficienti per raggiungere l'obiettivo dell'Europa di portare i veicoli elettrici al 20% delle nuove vendite entro la fine del decennio. Il prezzo e l'infrastruttura spiegano gran parte del divario. La concorrenza dei produttori cinesi ha ridotto il sovrapprezzo delle auto a batteria, ma i prezzi dell'elettricità e le reti di ricarica irregolari rendono la proprietà costosa e scomoda. Gli ibridi e gli ibridi plug-in insieme comandano circa il 43% delle registrazioni perché sono più economici e non richiedono una ricarica dedicata. Senza un drastico cambiamento negli investimenti pubblici e un quadro stabile per la tariffazione dell'energia elettrica, l'Europa rischia di non raggiungere i propri obiettivi di elettrificazione.

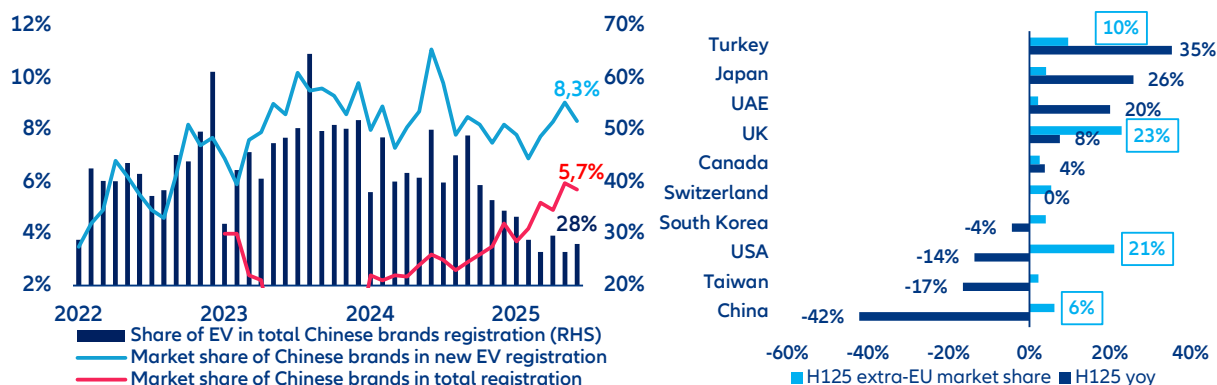
Figura 8: Da inizio anno nuove immatricolazioni per gruppo propulsore / Distribuzione della quota di mercato dei veicoli elettrici nell'UE-27 nel 2025



Dati a luglio 2025. Fonti: ACEA, Allianz Research

I produttori cinesi stanno crescendo rapidamente, sia in Asia che in Europa, aumentando la pressione sulle case automobilistiche europee. I marchi nazionali ora controllano quasi il 70% del loro mercato interno, circa il doppio della quota di cinque anni fa, e i marchi europei hanno perso terreno. Le esportazioni di auto europee verso la Cina sono diminuite di circa il 40% quest'anno. Le vendite dei marchi tedeschi in Cina hanno subito una contrazione del -7,5%, con la quota di mercato delle autovetture in calo dal -13% al 10%. Negli Stati Uniti, le esportazioni sono in calo e la quota dell'Europa nelle vendite di auto extraUE è diminuita. I produttori cinesi stanno guadagnando terreno anche in Europa: la loro quota combinata su tutti i propulsori è quasi raddoppiata, raggiungendo circa il 6% (si veda la Figura 8). Solo il 28% di queste vendite sono auto a batteria – il resto sono ibride e ibride plug-in – ma i prezzi bassi consentono loro di battere i concorrenti. Hanno lanciato modelli con un prezzo inferiore a 30.000 euro e stanno presentando i modelli in arrivo a Monaco di Baviera. Gli analisti ritengono che i marchi cinesi potrebbero conquistare circa il 10-11% dei segmenti ibridi ed EV in Europa entro la fine dell'anno.

Figura 9: Penetrazione dei marchi automobilistici cinesi in Europa / Esportazioni di automobili nell'UE-27 nel primo semestre del 2025 (primi 10 partner)



Fonti: JATO, Eurostat, Allianz Research

La geopolitica e i cambiamenti nelle politiche aumentano l'incertezza. Gli Stati Uniti hanno segnalato che le auto elettriche dell'UE potrebbero essere soggette a una tariffa del 15% invece di tariffe punitive (si veda la Figura 10), allineandole alle importazioni dal Giappone e dalla Corea del Sud. Ma il sollievo è condizionato a come e dove vengono reperiti i materiali. Non elimina i dazi sui metalli e le catene di approvvigionamento europee sono meno flessibili di quelle dei rivali asiatici, quindi le aziende non possono spostare facilmente la produzione per evitare i dazi. Gli effetti della guerra commerciale sono ora chiaramente visibili anche nelle esportazioni di auto europee verso gli Stati Uniti, che sono diminuite del -14% nella prima metà dell'anno. Circa il 20%-25% delle entrate globali delle case automobilistiche tedesche proviene dagli Stati Uniti, rendendo il settore vulnerabile a qualsiasi escalation

dei dazi. Il posizionamento premium di marchi come BMW, Mercedes-Benz e Audi può offrire un certo isolamento contro la sensibilità ai prezzi nel mercato statunitense, ma c'è un rischio sia sui volumi di vendita che sui margini. I prezzi al dettaglio più bassi dei modelli sudcoreani e giapponesi potrebbero essere un vantaggio in un periodo di recessione economica. In patria, le case automobilistiche hanno ottenuto una tregua quando le autorità di regolamentazione hanno accettato di calcolare l'impronta di carbonio nel periodo 2025-27 piuttosto che in un singolo anno, dando loro più tempo. Ciononostante, i dirigenti continuano a fare pressioni per ottenere flessibilità in merito al divieto del 2035 sulle auto a benzina e diesel, avvertendo che il mercato elettrico non è abbastanza redditizio per sostituire i margini dei modelli a combustione interna. Senza piani coerenti per la tariffazione dell'elettricità, le reti di ricarica, il riciclaggio e l'approvvigionamento di materie prime, la transizione potrebbe bloccarsi.

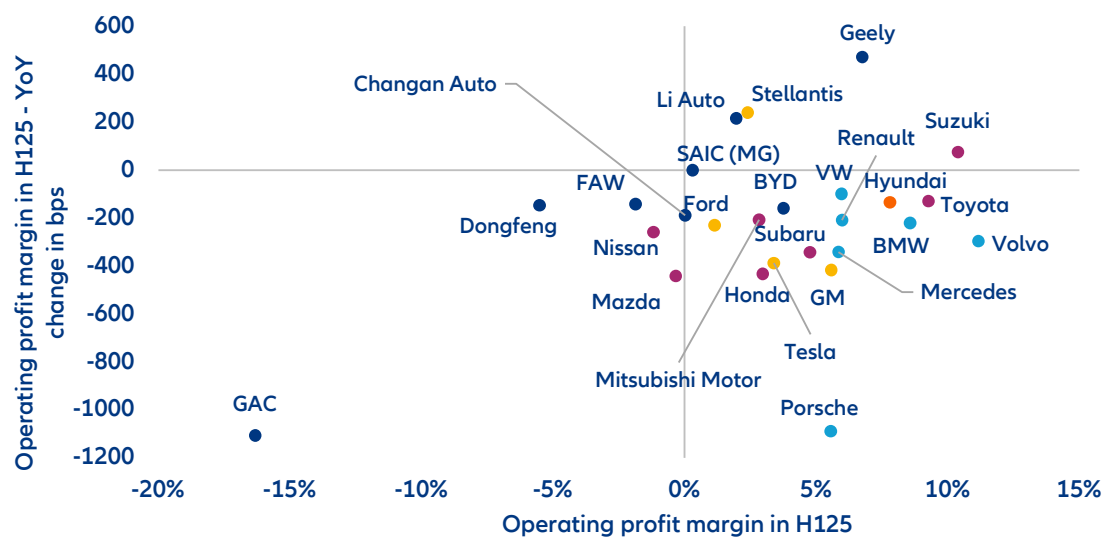
Figura 10: Principali mercati di importazione statunitensi nel settore automobilistico

Top US partners for Auto	Total auto trade (in USD bn)	Auto exposure of section 232 steel & aluminium derivatives tariff (in USD bn)	Section 232 steel & aluminium derivatives average tariff (in %)	Auto steel & aluminium derivatives trade ratio (vs. Total auto trade)	Total auto trade - Average tariff (in %)
Mexico	136,6	30,8	44,0	23%	35,1
Canada	50,4	10,8	58,1	21%	29,7
Japan	50,1	3,8	42,3	8%	28,3
South Korea	44,5	4,0	37,2	9%	28,4
Germany	34,4	4,8	44,9	14%	29,8
China	16,9	6,6	84,6	39%	75,2
United Kingdom	11,5	0,6	21,6	5%	10,6
Slovakia	6,4	0,1	37,0	1%	27,6
Italy	5,4	0,9	47,1	17%	30,4
Sweden	4,2	0,1	38,2	2%	27,3

Fonte: Allianz Research

I margini si stanno restringendo. La redditività operativa media è diminuita di oltre 2 punti percentuali quest'anno. Le previsioni sono state ridotte da due cifre a cifre medie a una cifra. Le aziende stanno chiudendo gli impianti, licenziando il personale e mettendo in comune le piattaforme per risparmiare sui costi. Eppure non possono smettere di investire in tecnologia. I veicoli software-defined, lo sviluppo di batterie e la guida autonoma richiedono spese elevate e i concorrenti cinesi sono in vantaggio. Le case automobilistiche devono concentrarsi su progetti con il più alto rendimento potenziale e formare partnership con specialisti di batterie e software. Qualsiasi ritardo nel passaggio all'energia elettrica potrebbe fornire un po' di respiro a breve termine, ma minerebbe la credibilità dell'Europa in materia di politica climatica e scoraggerebbe gli investimenti. Rivali come Ford hanno segnalato le loro intenzioni con impegni multimiliardari per la produzione elettrica. Le case automobilistiche europee dovranno essere più selettive nell'innovazione, concentrandosi sulle aree che promettono il più alto ritorno sull'investimento, trovando al contempo il modo di ridurre i costi in altre aree senza sacrificare la qualità del prodotto o la soddisfazione dei consumatori. La strada da percorrere richiederà precisione nell'allocazione delle risorse e partnership strategiche, nonché un impegno costante nel far progredire le nuove tecnologie automobilistiche. Oltre alle sfide a breve termine delle tariffe e delle normative sul carbonio, ci sono altre sfide critiche da affrontare, tra cui garantire l'approvvigionamento di terre rare per ridurre la dipendenza dalla Cina, investire in un'industria di riciclaggio delle batterie per sviluppare un mercato dei veicoli elettrici di seconda mano e allocare capitali in soluzioni di mobilità autonoma per mantenere l'attuale vantaggio tecnologico (due produttori su tre che propongono una tecnologia autonoma di livello 3 sono europei).

Figura 11: Margine di profitto operativo delle principali case automobilistiche a livello mondiale nel primo semestre del 2025



Codice colore: Nero blu = Cina, Azzurro = Europa, Viola = Giappone, Arancione = Corea del Sud, Giallo = Stati Uniti.
 Fonti: Documenti societari, 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.