

Germania – Quo vadis?

Allianz Research | 9 Gennaio 2025

(J. Gröschl, A. Holzhausen, J. Basco Carrera, A. Kuhanathan, P. Hoffmann, M. Grimm, B. Griesbach, G. Dejean)

Sintesi

Negli ultimi 25 anni, megatrend come la demografia, il cambiamento climatico e i progressi dell'intelligenza artificiale (AI) hanno rimodellato le economie globali. Di fronte a un crocevia di queste trasformazioni, la Germania si trova di fronte a sfide diverse da quelle che ha affrontato in passato come "malato d'Europa", sollevando dubbi sul suo modello economico. Per affrontare queste complessità, la Germania ha bisogno di un "Leitbild 2030", una visione strategica che rafforzi le basi della crescita e tracci un percorso verso la prosperità futura. Dieci aree prioritarie emergono come cruciali per riavviare il motore di crescita della Germania:

1. Liberazione dall'autocontrollo fiscale: il deficit del bilancio federale tedesco, causato dall'aumento dei costi della difesa e degli investimenti, richiede una strategia globale. Gli investimenti pubblici nella decarbonizzazione, nei trasporti, nell'istruzione e nella difesa richiedono riforme come un freno dinamico all'indebitamento e la "regola d'oro plus" basata sugli investimenti. L'innalzamento del massimale del disavanzo strutturale allo 0,5-1% del PIL potrebbe sostenere gli investimenti critici, ma le riforme strutturali rimangono essenziali.

2. Transizione verso un sistema energetico verde per garantire la competitività: la miopia ha ritardato la transizione energetica della Germania, portando a costi più elevati, decarbonizzazione più lenta e sviluppo delle infrastrutture in ritardo rispetto alla crescita delle energie rinnovabili. Per raggiungere la sostenibilità a lungo termine è necessario investire 1 trilione di euro entro il 2035, equamente suddivisi tra l'aggiornamento delle infrastrutture energetiche e l'espansione della capacità rinnovabile.

3. Ricostruire le infrastrutture pubbliche dopo anni di abbandono: gli investimenti pubblici tedeschi sono crollati dall'1% del PIL negli anni '90 a zero. La ricostituzione dello stock di capitale richiederà ulteriori 600 miliardi di euro nel prossimo decennio. Le priorità critiche includono le infrastrutture, l'istruzione, l'edilizia abitativa e l'energia verde, promuovendo al contempo i partenariati pubblico-privato per migliorare i finanziamenti e la creazione di posti di lavoro.

4. Liberare l'offerta di lavoro per colmare il divario demografico: si prevede che la popolazione in età lavorativa della Germania diminuirà da 52 milioni a 43 milioni entro il 2050. Le politiche proattive del mercato del lavoro devono aumentare la partecipazione alla forza lavoro tra le donne, i lavoratori anziani e gli immigrati. Le strategie includono la rimozione delle barriere al lavoro e la riduzione della discriminazione, implementando al contempo incentivi come agevolazioni fiscali e programmi di integrazione.

5. Garantire pensioni eque sotto il profilo generazionale: si prevede che l'indice di dipendenza degli anziani in Germania aumenterà dal 34% al 51% entro il 2050, il che richiede politiche pensionistiche equilibrate. Le riforme dovrebbero frenare l'aumento dei costi, incentivare il pensionamento tardivo e ampliare le opzioni finanziate dal capitale come le pensioni aziendali o professionali, in particolare per i gruppi a basso reddito, affrontando nel contempo la doppia imposizione dei redditi pensionistici.

6. Riformare il sistema fiscale per aumentare la motivazione e incentivare il lavoro: l'attuale sistema fiscale tedesco pone un onere elevato sul lavoro, con un'imposta sul reddito delle persone fisiche effettiva al 29% e un'imposta sulle società al 29,9% nel 2023, mentre la tassazione della ricchezza è solo dello 0,4%. Per rafforzare la competitività e incoraggiare la partecipazione economica, le riforme dovrebbero concentrarsi sull'eliminazione della sovrattassa di solidarietà, sulla semplificazione degli scaglioni dell'imposta sul reddito e sulla riduzione delle imposte sulle società al 25%. Questi cambiamenti creerebbero un sistema più equilibrato che sostiene la crescita e incentiva la produttività.

7. Rivitalizzare l'innovazione: gli investimenti tedeschi in ricerca e sviluppo, pari al 3,1% del PIL, sono insufficienti per rivendicare la leadership nei settori delle tecnologie future come l'intelligenza artificiale, la robotica, le tecnologie quantistiche e verdi. Raddoppiare gli investimenti in R&S al 6% del PIL attraverso agevolazioni fiscali e un sostegno istituzionale strategico è fondamentale per l'innovazione e la competitività.

8. Ridurre gli ostacoli normativi: nonostante i progressi, i costi burocratici in Germania ammontano a 146 miliardi di euro all'anno, con costi diretti stimati a 65 miliardi di euro. La riduzione della burocrazia del 25% in quattro anni, la digitalizzazione delle procedure e la razionalizzazione dei negoziati con l'UE sono fondamentali per migliorare l'efficienza e la competitività.

9. Rafforzare la leadership europea: una forte partnership franco-tedesca è vitale per il successo dell'UE, ma i recenti conflitti interni – i conflitti di coalizione interna alla Germania e le turbolenze politiche francesi – hanno indebolito la collaborazione. Una nuova Commissione europea e un governo tedesco offrono un nuovo inizio. La Germania deve rafforzare il suo ruolo sostenendo i meccanismi comuni di debito, approfondendo l'Unione dei mercati dei capitali, promuovendo la crescita del mercato azionario, incentivando il riorientamento del risparmio e semplificando le normative.

10. Impegno per relazioni commerciali eque: il modello tedesco guidato dalle esportazioni, con esportazioni al 43% del PIL, è sotto pressione con il declino della globalizzazione. Il calo delle esportazioni verso la Cina, che ora rappresenta il 6% del totale tedesco, è parzialmente compensato dai guadagni verso gli Stati Uniti, ma le tensioni commerciali incombono. La Germania deve orientare le sue catene del valore verso l'Europa, negoziare accordi di libero scambio e concentrarsi sulla crescita interna e sulla standardizzazione della politica industriale.

Ieri e oggi: che differenza fa un quarto di secolo

Un quarto di secolo può sembrare sia una vita intera che un momento fugace Nel 2000 l'UE ha lanciato la strategia di Lisbona per diventare la regione più competitiva del mondo. Il suo obiettivo? Alfabetizzazione digitale e innovazione tecnologica; riforme strutturali e riduzione degli oneri normativi; aumentare l'efficienza energetica e promuovere le fonti di energia rinnovabili. Questo suona tristemente familiare. Una generazione dopo, il Rapporto Draghi riecheggia temi simili. Nel 1999, *l'Economist* ha etichettato la Germania come il "malato d'Europa". Avanti veloce fino ad oggi e la storia sembra ripetersi.

Tuttavia, queste esperienze di déjà vu non devono oscurare quanto il mondo sia cambiato Nel 2000, lo spirito della "fine della storia" aleggiava ancora. Il futuro sembrava appartenere a un ordine mondiale liberale, aperto e basato su regole. Il trionfo della democrazia sembrava inarrestabile. Oggi nessuno ci crede più. Il "mondo frammentato" in cui viviamo ora riflette l'incertezza di un periodo di transizione. Il vecchio ordine si sta sgretolando e se emergerà qualcosa di nuovo rimane una questione aperta. Nel frattempo, megatrend come la demografia, il clima e l'intelligenza artificiale, allora solo all'orizzonte, stanno rimodellando le economie e le società.

Ciò significa che la "malattia" della Germania è fundamentalmente diversa Nel 1999, la soluzione è stata semplice: rivitalizzare i punti di forza esistenti. Il modello economico tedesco – crescita trainata dalle esportazioni, prodezza industriale e leadership tecnologica – era indiscusso. Dopo le necessarie modifiche, questo modello ha fornito ottimi risultati per anni. Ma ora? Ogni pilastro di quel modello affronta l'incertezza:

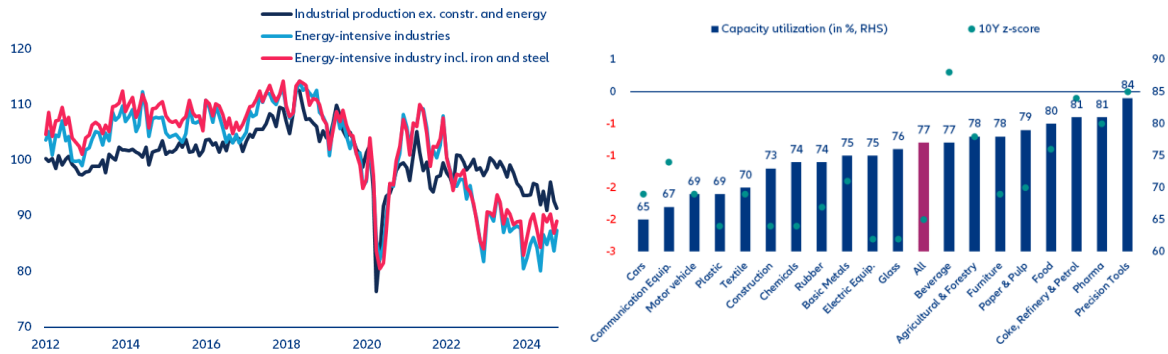
- **L'orientamento all'esportazione** fatica in un momento di crescente protezionismo.
- **L'abilità ingegneristica** viene eclissata dall'importanza dei dati e del software nel plasmare la nostra vita quotidiana.
- **La leadership tecnologica** si è erosa, con il dominio che si è spostato verso concorrenti come i cinesi e i progressi nell'intelligenza artificiale.
- **La forza industriale** è sotto pressione a causa della costosa transizione energetica.
- **L'immigrazione**, una possibile soluzione al divario demografico, sta alimentando il populismo politico.

L'industria automobilistica tedesca incarna questa tempesta perfetta Le minacce tariffarie provenienti dagli Stati Uniti, l'evoluzione delle aspettative dei clienti per le auto connesse, le lacune nella tecnologia dei veicoli elettrici (EV) e gli enormi svantaggi in termini di costi rendono la Germania un hub di produzione meno competitivo.

Oltre al settore automobilistico, le prospettive sono cupe: oltre un terzo delle aziende industriali in Germania sta tagliando gli investimenti nei processi chiave a causa degli elevati costi energetici. Due terzi riferiscono che la loro competitività è a rischio Settori critici come la chimica e i macchinari sono particolarmente colpiti, alle prese con gli elevati costi energetici e il cambiamento della domanda globale. Il settore manifatturiero sta combattendo contro il calo degli ordini di beni ciclici e una svolta verso una crescita trainata dai servizi. Ciò ha comportato un calo della produzione più marcato rispetto ad altri settori (Figura 1, a sinistra) e una capacità sottoutilizzata (Figura 1, a destra). La conseguenza? Un'ondata di tagli di posti di lavoro in tutti i settori, con le principali aziende che annunciano licenziamenti su una scala senza precedenti (Tabella 1).

Cambiamenti incrementali – come piccoli aggiustamenti fiscali o sussidi aggiuntivi – non saranno sufficienti per il nuovo governo La Germania ha bisogno di un vero e proprio nuovo inizio: un modello economico audace e lungimirante che possa continuare la storia di successo del paese. Ciò richiede un "Leitbild 2030", una visione strategica che delinei dove la Germania può generare crescita e prosperità future.

Figura 1: Produzione industriale, febbraio 2022 = 100 (a sinistra) e utilizzo della capacità, in % e z-score (a destra)



Fonti: LSGE Datastream, Allianz Research. Nota: le industrie ad alta intensità energetica includono prodotti chimici, metalli, vetro, carta, coke e raffinazione.

Nessun partito politico ha attualmente un tale progetto, e nemmeno noi Il compito per i prossimi mesi è quello di redigere in modo collaborativo questo piano generale, riunendo le intuizioni della politica, dell'economia e della scienza. Non si tratta di adottare un approccio rigido e pianificato centralmente, simile a un piano quinquennale cinese. Invece, chiede un'idea unificante di come e dove la Germania dovrebbe dispiegare le sue (limitate) risorse e, soprattutto, dove dovrebbe astenersi. Il piano deve anche affrontare le modalità per sostenere efficacemente questa trasformazione, garantendone la fattibilità e il successo a lungo termine.

Tabella 1: Tagli di posti di lavoro annunciati nel 2024

| | Company | Sector | Layoffs (Germany) | Staff ratio (Germany) |
|------------------|--------------------|---------------------|--------------------|--|
| Automotive | Robert Bosch | Auto supplier | 3800 | 3% |
| | Schaeffler | Auto supplier | 2800 | 3% |
| | LEONI | Auto supplier | 4500 | 5% |
| | ZF Friedrichshafen | Auto supplier | 11000-14000 | 20-26% |
| | HELLA | Auto supplier | 420 | 5% |
| | Continental | Tyre | 2860 | 6% |
| Other industries | Baywa | Agricultural | 1300 | 16% |
| | Lufthansa | Airline | 400 | 20% of administrative jobs |
| | Deutsche Bank | Banks | 3500* | 4%* |
| | Evonik | Chemicals | 2000 | 6% |
| | Miele | Domestic Appliances | 1300 | 11% |
| | SMA Solar | Energy | 1100 | 25% |
| | Siemens Energy | Energy | 4100* | 15%* |
| | SAP | Software | 3500 | Early retirement program (14% of German staff) |
| | Infineon | Software | Hundred of persons | 3-10% |
| | Thyssenkrupp | Steel | 11000 | 40% |

Fonte: Reuters, AFP, Allianz Research

Se da un lato immaginare un nuovo modello economico è fondamentale, dall'altro non solleva la Germania dal duro lavoro di rafforzare le basi della crescita Anche il miglior sistema di navigazione è inutile se il motore non è in funzione. Per due decenni, la manutenzione essenziale del motore di crescita della Germania è stata trascurata, rendendo necessaria una revisione urgente. Eppure è vero anche il contrario: un motore che fa le fusa serve a poco senza chiarezza sulla direzione.

Questo articolo mira a dare il via alla discussione su come riavviare il motore di crescita della Germania e determinare la direzione della sua economia A nostro avviso, dieci campi d'azione sono fondamentali:

- Liberazione dalla restrizione fiscale
- Transizione verso un sistema energetico verde
- Ricostruire le infrastrutture pubbliche dopo anni di abbandono
- Liberare l'offerta di lavoro per colmare il divario demografico
- Garantire pensioni generazionali eque
- Riformare il sistema fiscale per aumentare la motivazione e incentivare il lavoro
- Rivitalizzare l'innovazione
- Ridurre gli ostacoli normativi
- Rafforzare la leadership europea
- Impegno per relazioni commerciali eque.

Dieci aree prioritarie per far ripartire il motore di crescita della Germania

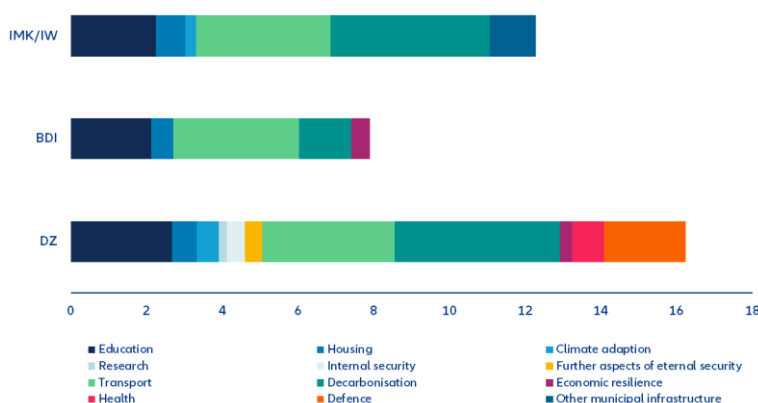
1 Liberazione dall'autolimitazione fiscale

La Germania si trova di fronte a sfide fiscali significative che richiedono una strategia globale La spesa sociale, che rappresenta quasi la metà della spesa pubblica, rimane controversa nei dibattiti pubblici sui tagli di bilancio. Con blocchi di spesa come i tassi di interesse, la difesa e gli investimenti pubblici che hanno una priorità fissa o alta, è difficile frenare la spesa pubblica senza toccare la spesa sociale.

E la tensione finanziaria è destinata ad intensificarsi Il bilancio federale per il 2025 deve far fronte a un deficit di 12 miliardi di euro, ma il divario effettivo è più vicino a 28 miliardi di euro. Tra il 2026 e il 2028 saranno necessari altri 135 miliardi di euro. E le entrate fiscali si stanno riducendo a causa del rallentamento della crescita economica, aggravando il problema.

Allo stesso tempo, la Germania ha bisogno di ingenti investimenti pubblici Si stima che si attestino al 9-18% del PIL nei prossimi cinque-dieci anni, rispondendo alle pressanti esigenze di decarbonizzazione, trasporti, istruzione e difesa (Figura 2). Per colmare questo divario sarà necessaria una strategia globale che bilanci la responsabilità di bilancio con la necessità di investimenti trasformativi per garantire una crescita a lungo termine.

Figura 2 - Stime del fabbisogno di finanziamento pubblico, % del PIL



Fonte: Dezernat Zukunft, BDI, IMK/IW (a destra), Allianz Research. Nota: la sicurezza interna comprende misure per rafforzare la risposta alle catastrofi e la protezione civile investendo in infrastrutture per avvertire la popolazione, proteggere la popolazione con bunker e rifugi simili, costruire riserve nazionali, digitalizzare la gestione delle crisi e rafforzare le autorità e le istituzioni competenti. Altri aspetti della sicurezza esterna comprendono i servizi di intelligence, la diplomazia, l'aiuto umanitario, la cooperazione allo sviluppo e il sostegno ai paesi partner strategici. Le stime di Dezernat Zukunft sono per il 2025-30; le stime di BDI e IMK/IW si estendono su 10 anni.

La nuova direzione

Un freno dinamico all'indebitamento potrebbe rispondere alle preoccupazioni relative all'eccessivo indebitamento, mentre una "regola d'oro plus" garantirebbe un margine di manovra finanziario sufficiente per gli investimenti critici Le proposte di riforma della Bundesbank e del Council of Economic

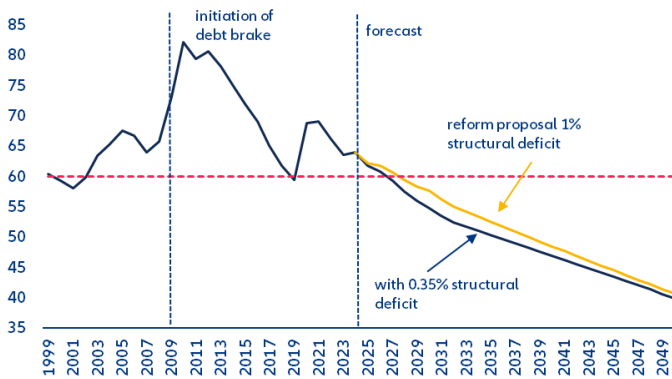
Advisors si dimostrano promettenti, offrendo un percorso per mantenere una chiara traiettoria discendente per il debito pubblico tedesco. Tali proposte comprendono:

- Estendere l'attivazione della clausola di emergenza oltre le conseguenze immediate di una crisi.
- Consentire un disavanzo strutturale leggermente maggiore quando il debito è sceso al di sotto del 60% del PIL.
- Introduzione di una regola sugli investimenti per dare priorità alla spesa che favorisce la crescita.
- Modificare il metodo degli aggiustamenti ciclici per riflettere più efficacemente le realtà economiche.

La «regola d'oro plus» si basa sugli investimenti netti Affronta quindi i limiti del precedente quadro di bilancio distinguendo tra investimenti produttivi e spese operative. Tuttavia, queste riforme potrebbero anche imporre oneri aggiuntivi alle generazioni future, che già si trovano ad affrontare un notevole debito implicito a causa di prospettive di crescita modeste.

La difficile aritmetica elettorale per un cambiamento di politica fiscale Il passaggio a una politica fiscale più espansiva dopo le prossime elezioni dipenderà dalla volontà politica, in particolare se i conservatori sono disposti a sostenere l'allentamento dei limiti di prestito. Allo stato attuale, sembra improbabile un allentamento significativo della spesa fiscale. Le riforme post-elettorali dovrebbero essere modeste e rimanere più rigorose delle attuali regole di bilancio dell'UE. L'innalzamento del massimale del disavanzo strutturale allo 0,5-1% del PIL potrebbe lasciare spazio alla spesa per investimenti, mantenendo il debito al di sotto del 60% del PIL (figura 3 e tabella 2). Tuttavia, questo da solo non sarà sufficiente. Il conseguimento di una crescita sostenibile richiederà riforme strutturali significative parallelamente a queste misure fiscali.

Figura 3: Simulazione del debito pubblico, % del PIL nominale e limite di Maastricht del 60%



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research. Note: Il moltiplicatore fiscale di 0,8 si applica in base a Dezernat für Zukunft, "Cos'è il moltiplicatore fiscale e perché è così controverso?" 2024.

Tabella 2: Scenari per la Germania sul freno all'indebitamento

| Impatto su... | Scenario di base: di base: del disavanzo allo 0,35% del PIL | | Centro: tetto del disavanzo allo 0,5% del PIL | | Al rialzo: tetto del disavanzo all'1% del PIL | |
|---|---|-------|---|------|---|------|
| | 2025 | 2026 | 2025 | 2026 | 2025 | 2026 |
| Saldo generale in % del PIL | -0.35 | -0.35 | -0.5 | -0.5 | -1.0 | -1.0 |
| Debito/PIL | 61.8 | 60.8 | 61.9 | 60.9 | 62.3 | 61.6 |
| Crescita del PIL | 0.4 | 0.9 | 0.5 | 1.0 | 0.7 | 1.4 |
| Rendimenti dei titoli governativi a 10 anni | 2.00 | 2.00 | 2.10 | 2.10 | 2.40 | 2.40 |
| DAX 40 | 6% | 7% | 8% | 10% | 11% | 12% |
| EURUSD | 1.05 | 1.08 | 1.05 | 1.08 | 1.07 | 1.10 |

Fonte: Allianz Research

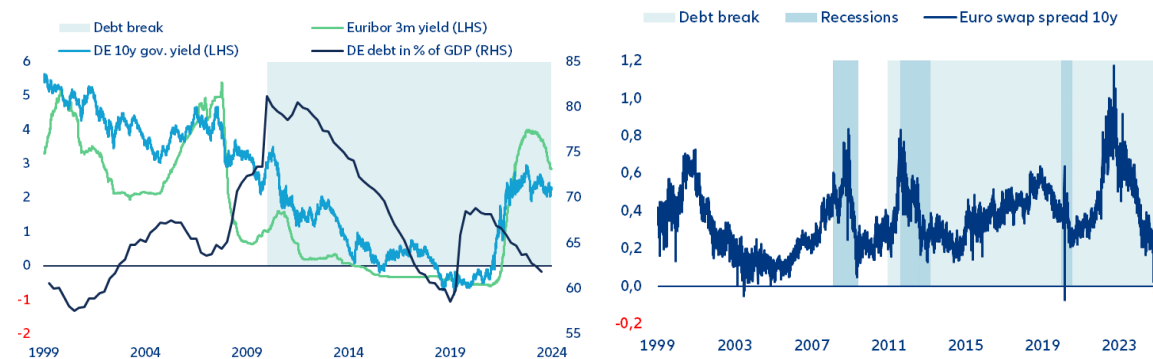
L'allentamento del freno all'indebitamento della Germania si tradurrebbe in rendimenti più elevati, una curva più ripida, un euro più forte e spread swap più ristretti, ma gli effetti sarebbero modesti. Ecco uno sguardo più da vicino:

- **Maggiore offerta di obbligazioni e crescita economica:** l'allentamento del freno all'indebitamento aumenterebbe meccanicamente l'offerta di obbligazioni, determinando rendimenti più elevati a lungo termine. Allo stesso tempo, la flessibilità fiscale potrebbe stimolare la crescita economica, attirando ulteriormente gli afflussi di capitali e rafforzando l'euro. I rendimenti della maggiore economia dell'Eurozona diventerebbero più attraenti, contribuendo a queste tendenze.
- **Irripidimento della curva dei rendimenti:** i rendimenti a lungo termine aumenterebbero a causa dell'aumento dell'offerta di obbligazioni e delle aspettative di crescita, ma i rendimenti a breve termine rimarrebbero probabilmente ancorati a quelli della Banca Centrale Europea (BCE). La divergenza renderebbe più ripida la curva dei rendimenti. Sebbene l'orientamento della BCE possa adeguarsi ai cambiamenti di politica fiscale, tali cambiamenti sarebbero meno pronunciati.
- **Tagli fiscali ed effetto amplificato:** se le riforme fiscali includessero tagli fiscali, l'impatto sulla crescita economica e sull'inflazione potrebbe essere amplificato, fornendo un ulteriore vento favorevole ai tassi a lungo termine e all'euro.
- **Riduzione degli spread swap in euro:** l'aumento dell'offerta di obbligazioni svaluterebbe i titoli di Stato, aumentandone i rendimenti. Tuttavia, i tassi swap in EUR, non influenzati dalle dinamiche dell'offerta, rimarrebbero stabili, riducendo gli spread swap. Ad esempio, il tasso swap decennale in euro e il rendimento dei titoli di Stato tedeschi a dieci anni si restringerebbero.
- **Impatto sugli asset rischiosi:** analogamente, gli asset rischiosi tedeschi, comprese le azioni, registrerebbero solo un modesto miglioramento. Sebbene l'allentamento fiscale fornirebbe un piccolo impulso alle nostre previsioni di utili per azione (EPS) e di performance azionaria, l'impatto complessivo rimarrebbe limitato, riflettendo l'entità misurata dei cambiamenti fiscali.

Sebbene la direzione della politica fiscale possa sembrare chiara, l'entità dei potenziali impatti sul mercato rimane limitata. La nostra previsione di base ipotizza che il freno all'indebitamento rimanga in vigore. Anche in scenari alternativi, non prevediamo che la Germania possa diventare un paese che spende in modo significativo in termini di bilancio (Tabella 2).

- **Impatto limitato sull'offerta di obbligazioni:** l'aumento dell'offerta di titoli di Stato tedeschi rimarrebbe probabilmente trascurabile se il freno all'indebitamento consentisse un disavanzo dello 0,35%, 0,5% o addirittura dell'1,0% del PIL. L'orientamento conservatore della politica fiscale tedesca significa che il mercato dei titoli di Stato sarebbe ancora sottodimensionato rispetto ad altre grandi economie.
- **Effetti economici più ampi:** un tetto massimo di disavanzo più elevato, come l'1,0% del PIL, avrebbe probabilmente un impatto più significativo sui tassi e sull'euro attraverso effetti secondari. L'aumento della spesa fiscale potrebbe trainare una crescita economica e un'inflazione più elevate in tutta l'Eurozona. Ciò potrebbe portare a una posizione relativamente più aggressiva da parte della BCE, spingendo i rendimenti e l'euro al rialzo.
- **Contesto storico dei rendimenti tedeschi:** i rendimenti decennali tedeschi hanno seguito una traiettoria discendente dal 2000 (Figura 4), trainati principalmente dalle tendenze demografiche e dai tassi di riferimento più bassi. In particolare, l'introduzione del freno all'indebitamento dopo la crisi finanziaria del 2009 non ha causato una deviazione significativa di questa tendenza. Analogamente, è improbabile che un modesto allentamento del freno all'indebitamento possa invertire la traiettoria in modo significativo.
- **Spread swap ed effetti di scarsità:** tra il 2015 e il 2019, gli spread swap si sono ampliati, un modello tipicamente osservato durante le recessioni a causa della domanda di Bund tedeschi, beni rifugio. Tuttavia, attribuire questo solo al freno all'indebitamento è fuorviante. Questo periodo ha coinciso con il programma di quantitative easing (QE) su larga scala della BCE, che ha ridotto la disponibilità di bund tedeschi sul mercato, facendo scendere i rendimenti e ampliando gli spread degli swap.

Figura 4: Rendimenti dei titoli di Stato tedeschi a 10 anni, Euribor a 3 mesi e debito in % del PIL (a sinistra) e spread swap (swap in euro a 10 anni – DE titoli di Stato a 10 anni), pp (a destra)



Fonti: LSEG Workspace/Datastream, Allianz Research

2 Transizione verso un sistema energetico verde per garantire la competitività

La transizione energetica della Germania è stata ostacolata dalla miopia, che ha ritardato le riforme strutturali essenziali e ha portato a un aumento dei costi energetici e a una decarbonizzazione più lenta. L'eliminazione graduale del nucleare ha aumentato la dipendenza a breve termine dai combustibili fossili, lasciando il paese vulnerabile durante la crisi energetica. Mentre il consumo di carbone è diminuito del 45% dal 2014 grazie alla significativa crescita delle energie rinnovabili, l'utilizzo del gas naturale è rimasto stabile fino al 2021. Questa dipendenza ha reso la Germania più esposta di altri paesi europei agli shock dei prezzi dell'energia e ha sostenuto costi elevati a causa delle importazioni di GNL.

Una seconda sfida è il disallineamento tra la rapida espansione della capacità di energia rinnovabile e lo sviluppo ritardato della rete e delle infrastrutture di stoccaggio. Nonostante un tasso di crescita annuo del 12,4% della capacità rinnovabile negli ultimi 23 anni, lo sviluppo delle infrastrutture è in ritardo di sette anni. Questa discrepanza costringe all'arresto della produzione di energia rinnovabile durante le ore di surplus e contribuisce alla carenza di offerta durante i picchi di domanda. Questo squilibrio tra domanda e offerta ha portato sempre più a una maggiore volatilità dei prezzi nel mercato all'ingrosso, con effetti negativi sui consumatori e sulla produzione industriale.

La nuova direzione

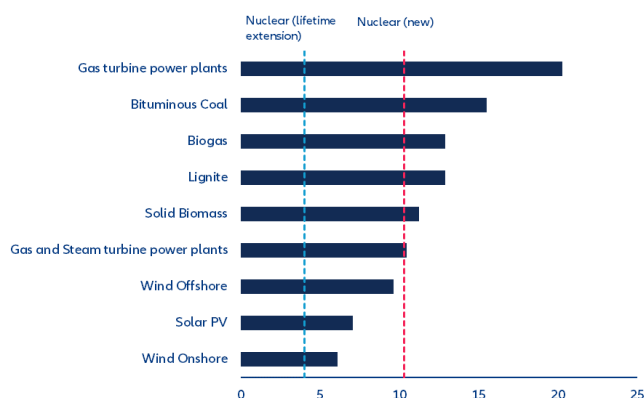
Per garantire un futuro energetico sostenibile, la Germania ha bisogno di investimenti per un totale di 1.000 miliardi di euro entro il 2035. Questi investimenti devono concentrarsi sulla modernizzazione del mercato dell'energia e sul miglioramento delle infrastrutture energetiche. Contrariamente alle affermazioni secondo cui la decarbonizzazione mina la crescita industriale, la transizione verde, insieme a una più profonda integrazione del mercato europeo dell'energia, offre alla Germania la migliore opportunità per guidare la crescita economica e ripristinare la competitività.

Più della metà degli investimenti necessari sono necessari per aggiornare le infrastrutture energetiche. Entro il 2025, si stima che saranno necessari 372 miliardi di euro per le reti di trasmissione e distribuzione. Inoltre, saranno necessari circa 122 miliardi di euro per le soluzioni di stoccaggio, mentre entro il prossimo decennio saranno necessari 58 miliardi di euro per espandere la rete di teleriscaldamento della Germania.

Gli investimenti nella capacità di generazione di energia rinnovabile richiederanno 466 miliardi di euro entro il 2035. La priorità dovrebbe essere data alle opzioni esistenti, efficienti in termini di costi e a basse emissioni di carbonio, come l'eolico e il solare, poiché i tempi di introduzione della geotermia e del nucleare sono troppo lenti per soddisfare le esigenze immediate.

- **Energia solare:** il calo dei costi dei pannelli e la crescita dei sistemi fotovoltaici sui tetti negli stati tedeschi rendono fattibile il raggiungimento dell'obiettivo di 215 GW di energia solare installata entro il 2030. Fabbisogno di investimenti: **131 miliardi di euro** entro il 2035.
- **Energia eolica:** nonostante gli sforzi per semplificare le autorizzazioni, l'energia eolica non raggiunge ancora gli obiettivi del 2030. Una sfida significativa continua ad essere l'accettazione locale e la volontà degli Stati di accelerare gli sforzi di espansione. Inoltre, le interruzioni della catena di approvvigionamento e la limitata disponibilità di navi limitano lo sviluppo offshore. I piani mirano a raddoppiare la capacità offshore entro soli due anni entro la fine di questo decennio, puntando a 15 GW sia nel 2029 che nel 2030. Fabbisogno di investimenti: **316 miliardi di euro** entro il 2035.
- **Idrogeno:** mentre i progetti sull'idrogeno e le partnership internazionali sono in crescita, l'incertezza della domanda a lungo termine scoraggia gli investimenti su larga scala. Fabbisogno di investimenti: **19 miliardi di euro (solo per la capacità nazionale)** fino al 2035.
- **Energia geotermica:** la geotermia potrebbe essere promettente a medio-lungo termine (dal 2035 in poi) se i costi diminuiranno costantemente. **L'energia nucleare tradizionale** è probabilmente troppo costosa per i futuri mercati dell'energia (Figura 5), anche se i piccoli reattori modulari possono avere applicazioni di nicchia, ma le recenti esplosioni dei costi richiedono cautela.
- **Tecnologia della fusione nucleare:** la fusione nucleare è ancora agli inizi ed è improbabile che queste tecnologie svolgano un ruolo nella transizione verde. Nonostante i 900 milioni di investimenti previsti per il 2024 – il 50% da fonti pubbliche – non è chiaro quando e se la tecnologia diventerà competitiva in termini di costi con le energie rinnovabili consolidate.

Figura 5: Costo livellato dell'energia elettrica, centesimi/kWh

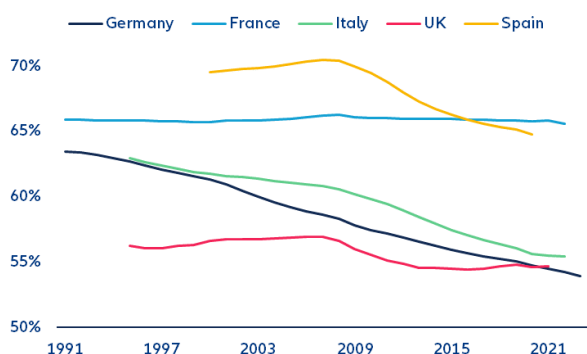


Fonti: Fraunhofer ISE, IEA, Allianz Research.

3 Ricostruire le infrastrutture pubbliche dopo anni di abbandono

Gli investimenti pubblici della Germania sono diminuiti costantemente dal 2004, aggravati dall'incertezza economica e da una recessione che ha frenato i contributi del settore privato Gli investimenti pubblici netti annui sono scesi dall'1% del PIL all'inizio degli anni '90 a zero, con lo stock di capitale della Germania in calo di -10 punti percentuali nell'ultimo decennio (Figura 6). La carenza di investimenti è stata particolarmente pronunciata nelle infrastrutture pubbliche – ferrovie, autostrade e corsi d'acqua – con un picco di perdita di -22 miliardi di euro registrato nel 2023, aggravando il deterioramento.

Figura 6: Quota dello stock netto/lordo di capitale fisso, in %



Fonti: OCSE, Allianz Research

La Germania si trova di fronte a un problema di azzardo morale nel suo approccio agli investimenti infrastrutturali, in particolare nella manutenzione delle infrastrutture ferroviarie Storicamente, la legge sull'ampliamento delle ferrovie federali (BSWAG) richiedeva al governo federale di finanziare gli investimenti di sostituzione, mentre la Deutsche Bahn AG (DB AG) si occupava della manutenzione. Questo disallineamento delle responsabilità ha portato a ritardi e negligenza, con una manutenzione economicamente efficiente a volte rinviata fino a quando non sono diventate inevitabili solo le sostituzioni complete. Il BSWAG è in fase di revisione per consentire al governo federale di finanziare i costi di manutenzione. Ciò risolve parzialmente il problema degli incentivi, ma sposta gli oneri finanziari sul governo federale senza risolvere i problemi di supervisione relativi al rispetto degli obblighi di manutenzione da parte di DB AG.

Problemi di incentivi simili riguardano le infrastrutture stradali Le infrastrutture pubbliche locali o statali potrebbero non essere sottoposte a regolare manutenzione con l'aspettativa di ricevere sovvenzioni federali per riparazioni o costruzioni su larga scala. La condivisione delle responsabilità può creare inefficienze, in quanto gli enti locali possono sottoinvestire nella manutenzione regolare in attesa dei finanziamenti federali.

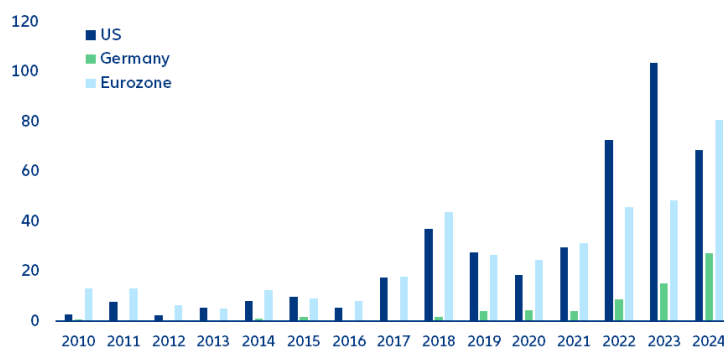
La nuova direzione

Per far fronte ad anni di investimenti insufficienti e ringiovanire la crescita economica, la Germania ha bisogno di ulteriori 600 miliardi di euro di investimenti pubblici nel prossimo decennio, pari all'1,2% del PIL annuo Questo dato supera di gran lunga i piani attuali, con investimenti pubblici di 53 miliardi di euro nel 2024 e uno stanziamento preliminare di 57 miliardi di euro per il 2025. Per rivitalizzare l'invecchiamento del capitale sociale in Germania saranno necessarie misure più audaci e un approccio mirato:

- **Infrastrutture:** 208 miliardi di euro sono necessari per progetti come il potenziamento dei trasporti e i sistemi energetici verdi.
- **Istruzione:** 41 miliardi di euro per modernizzare le strutture e migliorare la competitività della forza lavoro.
- **Alloggi:** 37 miliardi di euro per affrontare le carenze e migliorare l'accessibilità economica.
- **Infrastrutture sovra-regionali:** 99 miliardi di euro per migliorare la connettività e la logistica.
- **Protezione e adattamento al clima:** 213 miliardi di euro per allinearsi agli obiettivi di decarbonizzazione e aumentare la resilienza.

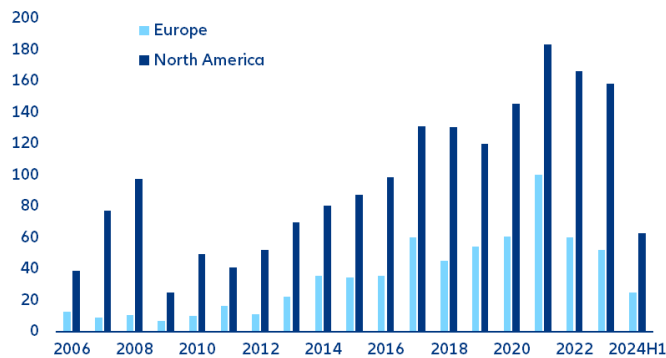
Il nuovo governo dovrebbe dare priorità agli investimenti infrastrutturali nell'energia verde, nelle infrastrutture digitali e nei trasporti, allineandosi con gli obiettivi più ampi di decarbonizzazione e modernizzazione tecnologica L'aumento dei partenariati pubblico-privato (PPP) e la semplificazione dei quadri normativi potrebbero sbloccare ulteriori finanziamenti e accelerare i tempi dei progetti. Queste misure rafforzerebbero la crescita economica, creerebbero posti di lavoro e posizionerebbero la Germania come leader nello sviluppo di infrastrutture sostenibili e innovative (Figura 7).

Figura 7 - Investimenti in progetti infrastrutturali per paese, in miliardi di EUR



Fonti: Workspace Infra 360, Allianz Research

Al di là delle infrastrutture, l'asset class del debito privato in Europa, in particolare in Germania, potrebbe registrare una ripresa nel 2025, alimentata da un contesto politico più favorevole alle imprese sotto un nuovo governo tedesco Con il miglioramento della stabilità politica e lo spostamento delle politiche fiscali verso il sostegno della crescita economica, il debito privato potrebbe beneficiare dell'aumento della domanda delle imprese di opzioni di finanziamento alternative, poiché gli standard di prestito bancario rimangono rigidi. Settori come le energie rinnovabili e le piccole e medie imprese (PMI) potrebbero attirare un maggiore interesse da parte degli investitori del debito privato, facendo leva sulla forte base industriale della Germania e sull'attenzione dell'Europa allo sviluppo sostenibile. Questi fattori posizionano il debito privato come un attore chiave nell'affrontare l'evoluzione del fabbisogno di capitale dell'Europa. I venti favorevoli per questa asset class potrebbero guidare una crescita significativa nei prossimi anni (Figura 8).

Figura 8: Capitale di private debt raccolto per regione, in miliardi di dollari

Fonti: Pitchbook, Allianz Research

4 Liberare l'offerta di lavoro per colmare il divario demografico

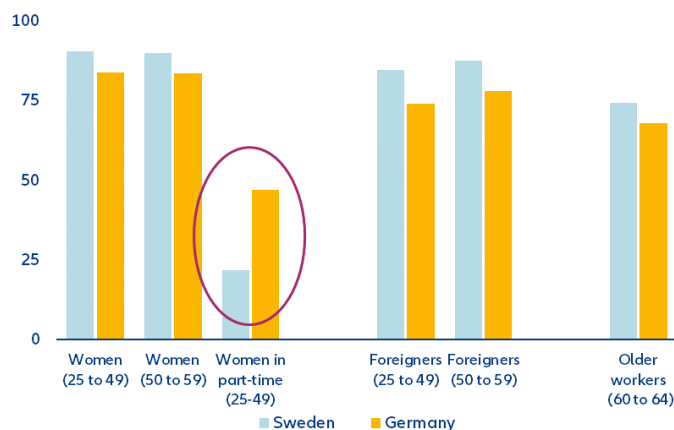
La popolazione in età lavorativa della Germania è destinata a diminuire dai circa 52 milioni di oggi a 43 milioni nel 2050 Sebbene l'elevata immigrazione abbia contribuito a compensare l'invecchiamento della forza lavoro negli ultimi anni, questo afflusso è destinato a diminuire. Pertanto, mobilitare le riserve di lavoro non sfruttate è sempre più urgente.

Ciò richiede un aumento dei tassi di attività tra le donne, i lavoratori anziani e i disoccupati Gli sforzi devono concentrarsi sulla riduzione del lavoro a tempo parziale (attualmente il 47% delle donne è occupato a tempo parziale), sull'incentivazione del pensionamento ritardato e sull'aumento delle ore medie lavorate. Nel frattempo, il numero di disoccupati – misurato in senso lato, compresi quelli nei programmi di qualificazione – si attesta a circa quattro milioni.

Tuttavia, un sistema educativo efficace è la spina dorsale di un mercato del lavoro flessibile in grado di adattarsi ai cambiamenti trasformativi Mentre l'istruzione professionale e terziaria duale in Germania è in buona forma, il sistema scolastico è poco performante. Gli ultimi risultati PISA sono i più scarsi mai registrati in Germania. La chiusura delle scuole dovuta alla pandemia e l'insufficiente sostegno linguistico precoce per gli studenti provenienti da un contesto migratorio spiegano solo in parte il declino. Sono necessarie riforme globali, in particolare per quanto riguarda le infrastrutture digitali, con una chiara attenzione alla qualità dell'insegnamento e alla motivazione degli studenti. Troppi studenti lasciano la scuola senza qualifiche adeguate, una perdita che la Germania non può permettersi.

La nuova direzione

Per attutire gli effetti del declino demografico sul mercato del lavoro, la Germania ha bisogno di una politica del mercato del lavoro più attiva che aumenti la partecipazione delle donne, dei lavoratori anziani e degli immigrati Un duplice approccio include la rimozione degli incentivi negativi (ostacoli a lavorare di più) e la creazione di incentivi positivi. Inoltre, le riforme globali dell'istruzione sono fondamentali per ridurre la percentuale di giovani che abbandonano la scuola senza qualifiche formali. Come punto di riferimento, la Germania potrebbe guardare alla Svezia, dove i tassi di attività della forza lavoro di donne, stranieri e lavoratori anziani sono significativamente più alti (Figura 9).

Grafico 9: Tassi di attività, in %

Fonte: Eurostat, Allianz Research

Eliminazione degli incentivi negativi

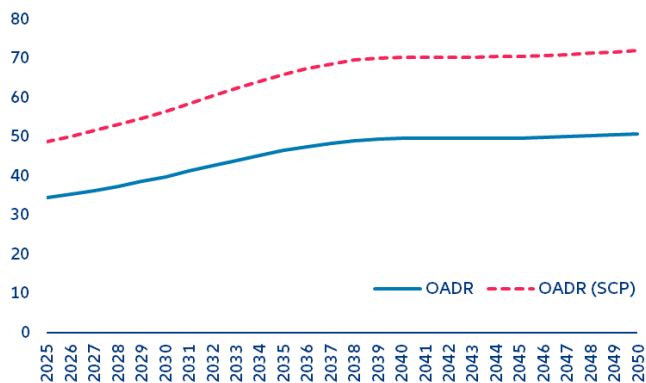
- **Investimenti in strutture di assistenza:** l'espansione dell'assistenza all'infanzia e dell'assistenza ambulatoriale o diurna per gli anziani potrebbe contribuire ad affrontare il fatto che una donna su tre in età lavorativa cita le responsabilità di assistenza come motivo per lavorare a tempo parziale.
- **Revisione delle tasse e dei contributi sociali:** le disposizioni attuali, come la coassicurazione sanitaria gratuita per i coniugi e l'"Ehegattensplitting" (suddivisione del reddito coniugale) scoraggiano la partecipazione alla forza lavoro.
- **Lotta contro la discriminazione in base all'età:** i lavoratori di età pari o superiore a 50 anni sono ancora esposti a rischi significativamente più elevati di disoccupazione di lunga durata rispetto ai loro coetanei più giovani.
- **Abolizione del "Rente63" (pensionamento a 63 anni):** consentire il pensionamento anticipato a 63 anni è controproducente. Impoverisce la forza lavoro di dipendenti esperti e invia segnali controproducenti ai datori di lavoro, etichettando di fatto i lavoratori più anziani come non più meritevoli di ulteriore formazione.
- **Riforma del reddito di cittadinanza:** l'attenzione dovrebbe concentrarsi sullo sviluppo delle competenze e sul rafforzamento dell'occupabilità piuttosto che sul sostegno a breve termine.

Creare incentivi positivi

- **Riduzione degli oneri fiscali e contributivi:** adeguare gli scaglioni fiscali per spostare le aliquote più elevate alle classi di reddito più ricche e abbassare i limiti massimi di valutazione dei contributi. Aliquote contributive scaglionate per i redditi più bassi al fine di agevolare la transizione dai mini-job e midi al lavoro a tempo pieno potrebbero aumentare il divario di reddito tra lavoro retribuito e assistenza sociale e rendere più attraente l'occupazione duratura.
- **Agevolazioni fiscali per il lavoro successivo al pensionamento:** l'introduzione di detrazioni esentasse per i redditi da lavoro oltre l'età pensionabile (fino a un certo importo) potrebbe incoraggiare i lavoratori più anziani a rimanere occupati ("Aktivrente").
- **Migliorare l'integrazione nel mercato del lavoro degli immigrati:** nel 2024, solo il 29% degli immigrati provenienti dall'Ucraina e il 45% di quelli provenienti dai paesi di asilo avevano un lavoro, rispetto al 64% degli immigrati provenienti dai paesi membri dell'UE. È essenziale un sostegno rafforzato, come una formazione mirata delle competenze e programmi linguistici.

5 Garantire pensioni generazionali eque

Entro il 2050 l'indice di dipendenza degli anziani in Germania è destinato ad aumentare dall'attuale 34% al 51% Tuttavia, il rapporto effettivo di pensionati per contribuente potrebbe già essere più vicino al 50%, poiché non tutti gli individui della forza lavoro sono soggetti a contributi previdenziali. Se la percentuale della popolazione in età lavorativa che contribuisce alla sicurezza sociale rimane costante, il rapporto tra beneficiari di pensione e contribuenti è destinato ad aumentare al 70% (grafico 10).

Grafico 10: Indici di dipendenza degli anziani, in %

OADR: Indice di dipendenza della vecchiaia

OADR (SCP): Indice di dipendenza degli anziani, basato sui contributi alle assicurazioni sociali

Fonti: Divisione Popolazione delle Nazioni Unite, Agenzia Federale per l'Impiego, Allianz Research.

La nuova direzione

La politica pensionistica deve trovare un equilibrio tra due obiettivi concorrenti: garantire un tenore di vita dignitoso in età avanzata, evitando al contempo oneri eccessivi per la popolazione in età lavorativa

Storicamente, la politica pensionistica è stata orientata verso il primo obiettivo. Sebbene alcune riforme siano state introdotte un quarto di secolo fa, come il fattore demografico (una formula per frenare l'aumento delle pensioni) e il "Riester-Rente", gli ultimi due decenni hanno in gran parte dato priorità agli interessi dei pensionati. Questo non è più sostenibile. Due cose sono necessarie: evitare misure che aumentano i costi e rafforzare gli accantonamenti in conto capitale.

Evitare i fattori di costo

- **Smantellamento del Rentenpaket II (Heil-Plan):** i meccanismi di stabilizzazione della formula pensionistica devono essere mantenuti e applicati. Questi aggiustamenti non tagliano le pensioni, ma ne rallentano la crescita. Al contrario, l'attuazione della riforma proposta per stabilizzare il livello pensionistico al 48% aumenterebbe significativamente le aliquote contributive e le spese pensionistiche.
- **Mantenere l'età pensionabile legale nonostante l'aumento dell'aspettativa di vita:** sebbene l'innalzamento dell'età pensionabile possa essere politicamente irrealizzabile, l'introduzione di un corridoio di età con incentivi per posticipare il pensionamento – simile al modello svedese – potrebbe effettivamente aumentare l'età pensionabile effettiva.
- **Trasferimento del finanziamento delle prestazioni extraassicurative alle imposte:** le prestazioni non collegate in senso stretto ai contributi pensionistici diretti ("versicherungsfremde Leistungen" – prestazioni non contributive) come la "Mütterrente" (pensione di maternità) o parti di pensioni ai beneficiari dei "Neue Bundesländer" (gli Stati orientali che hanno aderito alla Repubblica federale di Germania dopo la riunificazione nel 1990), dovrebbero essere finanziate dalle imposte piuttosto che sostenute da un segmento della popolazione in età lavorativa.

Rafforzamento degli accantonamenti in capitale

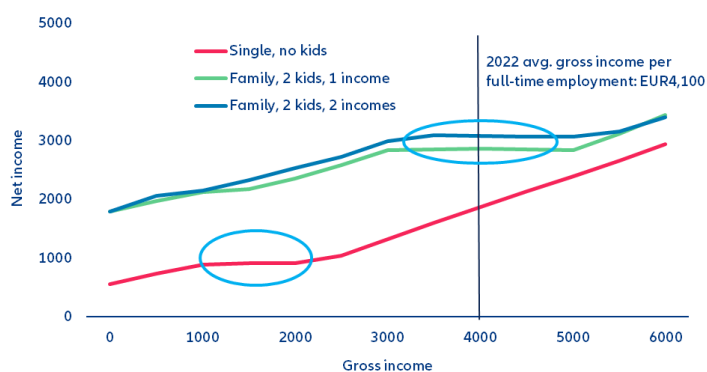
- **Riester II:** La riforma del Riester-Rente è attesa da tempo. Un nuovo prodotto dovrebbe rispettare cinque principi: riduzione della burocrazia, minori garanzie, aumento dei sussidi, maggiore standardizzazione e una chiara attenzione ai gruppi a basso reddito.
- **Ampliamento della previdenza professionale:** principi analoghi dovrebbero guidare l'espansione della previdenza professionale: maggiori esenzioni fiscali, migliore accesso per le PMI, riduzione della burocrazia, minori garanzie e un'attenzione particolare ai gruppi di reddito medio e alto.
- **Evitare la doppia imposizione dei redditi da pensione:** la lotta contro la doppia imposizione è essenziale per aumentare l'accettazione da parte dei cittadini della previdenza privata.

6 Riformare il sistema fiscale per aumentare la motivazione e incentivare il lavoro

La Germania ha uno dei più bassi oneri fiscali sulla ricchezza e uno dei più alti sul lavoro tra le economie avanzate Nel 2023, il gettito fiscale legato al patrimonio è stato di 40 miliardi di euro, pari a poco meno dell'1% del PIL, il che si traduce in un onere fiscale di appena lo 0,4% sul patrimonio privato totale. Questo è significativamente inferiore a nazioni come Canada, Francia, Regno Unito e Stati Uniti, che impongono tasse da tre a quattro volte superiori sui beni privati. Se la Germania allineasse la sua tassazione patrimoniale a quella di queste nazioni, potrebbe generare da 80 a 120 miliardi di euro in più all'anno. Al contrario, l'aliquota effettiva dell'imposta sul reddito delle persone fisiche in Germania è stata del 29% nel 2023, significativamente superiore a quella dell'Italia (19%) e della Francia (15%). Il sistema progressivo dell'imposta sul reddito varia dal 14% al 45%, con l'aliquota del 42% che si applica ai redditi superiori a 66.761 euro. L'aliquota massima del 45% è per coloro che superano EUR277.826. Tuttavia, questo sistema offre ai percettori di reddito medio-basso incentivi minimi per aumentare il loro reddito lordo. Ad esempio, una coppia sposata con due figli che guadagna da 3.000 a 5.000 euro in più all'anno vedrebbe meno di 100 euro in più di reddito disponibile (grafico 11).

Anche l'aliquota dell'imposta sulle società in Germania è relativamente alta, pari al 29,94%, senza grandi riforme dal 2008 Ciò include un'imposta locale sulle imprese che rappresenta circa la metà dell'onere totale dell'imposta sulle società, ma è problematica a causa della sua dipendenza dai cicli economici. La riforma di questa tassa è politicamente impegnativa, in quanto richiede una ristrutturazione delle finanze comunali.

Grafico 11: Reddito disponibile per le costellazioni HH, reddito netto rispetto al reddito lordo mensile in EUR



Fonti: ifo Mikrosimulationsmodell, Destatis, Allianz Research

La nuova direzione

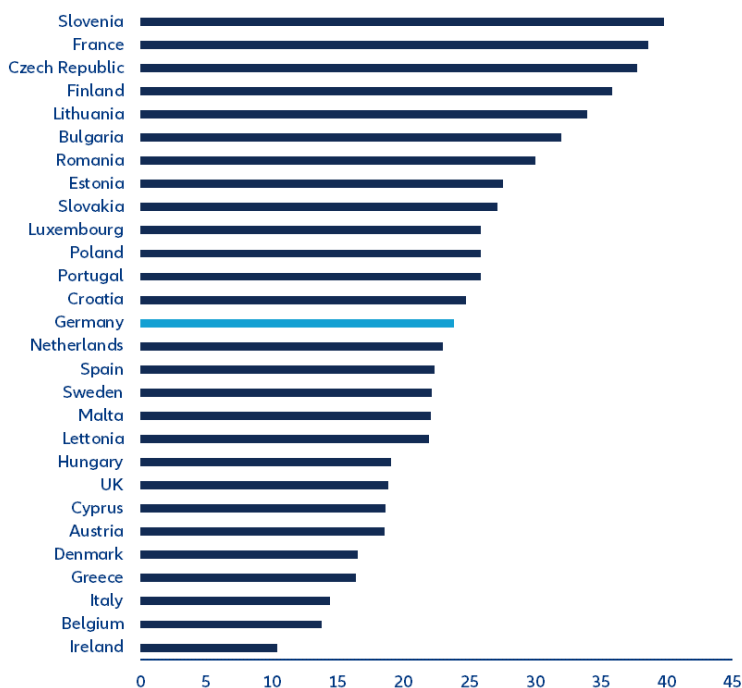
Proposte di riforma fiscale

- **Imposta sul reddito delle persone fisiche:** abolire la sovrattassa di solidarietà per tutti i contribuenti e intraprendere una riforma globale del sistema dell'imposta sul reddito. Ciò comporterebbe l'implementazione di una "tariffa su ruote" per affrontare automaticamente la progressione a freddo e la riduzione delle spese aziendali deducibili per facilitare i moduli fiscali precompilati digitalmente. Per compensare questi cambiamenti, abbassare le aliquote complessive dell'imposta sul reddito per migliorare gli incentivi al lavoro e incoraggiare la partecipazione alla forza lavoro.
- **Tassazione delle società:** sostituire l'imposta sul commercio con una sovrattassa sull'imposta sulle società o sul reddito, garantendo che i comuni mantengano la loro base di entrate. Ridurre l'**aliquota dell'imposta sulle società al 25%** e allentare le restrizioni sulla compensazione delle perdite per migliorare la resilienza delle imprese durante le fasi di recessione.
- **Standardizzare l'IVA al 16,5%:** sostituire le attuali aliquote IVA per aumentare l'efficienza e ridurre la burocrazia.

L'espansione dei sistemi di condivisione del valore potrebbe rafforzare il potere d'acquisto dei lavoratori, incentivare i dipendenti a contribuire alla crescita dell'azienda e favorire una maggiore produttività La Germania è in ritardo rispetto ad altre nazioni nell'utilizzo dei sistemi di partecipazione agli utili come

strumento economico diffuso (Figura 12). L'aumento degli incentivi fiscali e la semplificazione dei processi amministrativi potrebbero rendere questi regimi più attraenti sia per i lavoratori che per i datori di lavoro.

Grafico 12 - Percentuale di imprese con regimi di partecipazione agli utili, % nel 2019



Fonti: ECS, Tesoro francese, Allianz Research

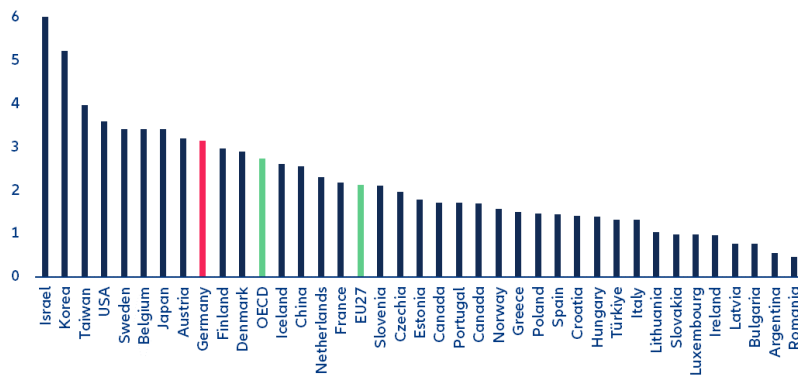
7 Rivitalizzare l'innovazione

La debolezza economica della Germania precede i recenti shock geopolitici ed economici ed è radicata in problemi strutturali di lunga data Per anni, le aziende hanno investito poco in ricerca e sviluppo (R&S), nonostante le ricerche indicassero che ogni dollaro speso in R&S genera cinque volte la produzione economica. Nel 2022, gli investimenti della Germania in R&S si sono attestati al 3,1% del PIL, dietro agli Stati Uniti (3,6%) e al 5,2% della Corea del Sud (Figura 13). Sebbene la Germania si collochi tra i primi tre paesi per domande di brevetto in 22 delle 58 tecnologie future, rischia di perdere il suo status di hub di innovazione a causa di debolezze strutturali, in particolare nei settori digitali critici. Nonostante i suoi punti di forza nella ricerca di base e nell'ingegneria, la Germania ha faticato a fare i conti con le nuove tecnologie.

La nuova direzione

La Germania deve raddoppiare i suoi investimenti in ricerca e sviluppo, portandoli al 6% del PIL, per sfruttare appieno il suo potenziale innovativo Il raggiungimento di questo obiettivo richiede misure efficaci, comprese agevolazioni fiscali per le attività di ricerca e sviluppo. Le rinomate università e istituzioni tedesche, come gli Istituti Max Planck e la Fraunhofer Society, forniscono una solida base per promuovere l'innovazione. L'aumento degli investimenti potrebbe portare a risultati ancora più importanti nella promozione dell'innovazione e nel mantenimento del vantaggio competitivo della Germania. Inoltre, la Germania deve sviluppare da due a quattro importanti industrie del futuro in settori come l'intelligenza artificiale, la robotica, la tecnologia quantistica e le tecnologie verdi.

Figura 13: R&S in % del PIL nel 2022



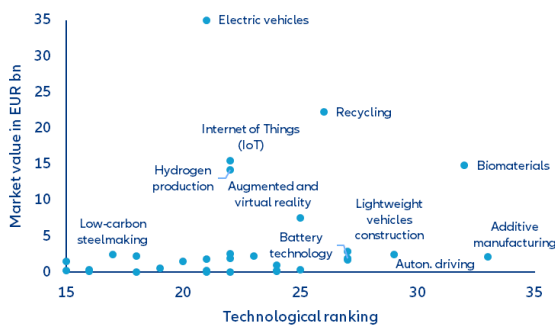
Fonti: OCSE, Allianz Research

Riquadro 1: Una strategia chiara per le industrie del futuro potrebbe essere trasformativa

La Germania possiede già diversi punti di forza nelle tecnologie emergenti, ma è in ritardo in altre che sono sempre più critiche Oggi, la Germania eccelle nelle tecnologie automobilistiche, in particolare nella mobilità elettrica ibrida, nei motori di trazione elettrici e nella costruzione automobilistica leggera. Questi punti di forza affondano le radici nella tradizionale esperienza tedesca, ma è necessaria una ricerca innovativa per migliorare le capacità della mobilità elettrica. Oltre al settore automobilistico, la Germania eccelle anche nelle tecnologie di produzione, nelle tecnologie ambientali e climatiche e nelle tecnologie mediche. Tuttavia, deve affrontare sfide significative nelle tecnologie dell'informazione, che sono cruciali per la digitalizzazione e hanno un impatto crescente su settori come l'automotive e l'ingegneria meccanica. La posizione della Germania nella tecnologia dell'informazione è di livello medio rispetto ai concorrenti globali, il che rende irrealistico aspettarsi rapidi progressi solo attraverso l'aumento della ricerca e sviluppo. Al contrario, l'attenzione dovrebbe essere rivolta al miglioramento delle competenze applicative nell'ambito delle tecnologie di produzione.

Mentre i punti di forza tecnologici ed economici della Germania sono spesso allineati, ci sono notevoli eccezioni Ad esempio, i veicoli elettrici ibridi e il riciclaggio vantano un valore di mercato significativo, ma mancano dell'importanza tecnologica della produzione additiva, dei biomateriali o della guida autonoma. Al contrario, questi settori tecnologici di alto livello non hanno ancora raggiunto un impatto economico comparabile (figura 14).

Figura 14 - Rilevanza del mercato delle tecnologie future in miliardi di EUR rispetto alla classifica tecnologica, 2020

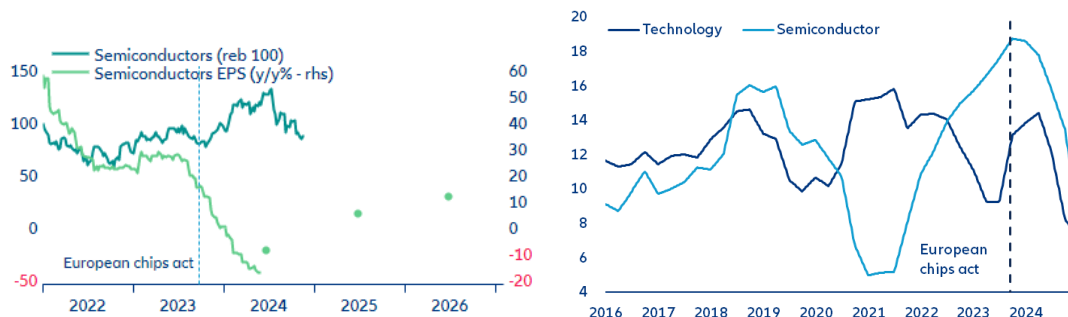


Fonti: Schmoch et al. (2021), Allianz Research

La Germania deve dare priorità a settori chiave come la tecnologia e i semiconduttori per salvaguardare il suo vantaggio competitivo In qualità di hub globale per la produzione e l'innovazione, la Germania si affida ai semiconduttori per settori critici, tra cui quello automobilistico, dell'automazione industriale e delle energie rinnovabili. Le recenti interruzioni della catena di approvvigionamento globale e la crescente concorrenza da regioni come l'Asia e gli Stati Uniti evidenziano l'urgente necessità di rafforzare la produzione nazionale di chip e l'innovazione. Gli investimenti in questo settore sono essenziali per garantire la resilienza contro le carenze di approvvigionamento, promuovere la leadership tecnologica, garantire

posti di lavoro di alto valore e rafforzare la posizione della Germania come leader nelle transizioni digitale e verde (figura 15). Sebbene le attuali aspettative di ricavi, utili e margini di profitto nel settore dei semiconduttori siano sfavorevoli, si prevede un miglioramento nel prossimo futuro.

Figura 15: Crescita dei prezzi e dell'utile per azione dei semiconduttori in Europa (a sinistra) e margine di profitto netto della tecnologia e dei semiconduttori in Germania (a destra)



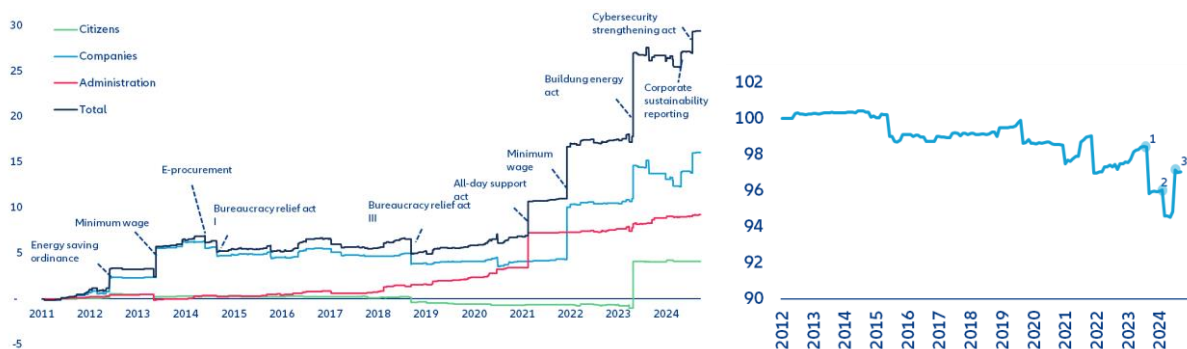
Fonti: IBES, LSGE Datastream, Allianz Research

Concentrarsi sulla tecnologia industriale e sull'innovazione potrebbe plasmare il futuro dell'economia tedesca Con un profilo tecnologico diversificato, la Germania sta assistendo a una crescita significativa della sua economia digitale, in particolare nell'intelligenza artificiale e nelle tecnologie quantistiche. Nell'ultimo anno, le start-up di intelligenza artificiale in Germania sono aumentate del +35%, trainate dall'interesse globale, dai finanziamenti pubblici e dagli investimenti di venture capital. In particolare, il 95% di queste start-up si concentra su soluzioni B2B su misura piuttosto che su applicazioni rivolte ai consumatori come i chatbot. In linea con questa tendenza, le aziende tedesche hanno lanciato DataHub Europe, una piattaforma volta a fornire dati sicuri e di alta qualità per l'addestramento di modelli di intelligenza artificiale. Questa iniziativa rafforza l'ambizione della Germania di essere leader nella tecnologia dell'intelligenza artificiale. Allo stesso modo, la Germania è riconosciuta come un pioniere nelle tecnologie quantistiche. La Germania ha bisogno di una strategia a lungo termine per avanzare in questi settori ad alta tecnologia per sostenere questo slancio e prevenire la migrazione di talenti all'estero. Ciò deve includere maggiori investimenti pubblici e privati nella ricerca e nelle applicazioni pratiche. Inoltre, è fondamentale sfruttare i punti di forza esistenti nel settore automobilistico e manifatturiero, affrontando al contempo le sfide legate alle trasmissioni elettriche e alla tecnologia dell'informazione. Un approccio mirato alla promozione delle tecnologie critiche del futuro sarà fondamentale per un progresso duraturo.

8 Ridurre gli ostacoli normativi

Le lamentele sulla burocrazia sono diffuse Mentre la Germania ha ridotto significativamente l'onere burocratico per le aziende dal 2012, i recenti sviluppi hanno invertito alcuni progressi. L'attuazione della direttiva sulla comunicazione societaria di sostenibilità (CSRD) nel 2024 ha aumentato l'onere burocratico per le aziende del +2,6% tra marzo e settembre (figura 16, a destra). I costi della burocrazia in Germania sono considerevoli, con una perdita di produzione economica che ammonta a circa 146 miliardi di euro all'anno. Secondo il Consiglio tedesco per il controllo normativo, i costi diretti sono stimati in 65 miliardi di euro all'anno, mentre i soli costi di conformità ammontano a 29 miliardi di euro. Questi costi di conformità sono così ripartiti: 4 miliardi di euro per i cittadini, 16 miliardi di euro per le imprese e 9 miliardi di euro per la pubblica amministrazione (figura 16, a sinistra). Tuttavia, i costi economici indiretti della burocrazia sono più del doppio dei costi diretti della burocrazia.

Figura 16: Andamento dei costi correnti di conformità dal 2011, in miliardi di EUR (a sinistra) e indice della burocrazia, gennaio 2012 = 100 (a destra)



Fonti: Normenkontrollrat (a sinistra), Destatis (a destra), Allianz Research. Note: 1) Fatturazione elettronica obbligatoria nel settore B2B; 2) Innalzamento delle soglie per le classi dimensionali delle imprese nel diritto della contabilità commerciale; 3) Rendicontazione di sostenibilità ai sensi della Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD).

La nuova direzione

Per ridurre efficacemente la burocrazia, la Germania deve:

- **Obiettivo di riduzione sistematica:** trasformare la burocrazia da eccezione selettiva a regola sistematica, puntando a una riduzione del -25% dei costi di conformità e burocratici entro quattro anni. Ciò include l'eliminazione delle eccezioni alla regola "one in, one out", il pieno recepimento delle direttive dell'UE e la considerazione dei costi amministrativi e dei cittadini.
- **Controlli pratici:** attuare rigorosi controlli pratici durante il processo legislativo per identificare tempestivamente le soluzioni e valutare le alternative.
- **Digitalizzazione delle procedure:** la digitalizzazione delle procedure legislative semplificherà le operazioni, ridurrà i ritardi e migliorerà la trasparenza.
- **Coinvolgimento delle parti interessate:** avviare un progetto di alleggerimento della burocrazia per coinvolgere attivamente le parti interessate, promuovendo la collaborazione e soluzioni pratiche per ridurre gli oneri amministrativi.
- **Migliorare l'efficienza:** è essenziale migliorare l'efficienza statale e amministrativa raggruppando le attività e stabilendo standard chiari e uniformi.
- **Voce unificata in Europa:** garantire che il governo tedesco parli con una voce unificata nei negoziati europei, tenendo conto delle implicazioni sui costi fin dall'inizio.

9 Rafforzare la leadership europea

L'UE funziona solo con un forte motore franco-tedesco Negli ultimi anni, questa partnership ha vacillato. Inoltre, il "voto tedesco" è diventato proverbiale a Bruxelles, quando i disaccordi di coalizione a Berlino hanno portato a ripetute astensioni sui voti critici. Tuttavia, il lancio simultaneo della nuova Commissione europea – che dovrebbe svelare un ambizioso programma di riforme basato sul Rapporto Draghi – e di un nuovo governo a Berlino rappresenta un'opportunità per un nuovo inizio. Detto questo, il ruolo della Francia potrebbe rimanere incerto a causa della sua continua instabilità politica.

La nuova direzione

La Germania deve portare avanti in modo costruttivo due questioni critiche dell'UE: la questione del debito comune e il completamento dell'Unione dei mercati dei capitali La tradizionale resistenza della Germania al debito comune non è più appropriata, visti gli enormi sforzi di difesa che l'Europa deve intraprendere. Il debito comune può fungere da leva per stabilire la spesa militare congiunta dell'UE e promuovere l'integrazione nell'industria europea della difesa. Questo strumento è adatto anche per un mercato comune europeo dell'energia.

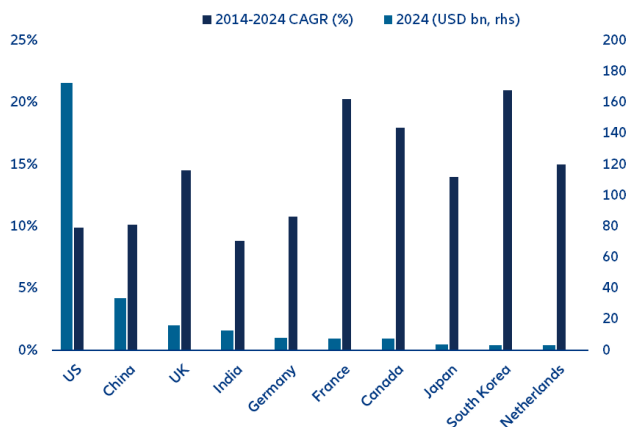
Il completamento dell'Unione dei mercati dei capitali è essenziale per rafforzare la competitività dell'UE e sbloccare maggiori opportunità di finanziamento per le imprese Tuttavia, non tutte le proposte sul tavolo sono ugualmente vantaggiose:

- **Vigilanza centralizzata:** sebbene la convergenza della vigilanza sia fondamentale per raggiungere gli obiettivi dell'Unione dei mercati dei capitali, non è necessario consolidare la vigilanza a livello dell'UE. Il settore bancario dimostra che un'autorità di vigilanza unica non è di per sé favorevole all'integrazione del mercato. L'attenzione su un modello di "autorità di vigilanza unica" rischia di distogliere l'attenzione politica da iniziative più importanti.
- **Cartolarizzazione:** sebbene un'ulteriore crescita e diversificazione delle cartolarizzazioni siano benvenute, non affrontano la principale debolezza dei mercati dei capitali europei: l'eccessiva dipendenza dal finanziamento del debito. L'Europa ha bisogno di più capitale, non di prestiti bancari.

Al centro dell'Unione dei mercati dei capitali dovrebbe esserci la rivitalizzazione dei mercati azionari dell'UE, in particolare del venture capital (VC) e del private equity (PE), dove l'Europa segue di gran lunga gli Stati Uniti (Figura 17). Per raggiungere questo obiettivo è necessario riorientare i comportamenti di risparmio e di investimento. Tuttavia, è difficile capire come un'etichetta paneuropea possa cambiare questa situazione. Ad esempio, i fondi d'investimento sono già molto "europei" – gli UCITS sono di fatto lo standard internazionale dei fondi e la maggior parte sono domiciliati in Lussemburgo – ma questo ha avuto finora un impatto limitato sulla cultura azionaria.

Incentivi come le agevolazioni fiscali per incoraggiare i risparmiatori privati a investire nei mercati azionari, insieme al rafforzamento delle pensioni finanziate dal capitale per riorientare gli investitori istituzionali verso l'azionario, sono fondamentali. Tuttavia, la responsabilità di promuovere una cultura dell'equità spetta agli Stati nazionali. La Germania, in particolare, deve affrontare la sua debole cultura azionaria, ad esempio introducendo solidi pilastri finanziati con capitale nel suo sistema pensionistico. Ulteriori iniziative che il nuovo governo tedesco dovrebbe sostenere per migliorare l'Unione dei mercati dei capitali includono una regolamentazione semplificata (anche per le IPO) e regole di rendicontazione, in particolare nella finanza sostenibile, l'aumento dei finanziamenti di VC attraverso l'espansione del Fondo europeo per gli investimenti (FEI) e la promozione della convergenza dei quadri in materia di insolvenza attraverso un "28° regime" armonizzato.

Grafico 17: Investimenti di capitale di rischio per paese



Fonti: Dealroom, Allianz Research

Riquadro 2: Mobilitare il bacino di risparmio tedesco

Le famiglie tedesche detengono attività finanziarie per 8,8 trilioni di euro (giugno 2024), di cui 3,3 trilioni di euro in depositi bancari, di cui 2,1 trilioni di euro in depositi a vista Con depositi che rappresentano il 41% delle attività finanziarie (fine 2023), la Germania ha una delle quote di deposito più alte d'Europa, superando significativamente paesi come la Francia (30%) e l'Italia (28%).

Se le famiglie tedesche riducessero la loro quota di depositi al 30% nel prossimo decennio, potrebbero "liberare" almeno 800 miliardi di euro (80 miliardi di euro all'anno) Oltre a rimescolare le scorte, anche i nuovi risparmi (flussi) dovrebbero essere reindirizzati. Nel 2024 le famiglie tedesche sono in procinto di acquistare 300 miliardi di euro di attività finanziarie; È probabile che la metà di questo finisca in depositi bancari. La riduzione della quota di depositi di nuovi risparmi al 30% potrebbe sbloccare ulteriori 60 miliardi di euro per i risparmi a lungo termine e gli investimenti verdi. Questo semplice calcolo mostra che

le famiglie tedesche hanno il potenziale per investire almeno 100 miliardi di euro all'anno in prodotti del mercato dei capitali, il che è teoricamente sufficiente per finanziare la transizione energetica.

Un tale cambiamento è realizzabile La risposta decisiva dei risparmiatori tedeschi alla recente inversione di tendenza dei tassi d'interesse – l'acquisto di obbligazioni e il trasferimento del denaro dai depositi a vista a quelli a termine – dimostra la loro capacità di adattarsi al cambiamento degli incentivi. Data la forte avversione della Germania per la tassazione, misure coraggiose come l'abolizione delle plusvalenze potrebbero reindirizzare i risparmi verso investimenti verdi.

Tuttavia, le attività finanziarie in Germania sono distribuite in modo diseguale Mentre l'attività finanziaria media è di 77.900 euro, la mediana è di soli 25.900 euro. Il 20% più povero detiene, in media, 3.400 euro di attività finanziarie, mentre il 10% più ricco detiene 332.800 euro.¹ Per consentire alle famiglie a basso reddito di risparmiare e beneficiare della trasformazione verde, si potrebbe utilizzare la proposta di iniziativa "Klimageld" (denaro per il clima), che mira a redistribuire i proventi della fissazione del prezzo del carbonio direttamente ai cittadini. Questo schema potrebbe incanalare i fondi (in tutto o in parte) in "prodotti finanziari per il clima" privati, con il governo che raddoppia l'importo che le famiglie risparmiano sui costi energetici. Un tale "dividendo climatico" servirebbe a un duplice scopo: garantire l'accettazione sociale della trasformazione verde (poiché non sarebbe più un progetto solo dei ricchi) e ridurre la disuguaglianza sociale consentendo ai lavoratori a basso reddito di accumulare risparmi.

10 Impegno per relazioni commerciali eque

Il modello di crescita guidato dalle esportazioni della Germania l'ha lasciata esposta mentre la globalizzazione si ritira Con il 43% del suo PIL derivato dalle esportazioni, la Germania deve affrontare una crescente pressione sul suo modello orientato all'esportazione. Negli ultimi 15 anni, le esportazioni al di fuori dell'UE sono aumentate dal 17% al 22%, aumentando inizialmente i profitti e le entrate del tesoro. Tuttavia, dal 2022 la dipendenza dalla Cina è diminuita, con le esportazioni cinesi che ora rappresentano solo il 6% delle esportazioni totali della Germania.

La sfida va oltre la dipendenza dalle esportazioni Il mercato interno cinese fatica ad assorbire l'eccesso di produzione dei produttori sovvenzionati dallo Stato, portando a un surplus commerciale ampliato che mette sotto pressione le imprese tedesche sia a livello nazionale che internazionale. Mentre le esportazioni verso gli Stati Uniti hanno parzialmente compensato il calo delle esportazioni verso la Cina (Figura 18), i dazi e le restrizioni incombenti minacciano i produttori tedeschi che dipendono dai fattori produttivi cinesi. Questa concorrenza si intensifica poiché gli esportatori cinesi cercano mercati alternativi, tra cui l'Europa. Allo stesso tempo, la Cina si sta allontanando da un'economia guidata dalle esportazioni verso il consumo interno e l'autosufficienza, posizionandosi più come concorrente che come cliente. In risposta, le aziende tedesche stanno delocalizzando la produzione all'estero, con settori chiave sempre più fiorenti negli Stati Uniti e nell'Asia orientale, stimolati da sussidi e incentivi fiscali.

Grafico 18: Esportazioni tedesche, 2009 = 100

| Anno | Eurozone | China | Russia | USA | UK |
|------|----------|-------|--------|-----|-----|
| 1992 | 50 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| 1993 | 50 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| 1994 | 50 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| 1995 | 50 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| 1996 | 50 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| 1997 | 50 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| 1998 | 50 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| 1999 | 50 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| 2000 | 50 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| 2001 | 50 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| 2002 | 50 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| 2003 | 50 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| 2004 | 50 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| 2005 | 50 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| 2006 | 50 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| 2007 | 50 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| 2008 | 50 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| 2009 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 2010 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 2011 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 2012 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 2013 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 2014 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 2015 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 2016 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 2017 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 2018 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 2019 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 2020 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 2021 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 2022 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 2023 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 2024 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |

Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

¹ Deutsche Bundesbank (2023), Rapporto mensile aprile.

La nuova direzione

Con l'evolversi della globalizzazione, la Germania deve ridurre le dipendenze ristrutturando le sue catene del valore verso l'Europa L'UE deve sostenere le sue imprese e le sue industrie esportatrici negoziando accordi di libero scambio (ALS) per contrastare il crescente protezionismo globale. Il recente accordo di libero scambio con il Mercosur, il blocco commerciale sudamericano, rappresenta un significativo passo avanti. Dare priorità agli accordi di libero scambio con paesi ricchi di risorse come l'Australia e regioni ad alta crescita come l'ASEAN è essenziale per garantire risorse critiche e attingere ai mercati emergenti.

Altrettanto importante è promuovere la prosperità in Europa Ciò richiede la semplificazione delle normative, la standardizzazione delle politiche industriali in tutti gli Stati membri, il consolidamento dei mercati dei capitali e dei sistemi finanziari e l'investimento in settori orientati al futuro. L'adozione di una prospettiva più europea consentirà di rispondere meglio alle sfide condivise in un panorama globale sempre più frammentato. Per la Germania, questa transizione richiede la transizione dal suo tradizionale modello economico dipendente dalla globalizzazione a uno incentrato sulla cooperazione regionale e sull'autosufficienza. La Germania deve costruire una coalizione di partner volenterosi per guidare questo cambiamento e articolare una visione convincente per il futuro dell'Europa.