

Allianz Research | 27 Novembre 2025

Black Friday: la ciliegina sulla torta per il retail negli Stati Uniti?

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

In sintesi

Mesi di incertezza commerciale e dazi più alti non hanno impedito agli acquirenti statunitensi di aggiungere al carrello durante tutto l'anno. Le vendite del Black Friday e del Cyber Monday probabilmente raggiungeranno un nuovo record quest'anno, ma il motore di consumo statunitense è rimasto resiliente durante l'incertezza dei dazi. I dati dell'Advance Census Bureau mostrano che le vendite al dettaglio e nei servizi di ristorazione a settembre sono state del 4,3% più alte da inizio anno, portando il settore sulla strada per la sua migliore performance dal 2022, con un fatturato in aumento del +4% quest'anno (contro il +3% in Europa). Il preavviamento prima dell'entrata in vigore dei dazi ha fornito un forte vantaggio, e lo slancio non è venuto meno come inizialmente temuto, sostenuto da tassi d'interesse più bassi, posti di lavoro solidi e inflazione contenuta. Ancora più importante, le aziende di alimentari e bevande, elettronica e assistenza personale hanno scelto di assorbire i costi correlati ai dazi invece di trasferirli ai consumatori, con margini che si sono deteriorati dell'1-3%. A partire dal terzo trimestre, i prezzi hanno iniziato a salire gradualmente nei giocattoli, nell'abbigliamento e nei mobili, pur restando limitati in alimenti e prodotti elettronici. Nel frattempo, invece di riportare un'ondata di produzione all'estero, le aziende statunitensi stanno ricalibrando la loro presenza globale, espandendosi in mercati strategicamente posizionati e a costi inferiori per preservare la competitività e coprire il rischio commerciale futuro, riducendo al contempo la loro esposizione alla Cina (importazioni statunitensi in calo del -36% da aprile). Nei settori dei giocattoli e dell'abbigliamento, ad esempio, la domanda si sta spostando dalla Cina al Vietnam e ad altri paesi asiatici come Cambogia e Indonesia.

Tuttavia, crepe nel mercato del lavoro e crescenti disparità di reddito potrebbero pesare sull'ottimismo dei consumatori nel 2026-2027. Le prospettive per il retail statunitense sono più promettenti del previsto, con una domanda resiliente e un limitato tratto tariffario che sostengono un rimbalzo previsto del +3% nelle vendite al dettaglio nel 2025 e guadagni costanti nel 2026-27 sullo sfondo di una crescita del ~2% negli Stati Uniti. Un credito più facile e l'attenuazione dell'ansia tariffaria dovrebbero aiutare a compensare le preoccupazioni sulla ripresa dell'inflazione, con i prezzi al consumo che dovrebbero rimanere vicini al 3% il prossimo anno. Tuttavia, le crepe precoci nel mercato del lavoro e la semplificazione dei costi aziendali rappresentano rischi, mentre emergono disparità di reddito sempre più ampie. Tuttavia, la forza dei consumatori a reddito più alto dovrebbe continuare a essere il punto di riferimento per la performance complessiva del retail.

In Europa, condizioni economiche più forti dovrebbero sostenere un recupero della spesa. Nonostante un terzo trimestre più debole della spesa, il retail europeo è destinato a un solido guadagno del +4% nel 2025, sostenuto dall'allentamento delle frizioni commerciali, da un panorama politico locale più stabile e dallo slancio continuo della disinflazione. Un euro più saldo, un credito più debole e un miglioramento della fiducia dovrebbero sostenere una crescita economica più ampia del +1-1,5% nel 2026-27. La cautela delle famiglie dopo la pandemia e gli shock energetici dovrebbe diminuire progressivamente man mano che il potere d'acquisto si riprenderà dal periodo dell'inflazione del 2022. Con risparmi intorno al

15%, si profila un recupero significativo, che indica un rimbalzo del +3% nel 2026 e del +4% nel 2027.

Guardando al futuro, tre tendenze plasmeranno il futuro del retail: l'ascesa dell'IA, i mercati cinesi che perdono il loro vantaggio e le insolvenze che si avvicinano al picco in Europa. La spinta dell'IA si diffonderà ulteriormente nel settore retail, rafforzata dalle pressioni tariffarie che rendono l'efficienza, la gestione dei costi, la logistica e le strategie di approvvigionamento ancora più critiche nell'attuale contesto a costi elevati. Oltre ai miglioramenti di produttività, l'IA rafforzerà la fidelizzazione e la conversione dei clienti durante tutto il percorso di acquisto e permetterà ai rivenditori di identificare e anticipare meglio le esigenze dei clienti, anche se questa tendenza comporta anche il rischio di nuovi entranti, poiché le principali piattaforme LLM cercano di sfruttare il retail come motore di crescita per finanziare la loro R&S ad alta intensità di capitale. Nel frattempo, la penetrazione dei mercati cinesi negli Stati Uniti e in Europa dovrebbe diminuire a causa di regole commerciali più rigide e della fine delle esenzioni fiscali per le spedizioni di basso valore. Tuttavia, i concorrenti cinesi potrebbero rientrare o rafforzare la loro presenza in questi mercati chiave attraverso canali più convenzionali – contrastando concorrenti sempre più digitali – scalando tramite joint venture o acquisizione di operatori locali. Le insolvenze retail probabilmente continueranno a crescere, poiché il settore si trova in una profonda fase di trasformazione post-Covid, caratterizzata da un consolidamento dell'ecosistema, con i dazi che rappresentano solo un ulteriore ostacolo. Tuttavia, riteniamo che l'Europa possa essere vicina al picco, come suggerito dal calo delle tendenze di insolvenza nel Regno Unito negli ultimi 12 mesi e dai primi segnali di decelerazione in mercati importanti come la Francia (-2% negli ultimi 12 mesi) e l'Italia (-35% negli ultimi tre mesi a ottobre), dove le recenti crisi hanno favorito una maggiore resilienza in tutto il settore. In Germania, la tendenza rialzista continua (+14% negli ultimi dodici mesi e +5% negli ultimi tre mesi ad agosto). Questa eterogeneità riflette diverse velocità di adattamento tecnologico e pressioni competitive, ma il messaggio generale è chiaro: il passaggio verso una vendita al dettaglio più digitale, automatizzata e data-centrica continua a rimodellare il settore, e con esso anche il panorama dell'insolvenza.

L'inverno non è ancora arrivato: Aspettiamo ancora gli effetti dei dazi

Il settore retail statunitense ha avuto un anno sorprendentemente forte, ma c'è più di quanto sembri. I dati dell'Advance Census Bureau mostrano che le vendite al dettaglio e nei servizi di ristorazione ad agosto sono state superiori di oltre il 4,0% su base annua, portando il settore sulla buona strada per la sua migliore performance dal 2022. Tuttavia, questa buona performance nasconde una storia più sfumata: i guadagni sono stati diseguali tra volumi e prezzi, e tra beni e servizi. Da un lato, i dazi hanno avuto un ruolo inaspettato: invece di frenare la domanda, le paure di futuri aumenti dei prezzi per categorie tipicamente importate come elettronica, abbigliamento, giocattoli ed elettrodomestici hanno spinto i consumatori statunitensi ad acquisti anticipati, aumentando le vendite nominali. L'aumento del +1,5% registrato a marzo – il miglior mese degli ultimi due anni – è un chiaro segno di acquisti preventivi in vista dei dazi all'importazione presentati all'inizio di aprile. D'altra parte, la robustezza è meno impressionante su base "reale" o aggiustata per volume, che mostra un modesto rimbalzo medio del +1,5% quest'anno a luglio, suggerendo che gli effetti sui prezzi stanno facendo gran parte del lavoro pesante. Nel frattempo, il segmento dei servizi sembra raffreddarsi, suggerendo che i consumatori potrebbero orientarsi verso i beni, il che rafforza ulteriormente l'idea che la crescita generale debba più alle dinamiche dei prezzi guidate dai dazi che a una ripresa diffusa della domanda.

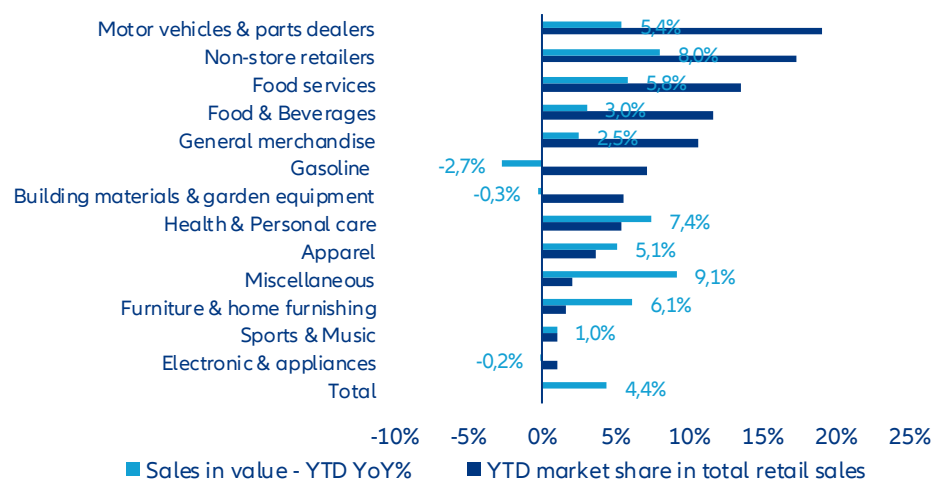
Figure 1 & 2: Vendite al dettaglio, momentum annuo del volume, valore, beni e servizi (valore in USD, a prezzo costante)



Fonti: Censimento USA, LSEG Datastream, Allianz Research

Le principali categorie retail hanno tutte registrato una forte ripresa, ad eccezione dei prodotti elettronici e dei materiali da costruzione. Nonostante i timori di crescenti pressioni sulle importazioni, la spesa dei consumatori statunitensi per beni discrezionali ha mostrato quest'anno un notevole disaccoppiamento: la maggior parte delle categorie registra una crescita solida, anche se i ricavi da elettronica e materiali da costruzione stanno diminuendo da inizio anno e la spesa nelle stazioni di servizio è in forte calo (principalmente a causa dei prezzi più bassi del petrolio). Tuttavia, i beni sportivi e musicali sono in ritardo, con solo una modesta crescita dell'inizio anno da inizio anno a una modesta crescita di circa ~1%. Nel frattempo, le categorie tradizionali sensibili all'importazione come abbigliamento, mobili e veicoli stanno ripreso con forza: i rivenditori riferiscono di aver sgomberato l'eccesso di inventario e offertogenerosi sconti, e molti produttori (soprattutto nel settore automobilistico e dell'abbigliamento) hanno assorbitogli aumenti iniziali dei costi legati ai dazi, dando priorità a un volume di vendita più elevato rispetto alla protezione dei margini. Anche i punti vendita di articoli generali e alimentari hanno registrato una crescita resiliente da inizio anno di ~2,5–3%, riflettendo la loro tipica stabilità in ambienti inflazionisti. Allo stesso tempo, i rivenditori non negozi (digitali) e le categorie scontate "varie" sono entrambe aumentate di quasi +10% da inizio anno, evidenziando l'importanza costante del canale digitale negli Stati Uniti e la domanda costante di beni scontati nel settore retail. Questo schema suggerisce che i consumatori sono sempre più sensibili al prezzo – alla ricerca di beni di valore online o in formato sconto – anche mentre continuano a spendere per beni discrezionali duraturi, sottolineando la forza del loro appetito nonostante i venti contrari nelle politiche macro.

Figura 3: Vendite al dettaglio per categoria di beni e servizi (performance annuale da inizio anno*)

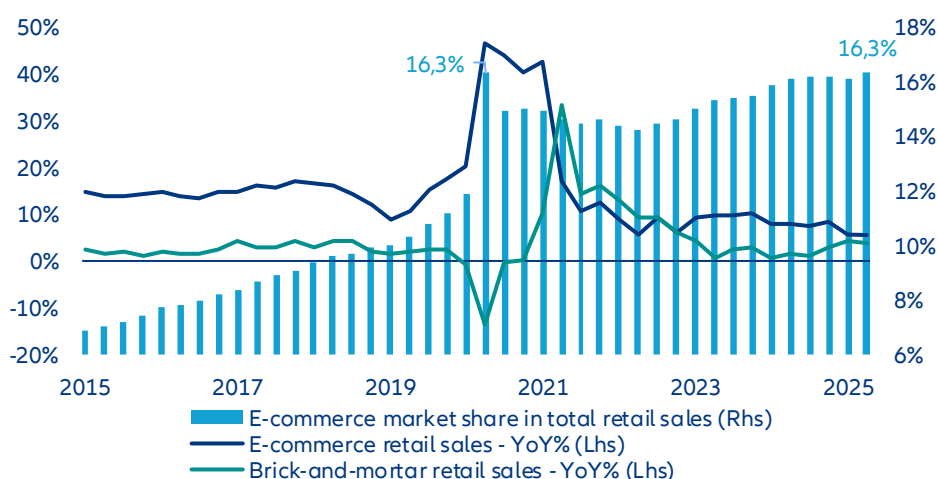


* Dati ad agosto 2025. Fonti: Censimento USA, LSEG Datastream, Allianz Research

Le vendite digitali sono tornate al picco del Covid-19, ma l'espansione dell'e-commerce è rallentata dai dazi.

Dalla pandemia, le vendite digitali sono diventate un motore di crescita sostenuto per il retail statunitense, ma invece di sostituire i negozi fisici, svolgono sempre più un ruolo complementare. Nel secondo trimestre del 2025, l'e-commerce ha rappresentato il 16,3% delle vendite al dettaglio totali negli Stati Uniti, secondo l'US Census Bureau, quasi eguagliando il picco pandemico. Tuttavia, la crescita si sta un po' raffreddando: le vendite online sono cresciute del +5,6% nella prima metà del 2025, ben al di sotto della media del 7% negli ultimi tre anni, con la prima contrazione in quattro anni registrata nel primo trimestre 2025 (-0,1%). Questa stabilizzazione sottolinea che i consumatori apprezzano ancora le esperienze in negozio. Lo shopping fisico rimane profondamente radicato nella cultura americana e, nonostante le sfide che i rivenditori fisici hanno affrontato recentemente, molti stanno ora rinnovando i loro modelli – migliorando il servizio, combinando i punti di contatto online e offline e perfezionando i percorsi dei clienti per soddisfare le aspettative in evoluzione di una generazione più giovane. Questo è particolarmente importante poiché i clienti della Generazione Z mostrano una fedeltà al marchio relativamente debole, spingendo i rivenditori a innovare oltre i tradizionali programmi di fedeltà. Nel frattempo, gli operatori dell'e-commerce si stanno adattando a un contesto commerciale più difficile: i nuovi dazi statunitensi hanno costretto sia i mercati locali che quelli esteri a rivedere le loro strategie, spostando l'inventario verso venditori o magazzini con sede negli USA, revisionando la logistica e l'approvvigionamento di terze parti e riducendo la dipendenza dal drop shipping diretto dalla Cina. Questi cambiamenti illustrano come i canali digitali rimangano vitali, ma debbano evolversi per restare competitivi, e come continuino a integrare, invece di sostituire, l'ecosistema tradizionale del retail.

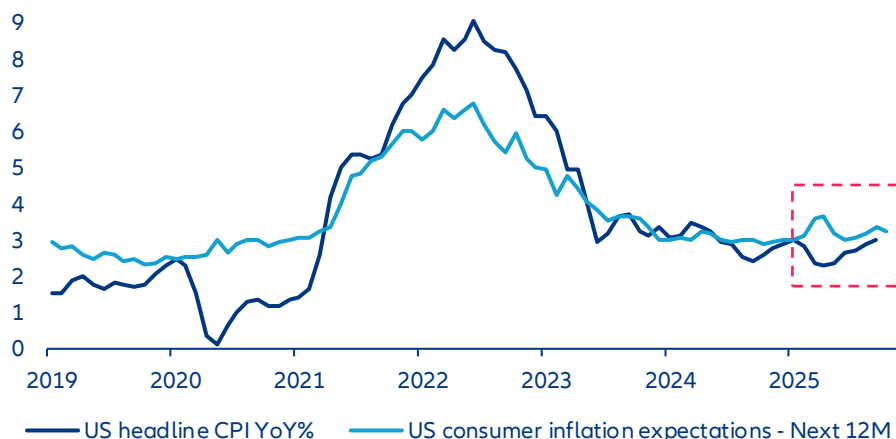
Figura 4: Slancio annuale delle vendite del mercato dell'e-commerce e dei negozi fisici



* Dati al secondo trimestre 2025. Fonti: Censimento USA, LSEG Datastream, Allianz Research

Gli effetti dei dazi stanno influenzando i prezzi, ma le preoccupazioni per l'inflazione delle famiglie restano sotto controllo (finora). A marzo e aprile, le incertezze sulla politica commerciale hanno portato le aspettative di inflazione a circa il 3,6%. Ma con il ritardo dell'attuazione di alcune tariffe e il progredire dei negoziati bilaterali, queste paure si sono affievolite. A giugno, il Survey of Consumer Expectations della Fed di New York mostrava che le aspettative di inflazione a un anno di anticipo tornavano al 3,0%, vicino al livello di gennaio. Questa separazione tra inflazione attesa e dinamiche reali dei prezzi sembra aver temporaneamente sostenuto la spesa dei consumatori: nonostante l'ansia iniziale dei consumatori, le loro aspettative a lungo termine si sono stabilizzate anche se l'inflazione generale è rimasta moderata. Le imprese inizialmente assorbono gran parte dei costi correlati ai dazi, smorzando gli immediati aumenti dei prezzi. Tuttavia, entro il terzo trimestre, il trasferimento tariffario sui beni principali era già nell'intervallo del 61-80%, e le aziende hanno iniziato a rivedere i prezzi man mano che l'incertezza commerciale persisteva. A settembre, l'IPC statunitense è salito al 3,0% su base annua, il suo tasso più rapido dall'inizio del 2025. Sebbene ci aspettiamo che l'inflazione rimanga limitata intorno al 3% nel 2026 – nulla di paragonabile al picco post-Covid superiore al 9% – una pressione persistente al rialzo sui prezzi potrebbe ripercorrersi sulla domanda al dettaglio.

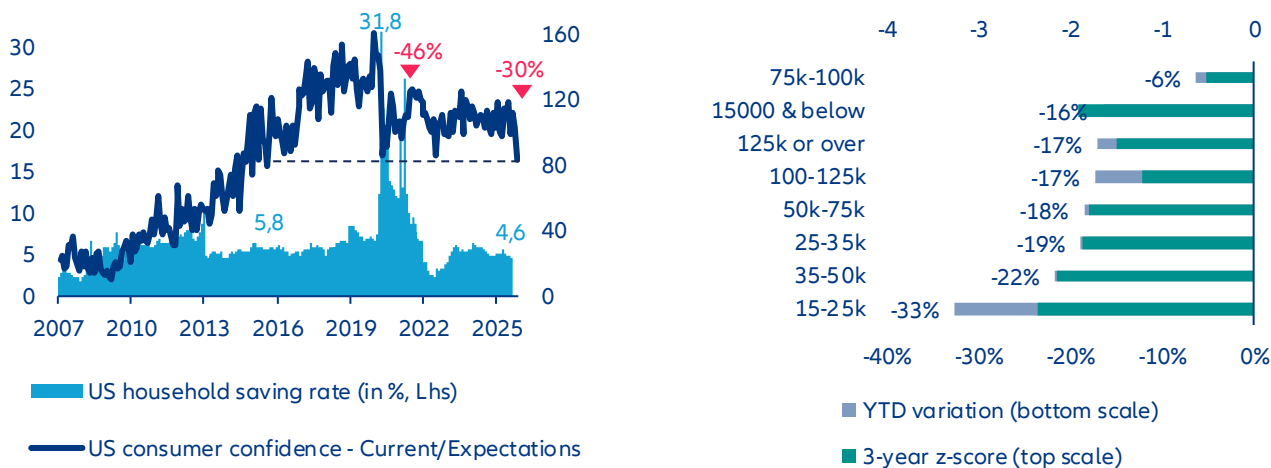
Figura 5: Tasso di inflazione negli Stati Uniti e aspettative dei consumatori



Fonti: BLS, LSEG Datastream, Allianz Research

I timori che i dazi potessero far aumentare l'inflazione hanno pesato sulla fiducia all'inizio dell'anno, ma gli effetti sono stati disomogenei tra i gruppi di reddito. La fiducia dei consumatori quest'anno è stata molto volatile, calando bruscamente nel primo trimestre 2025 insieme ai primi annunci di dazi e riprendendosi in parte nel secondo e terzo trimestre durante il periodo degli accordi bilaterali, per poi diminuire bruscamente nel quarto trimestre con l'entrata in vigore delle nuove aliquote doganali. Questa crisi è stata dovuta principalmente al crollo delle aspettative: l'Indice delle Aspettative è sceso a 39,6 a novembre, un minimo degli ultimi 26 anni, riflettendo l'ampia ansia per il pacchetto tariffario del secondo trimestre della Casa Bianca, le persistenti paure sull'inflazione e le cicatrici dell'aumento dei prezzi post-Covid. In termini di portata, il calo di quest'anno (-30%) non è stato grave come il drammatico crollo dell'era Covid (-46% rispetto a gennaio-maggio 2020), ma comunque impressionante considerando che il commercio globale si è temporaneamente fermato nel 2020. Tuttavia, a differenza del 2020, il tasso di risparmio delle famiglie è rimasto sorprendentemente basso nel terzo trimestre (4,6% ad agosto), quasi 4 punti sotto la media storica e 2,5 punti sotto la media 2015-2024, riflettendo la distribuzione diseguale del deterioramento del sentiment. Le famiglie che guadagnavano tra 75.000 e 100.000 USD all'anno e oltre 125.000 USD all'anno sono rimaste relativamente resilienti e hanno continuato a spendere, ma anche il segmento a reddito più basso (15.000 USD o inferiore) è rimasto resiliente. Ciò si spiega dal fatto che le famiglie a basso reddito spendono meno per beni discrezionali e sono state quindi solo moderatamente influenzate da un possibile aumento dei beni importati. La resilienza delle famiglie ad alto reddito ha sostenuto l'attività al dettaglio anche mentre i consumatori a basso reddito e sensibili ai prezzi sono diventati sempre più timorosi di perdere potere d'acquisto. Infatti, mentre i tre decolli più alti del reddito negli Stati Uniti rappresentano circa il 48% della spesa totale, il loro peso nella spesa per beni durevoli era quasi il 55% nel 2023, di cui il decile superiore rappresenta quasi il 25%. La storica resilienza delle famiglie a reddito più alto alle oscillazioni dell'inflazione, unita alla relativa solidità del mercato del lavoro e alla bassa volatilità nei mercati finanziari – anche se la recente correzione guidata dall'IA dovrebbe essere monitorata – ammortizzerà i consumi statunitensi.

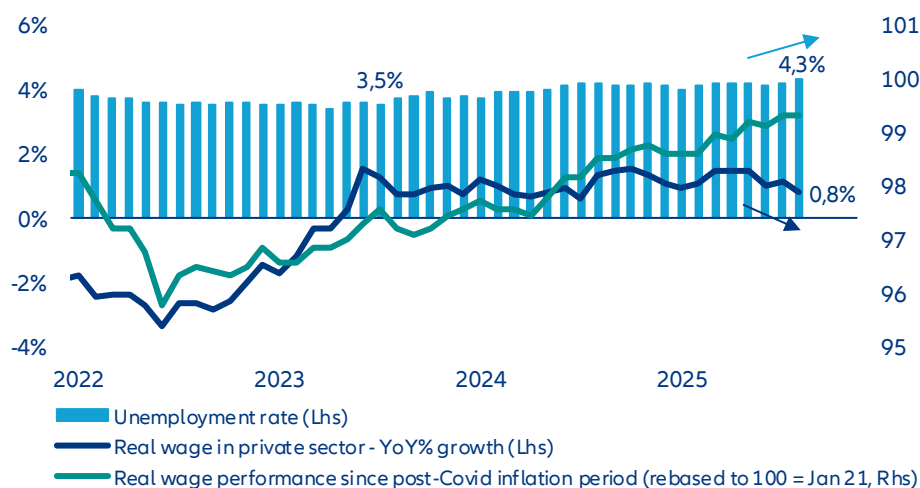
Figure 6 & 7: Risparmio delle famiglie e tasso di fiducia / Ripartizione del sentiment dei consumatori per segmento di reddito



Fonti: Conference Board LSEG Datastream, Allianz Research

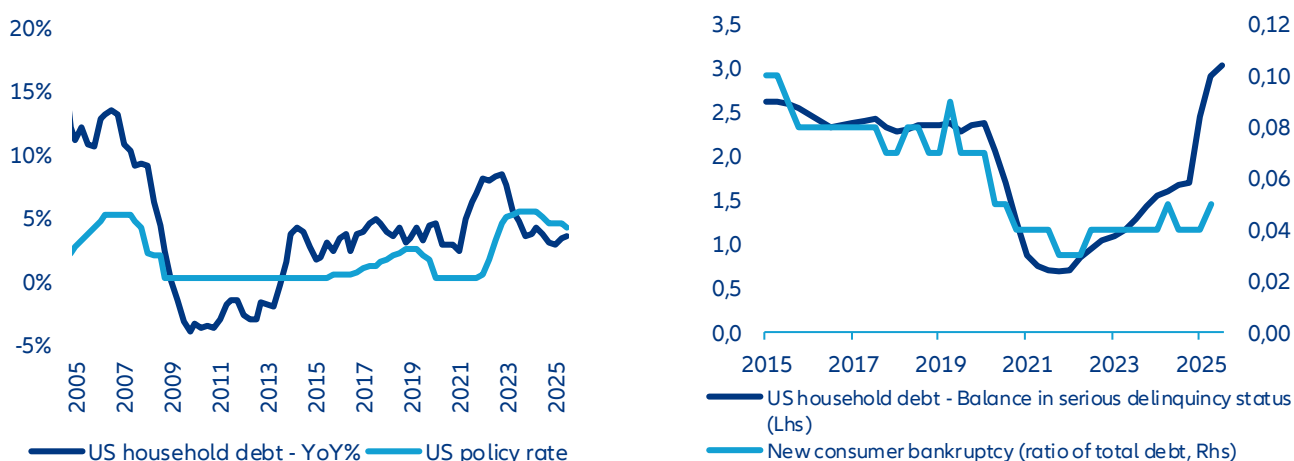
Le crepe nel mercato del lavoro minacciano di attenuare la ripresa del potere d'acquisto. La disoccupazione al 4% (vicino al minimo storico) ha contribuito a sostenere la spesa dei consumatori, ma questa resilienza è minacciata. Le tensioni commerciali hanno costretto molte aziende statunitensi a riprogettare le proprie catene di approvvigionamento in modi costosi, diversificando allontanandosi da fornitori vulnerabili ai dazi, allungando la logistica e aumentando le scorte. Nei sondaggi, la maggior parte delle aziende afferma che la rifinizione della produzione raddoppierebbe almeno i propri costi, in particolare a causa di un grande divario di costi del lavoro tra Stati Uniti e altri paesi. Di conseguenza, molti intendono favorire l'automazione rispetto al lavoro. Queste pressioni sui costi si stanno traducendo in cambiamenti radicali nella forza lavoro. Il retail e la logistica sono classificati tra le prime tre industrie manifatturiere statunitensi che hanno registrato i maggiori tagli al personale (rispettivamente circa 80k e 90k), subito dietro alla tecnologia (~110k). Nel retail, il restringimento fa parte di un più ampio sforzo per ottimizzare le operazioni in un contesto di domanda debole e rischi tariffari, e deriva da precedenti debolezze ereditate dal periodo di inflazione post-Covid. Nel breve termine, questa crescente scarsa potrebbe indebolire lo slancio salariale proprio mentre i guadagni salariali reali derivanti dalla ripresa post-Covid hanno iniziato a svanire. Quando i consumatori si sentono insicuri riguardo alle proprie prospettive lavorative, sono molto più propensi a ridurre la spesa, pesando su un consumo più ampio anche se il mercato del lavoro è ancora relativamente ristretto.

Figura 8: Tasso di disoccupazione e crescita reale dei salari nel settore privato



La pressione al ribasso sui tassi di politica monetaria sosterrà i consumi, ma non aspettatevi un boom. Condizioni di credito più flessibili hanno anche favorito la spesa dei consumatori negli Stati Uniti. Un sondaggio della Fed di New York di giugno 2025 ha rivelato che i tassi di rifiuto del rifinanziamento dei mutui sono scesi bruscamente – dal 42% a febbraio a appena il 15% a giugno – mentre i rifiuti dei prestiti auto sono scesi dal 14% al 7%, segnalando un miglioramento significativo dell'accesso al credito. Contemporaneamente, il debito totale delle famiglie è salito a circa 18,6 trilioni di dollari nel terzo trimestre del 2025 (in aumento di 550 miliardi di dollari quest'anno, di cui l'85% è stato dovuto a mutui e nuova domanda di acquisti di case). Al terzo trimestre, il debito delle carte di credito era aumentato "solo" di 22 miliardi di USD, rappresentando il 4% della crescita del debito familiare nel 2025, contro il 14% in media negli ultimi tre anni. Questa crescita lenta testimonia che le banche stanno diventando più caute in un contesto di crescente tasso di insolvenza, come dimostrato dal Senior Loan Officer Opinion Survey della Fed. Nel terzo trimestre del 2025, il rapporto di debito delle famiglie in grave morosità (oltre 90 giorni) è salito oltre il 3% per la prima volta dal 2014, in particolare dovuto al peggioramento dello status di debito studentesco dopo la decisione della Casa Bianca di sospendere il programma di cancellazione dei prestiti dell'ex amministrazione (rapporto di debito in grave inadempimento al 14% nel terzo trimestre 2025 contro meno dell'1% alla fine del 2024). ma anche debiti con carte di credito (grave tasso di morosità intorno al 7%, il più alto dal 2011) e prestiti auto (quasi il 3%, il più alto dal 2009). Le famiglie a basso reddito, che spesso non dispongono di garanzie sostanziali e hanno profili creditizi più deboli, possono trovare l'accesso al credito più limitato. Con il rafforzamento dei prestiti dalle banche e l'intensificarsi della tensione sul debito dei consumatori, il rischio è che questo contesto creditizio "di supporto" possa erodersi, specialmente per chi è meno in grado di assorbire gli shock, potenzialmente minando i consumi se i morosi si infondano o l'esaurimento del credito limitano i futuri indebiti.

Figure 9 e 10: Tassi di politica statunitense vs; Slancio del debito familiare / Rapporto debiti morosi e fallimenti dei consumatori statunitensi

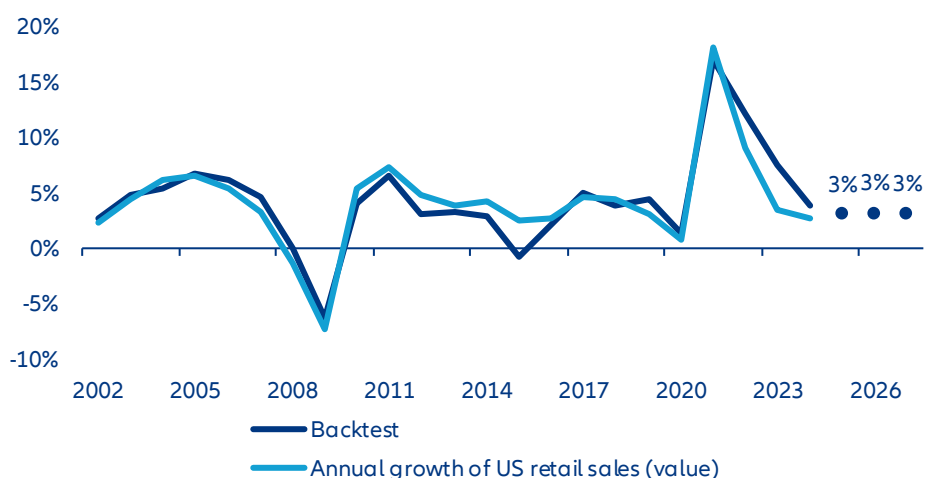


Fonti: Fed di New York, Federal Reserve degli Stati Uniti, Allianz Research

Nel complesso, ci aspettiamo che le vendite al dettaglio negli Stati Uniti rimangano resilienti, crescendo del +3% rispetto al 2025-2027. Le vendite al dettaglio negli Stati Uniti sono destinate a seguire una traiettoria solida ma moderata tra il 2025 e il 2027. Dopo un forte inizio di 2025, si prevede che lo slancio si raffredderà nella seconda metà, man mano che il precoce anticipo degli acquisti diminuisce, mentre i prezzi più alti e i segnali emergenti di un indebolimento del mercato del lavoro limitano la domanda. Tuttavia, il nostro modello di previsione indica un tasso di crescita annuale di circa il 3%, in linea di massima con la performance dello scorso anno. Guardando al futuro, prevediamo un ritmo di crescita annuo costante del 3% sia nel 2026 che nel 2027, con pressioni inflazionistiche che probabilmente rimarranno contenute vicino al 3% e l'impatto degli aumenti tariffari che si rivelerà inferiore a quanto inizialmente temuto, grazie agli accordi commerciali e agli sforzi delle aziende per adattare le strategie di approvvigionamento e inventario. Solo una minoranza sta ripristinando la produzione, poiché la redditività a lungo termine rimane discutibile. Allo stesso tempo, un mercato del lavoro moderatamente più debole insieme a una crescita stabile del PIL USA di circa il +2% dovrebbe continuare a sostenere la domanda complessiva. Sotto i dati

principali, tuttavia, le disparità tra i gruppi di reddito probabilmente si amplieranno, con le famiglie a basso reddito più esposte a un'inflazione aggressiva di alimentari e bevande e a aggiustamenti di prezzo da parte dei discount nel nuovo quadro commerciale USA-Cina, in particolare nell'abbigliamento, mobili, articoli sportivi e per hobby e attrezzature per la casa.

Figura 11: Crescita annuale del valore delle vendite al dettaglio negli Stati Uniti e previsioni Allianz per il periodo 2025-2027

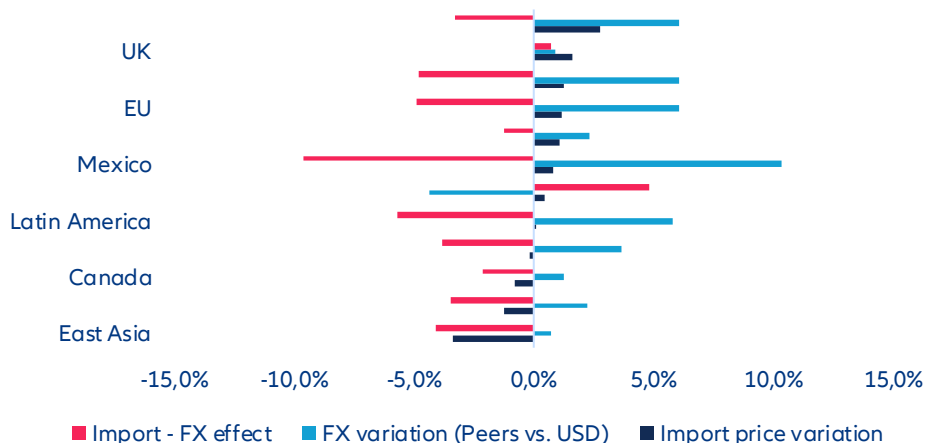


Fonti: Ufficio del Censimento degli Stati Uniti, BEA, BLS, Federal Reserve degli Stati Uniti, Allianz Research

Il vero costo dei dazi per i consumatori e le imprese statunitensi

Fortunatamente per i consumatori e le aziende statunitensi, molti esportatori chiave hanno in parte assorbito nuovi costi tariffari. I prezzi delle importazioni statunitensi da aprile suggeriscono una pressione al rialzo di almeno l'1% per i beni provenienti dai principali paesi europei come Germania, Francia e Regno Unito, e un potenziale al rialzo inferiore all'1% per le importazioni dal Giappone, dal blocco ASEAN e dal Messico. Tuttavia, i costi di importazione più elevati non riflettono interamente i dazi, poiché anche il dollaro USA si è fortemente svalutato nel 2025 e gli esportatori sono stati lenti a riportare gli effetti tariffari, preservando i margini delle imprese statunitensi e dei prezzi al consumo. Sorprendentemente, i prezzi dei beni importati dalla Cina sono diminuiti da aprile nonostante il dazio reciproco del 125% sui prodotti cinesi – il più alto applicato a un singolo paese – e un apprezzamento dello yuan rispetto al dollaro verde. Questo dimostra nuovamente sia la lenta diffusione degli impatti tariffari sugli scambi commerciali, sia una chiara strategia da parte di alcuni fornitori di non reagire in modo eccessivo agli effetti degli annunci e almeno temporaneamente assorbire a costi aggiuntivi mentre sono in corso le trattative commerciali.

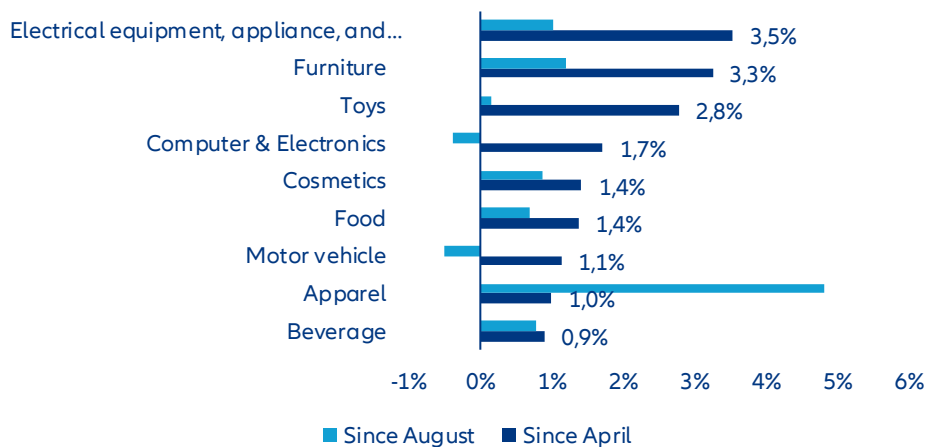
Figura 12: Variazione dei prezzi di importazione e delle performance del dollaro americano rispetto ai partner commerciali dal "Giorno della Liberazione" (aprile 2025)



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

L'inflazione tariffaria non è uniforme, ma dipende fortemente dall'esposizione di ciascuna categoria al commercio globale, alle strutture dei costi degli input e al potere di prezzo delle imprese. I prezzi al consumo per alimenti e bevande, auto e abbigliamento sono saliti modestamente tra aprile e settembre di +1-1,5%, ben al di sotto delle stime preliminari fatte in risposta all'annuncio dei dazi, che prevedeva un aumento del +6% dei prezzi al dettaglio dei veicoli nuovi e un aumento del +10-20% per gli indumenti importati prodotti in Cina e Vietnam. Al contrario, giocattoli e giochi, mobili e apparecchiature elettriche stanno registrando un'inflazione molto più forte, con aumenti dei prezzi vicini o superiori al 3% nello stesso periodo. I prezzi dei giocattoli sono aumentati di un record del 2,2% solo da aprile a maggio, principalmente perché circa il 75% dei giocattoli statunitensi proviene dalla Cina ed è colpito da nuovi dazi elevati. Nel settore dell'arredamento, nuovi dazi su legname importato e prodotti in legno – ad esempio, un dazio fino al 25% su mobili imbottiti e mobili da cucina – stanno alimentando un forte aumento dei costi. Tuttavia, queste dinamiche dei prezzi derivano da molteplici fonti intrecciate: (a) tariffe a livello nazionale (tariffe reciproche individuali soggette a potenziali cambiamenti in base ai colloqui bilaterali); (b) imposte specifiche per settore, come quelle su legno o acciaio e derivati in alluminio; (c) volatilità delle materie prime, notevole quest'anno nei mercati del legname ma anche alimentari (ad esempio il caffè); (d) le strutture di inventario delle aziende, dove le aziende con un ampio inventario, come nel settore dell'abbigliamento o dell'auto, sono più inclini a offrire sconti per garantire il volume delle vendite e snellire i costi operativi; (e) stagionalità, come l'aumento della domanda di giocattoli prima della stagione natalizia e (f) i cambiamenti nei cicli tecnologici, specialmente nei beni elettronici (ad esempio nuovi dispositivi basati sull'IA), dove le dinamiche della domanda stanno cambiando a causa dello sviluppo della tecnologia e delle funzionalità dell'IA.

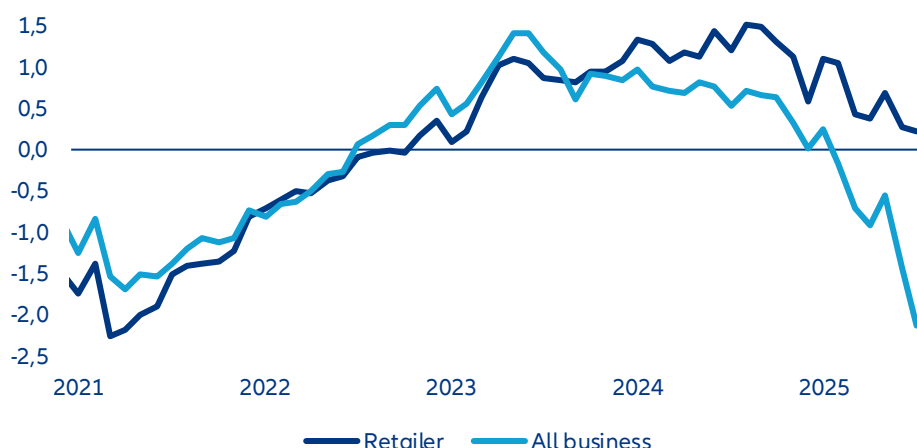
Figura 13: Variazione dei prezzi al consumo per i prodotti al dettaglio importati di punta dal “Giorno della Liberazione” (aprile 2025)



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

I rivenditori hanno sfruttato il loro eccesso di inventario per controllare i costi, ma rimangono fiduciosi che le preoccupazioni tariffarie dovrebbero essere di breve durata. La maggior parte delle aziende esposte alla pressione tariffaria internazionale ha preferito ridurre l'eccesso di scorte piuttosto che trasferire completamente i costi più elevati ai consumatori (Figura 13). In settori come l'abbigliamento, le aziende che avevano anticipato le importazioni prima degli aumenti dei dazi ora stanno sciogliendo le loro scorte: le scorte hanno raggiunto un picco di circa 71 giorni di vendita (in aumento rispetto a circa 64), eppure le aziende hanno evitato sconti profondi. Nel settore retail in generale, molti attori stanno rinegoziando i loro contratti con i fornitori – implementando accordi di condivisione dei costi, inventario gestito dai fornitori e altri strumenti di finanziamento della supply chain – per assorbire i costi tariffari. Grossisti e distributori – che operano con margini ridotti – hanno ammesso fin dall'inizio che, pur potendo riutilizzare inventari più vecchi e a basso costo, questa “strategia di cuscinetto” non è sostenibile. Nel frattempo, una quota significativa dei team di logistica e inventario di diversi settori riporta aumenti di costo del 10–15% direttamente legati ai dazi, spingendo a un passaggio verso modelli di scorte più “giusto per ogni evenienza”, e quindi un netto calo dei livelli di inventario in tutti i settori quest'anno. Questo approccio riflette la riluttanza delle aziende a ridurre aggressivamente i beni: i margini sono già sotto pressione, l'incertezza sui costi futuri delle importazioni è elevata e uno sconto troppo aggressivo potrebbe compromettere la redditività a lungo termine.

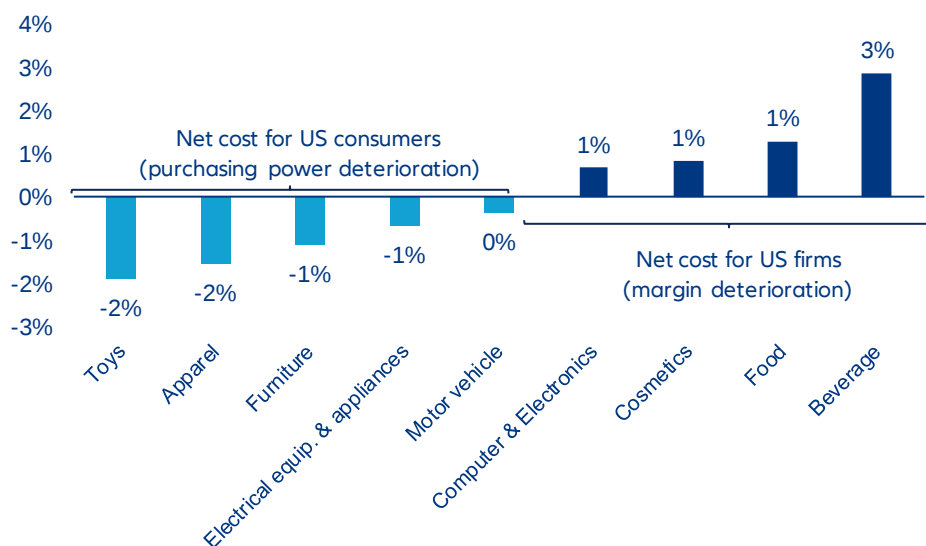
Figura 14: Rapporto z-score triennale tra scorte e vendite di aziende e rivenditori statunitensi



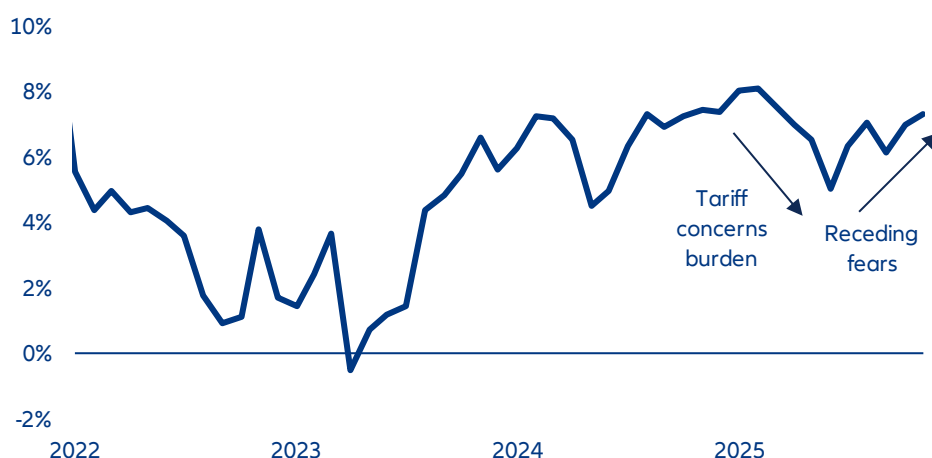
Fonti: Fed of Saint Louis, Allianz Research

Finora una quota equilibrata dei costi tra aziende e consumatori. In una visione aggregata, basata sul peso di mercato delle principali categorie retail esposte a dazi internazionali, il margine dell'industria retail statunitense non è stato influenzato dai dazi nel periodo del secondo al terzo trimestre, con un perfetto equilibrio tra benefici e costi condivisi con i consumatori statunitensi. Tuttavia, le aziende di settori come food & beverage, elettronica e assistenza personale hanno assorbito costi aggiuntivi legati ai dazi, con un peggioramento dei margini di profitto dell'1-3% (Figura 14). Dall'altra parte dello spettro, in particolare nel terzo trimestre, le aziende di giocattoli e abbigliamento hanno iniziato a trasferire i costi tariffari ai clienti, con un costo netto di circa il 2% (Figura 14). Questo è visibile anche nei mobili (-1%) e in modo più moderato nei settori automobilistico e degli elettrodomestici. Per entrambi i settori dei giocattoli e dell'abbigliamento, la nuova politica tariffaria non ha portato a una drastica riforma delle catene di approvvigionamento, ma piuttosto a un trasferimento della domanda, principalmente dalla Cina al Vietnam ma anche verso altri paesi asiatici come Cambogia e Indonesia. Finora, la graduale e fluida revisione al rialzo di alcuni prezzi non ha ridotto la domanda, portando a un ritorno dei margini di profitto aziendali vicino al livello di fine 2024 del 7,5%, dopo un leggero calo nel secondo trimestre (Figura 15). La crescita futura degli utili suggerisce che il peggio potrebbe essere alle nostre spalle e che le nuove condizioni commerciali potrebbero rivelarsi meno rigide del previsto e in linea di massima gestibili.

Figura 15: Variazione netta dei costi di produzione per le aziende statunitensi dal "Giorno della Liberazione"

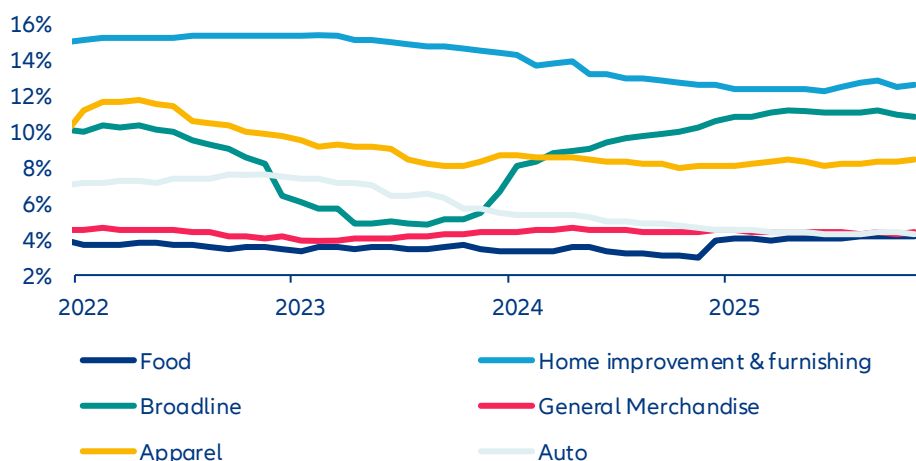


Calcoli basati sull'analisi della variazione dei prezzi per consumatori, produttori e importatori negli Stati Uniti dalla fine di marzo, integrando il rapporto tra input importati e produzione interna totale. (Input satellitare BLS al database PPI), Fonti: Bureau of Labor Statistics (input satellitare BLS al database PPI), LSEG Datastream, Allianz Research



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

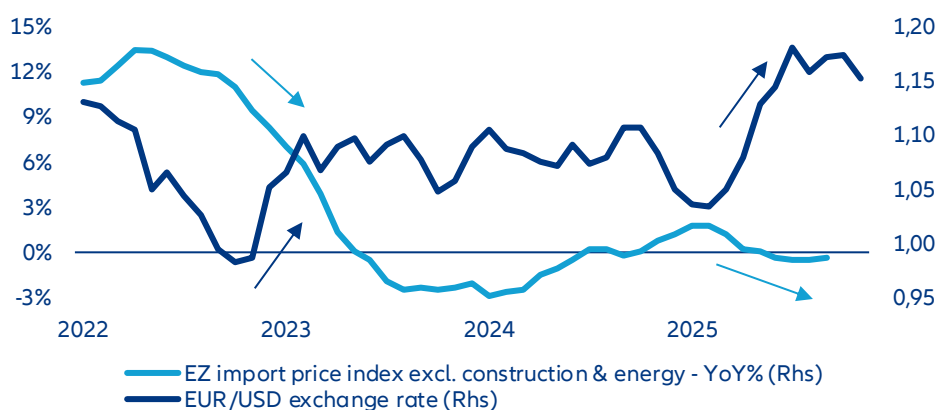
Figura 17: Margine Ebit a 12 mesi dei rivenditori statunitensi, suddivisione per categoria (tasso mediano)



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Il ciclo del dollaro più debole nel 2025 ha beneficiato alcuni partner commerciali statunitensi, in particolare l'Europa. Nel 2025, l'Europa è emersa come un beneficiario significativo delle recenti incertezze commerciali, negoziando infine dazi significativamente più bassi – intorno al 15% invece del temuto 20% – ed evitando ampie tariffe specifiche per settore, come quelle rivolte all'industria automobilistica. Ancora più importante, il tumulto causato da queste frizioni commerciali ha indebolito il dollaro statunitense, creando un potente vento favorevole per l'economia europea. Durante l'estate, l'euro si è ripreso fino al 14% rispetto al dollaro, raggiungendo un massimo quasi quadriennale. Per una regione che rimane fortemente dipendente dall'approvvigionamento esterno – importazione di petrolio, materie prime industriali e metalli preziosi – l'euro relativamente più forte ha rafforzato il potere d'acquisto, attutendo l'impatto dei costi più elevati e allentando le pressioni sui prezzi degli input. Nel frattempo, per gli esportatori europei nei settori ad alto valore in cui il continente guida – come la produzione di aeromobili, i prodotti farmaceutici e i beni di lusso o di cura personale – la valuta più forte non ha eroso significativamente i ricavi, aiutando a mantenere i margini anche in mezzo alla volatilità transfrontaliera.

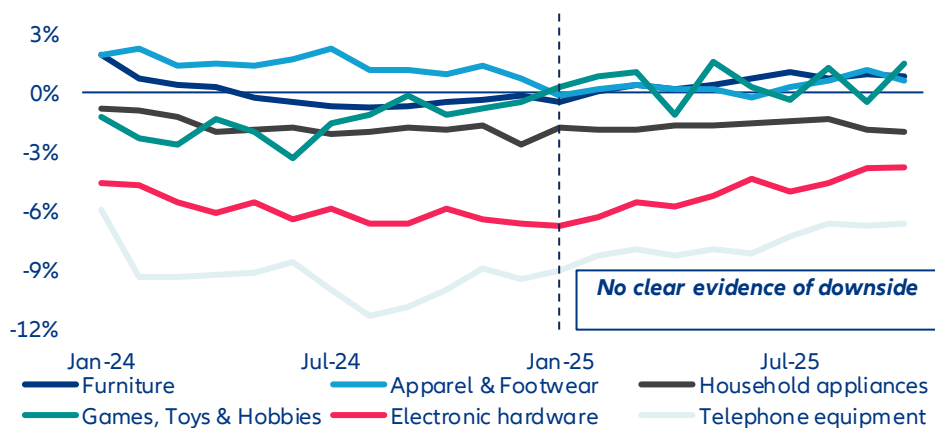
Figura 18: Crescita annua dell'indice dei prezzi delle importazioni dell'Eurozona e tasso di cambio Eurodollaro



Fonti: LSEG Datastream, Eurostat, Allianz Research

Nessuna evidenza chiara di pressioni deflazionistiche da parte della Cina. Nonostante i timori di una possibile ondata deflazionistica proveniente dalla Cina per compensare la perdita di affari negli Stati Uniti, questo scenario non si è ancora concretizzato. I prezzi al consumo per beni di prima necessità storicamente provenienti dalla Cina – inclusi abbigliamento, giocattoli ed elettronica – sono rimasti stabili, senza mostrare un calo sostenuto attribuibile all'eccesso di offerta causata dai dazi. Questo non significa che il rischio di deflazione sia del tutto svanito, ma l'allarme che lo circonda potrebbe essere stato esagerato. Per ora, l'Europa sta affrontando questa era di sconvolgimenti commerciali con una sorprendente dose di resilienza – in gran parte grazie all'effetto valuta.

Figura 19: Indice armonizzato dei prezzi al consumo dell'Eurozona, crescita annua

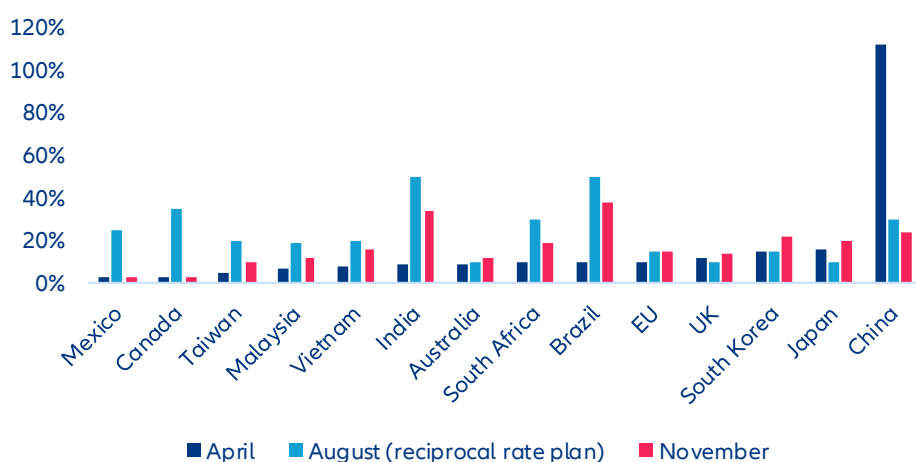


Fonti: Eurostat, Allianz Research

Scatola: Commercio e catene di approvvigionamento

L'incertezza tariffaria sta costringendo le aziende ad adattarsi rapidamente e a ripensare le loro strategie di supply chain. Le aziende che dipendono da input transfrontalieri si trovano ora ad affrontare un difficile equilibrio tra prepararsi a costi di importazione potenzialmente più elevati e allo stesso tempo considerare la possibilità che le negoziazioni possano diluire, ritardare o addirittura invertire la politica commerciale in vigore. Questo complica tutto, dalle strategie di prezzo e contratti di approvvigionamento alla pianificazione degli investimenti, poiché le aziende esitano a impegnare risorse senza segnali più chiari. Anche le industrie che si prevede possano beneficiare di una maggiore protezione affrontano la situazione con cautela, consapevoli che compromessi diplomatici potrebbero restringere la portata o la durata dei vantaggi tariffari. In questo contesto, i manager stanno sempre più gestendo scenari paralleli, coprendo le esposizioni valutarie e rivedendo le opzioni di diversificazione dei fornitori per mitigare il rischio di improvvisi cambiamenti politici. Eppure, tali strategie difensive comportano costi propri, mettendo a dura prova i budget e indebolendo la fiducia. In definitiva, la combinazione di un dazio annunciato e negoziati irrisolti ha creato un limbo in cui le imprese devono operare senza aspettative affidabili, evidenziando come le misure commerciali, introdotte in un contesto di discussioni diplomatiche fluide, possano amplificare piuttosto che ridurre l'incertezza economica.

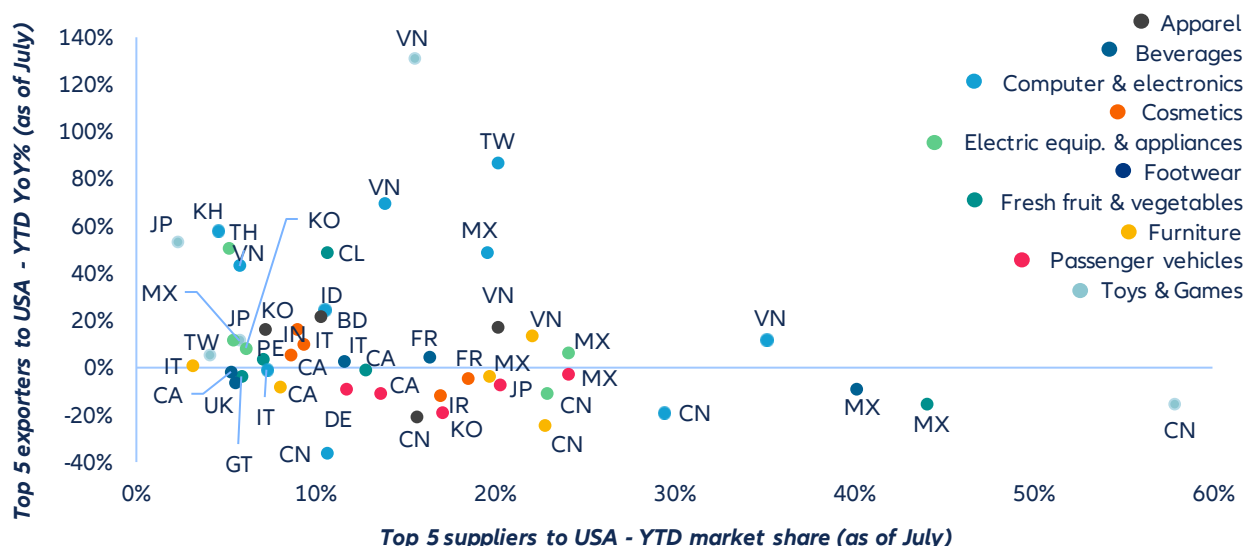
Figura 20 Evoluzione effettiva delle aliquote fiscali sulle importazioni dei partner commerciali statunitensi da aprile



Fonti: Center for Global Development (CGD), Allianz Research

Le aziende stanno pensando al lungo termine. Molte aziende hanno assorbito perdite a breve termine invece di affrettarsi a trasferire la produzione negli Stati Uniti, riconoscendo che il forte svantaggio dei costi del lavoro rende un rehoring completo proibitivamente costoso. Un recente sondaggio CNBC ha rilevato che il 57% delle aziende statunitensi ritiene che il reshoring raddoppierebbe più che i propri costi, e la maggior parte preferisce reindirizzare la produzione verso i paesi vicini che affrontano dazi più bassi. Molti stanno accelerando gli investimenti in Messico, Vietnam e India, per esempio. Nel settore automobilistico, le aziende stanno anche riequilibrando la loro presenza produttiva: mentre alcuni produttori hanno deciso di interrompere la produzione in Canada, il nearshoring verso il Messico rimane particolarmente attraente grazie alla differenza di costi del lavoro rispetto agli Stati Uniti e alla rinomata competenza degli Stati Uniti e del paese nella produzione di pezzi automobilistici e nell'assemblaggio delle carrozzerie. Questo cambiamento non riguarda solo i costi – è anche una mossa di gestione del rischio. Per molte aziende, l'escalation tariffaria è diventata un campanello d'allarme: l'eccessiva dipendenza da un solo fornitore o da una sola geografia è troppo rischiosa. Stanno diversificando la loro base di fornitori, riducendo la dipendenza dalla Cina e costruendo ridondanza in diversi paesi. In breve, invece di riportare un'ondata di produzione all'estero, le aziende statunitensi stanno ricalibrando la loro presenza globale, espandendosi in mercati strategicamente posizionati e a costi inferiori per preservare la competitività e coprire il rischio commerciale futuro.

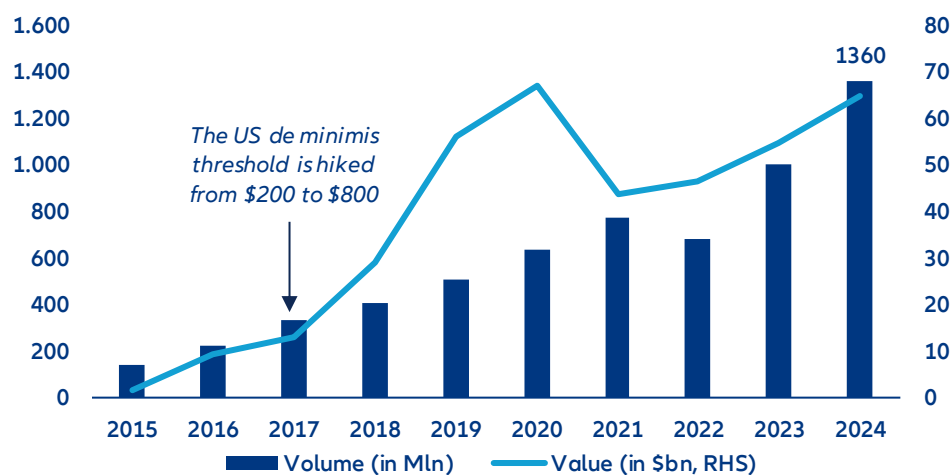
Figura 21: Margine Ebit a 12 mesi dei rivenditori statunitensi, suddivisione per categoria (tasso mediano)



Fonti: Amministrazione del Commercio Internazionale USA, Allianz Research

I grandi mercati sono stati profondamente colpiti dalla fine dell'esenzione de-minimis sui piccoli lotti. Per anni, le grandi piattaforme di e-commerce transfrontaliere hanno operato con un modello di prezzo basato su spedizioni dirette di beni a basso costo da hub manifatturieri a basso reddito – principalmente in Asia – sfruttando l'ingresso esente da dazi per pacchi del valore di 800 USD o meno. Questa scappatoia ha permesso a milioni di piccoli pacchetti di entrare nel paese ogni giorno senza dazi, con documentazione minima e costi di conformità trascurabili. Un nuovo record è stato raggiunto lo scorso anno, con quasi 1,4 miliardi di pacchi de-minimis spediti negli Stati Uniti, per un valore totale di 65 miliardi di USD, pari al 5,5% delle vendite di e-commerce del 2024. Tuttavia, ora tutti i piccoli pacchi sono trattati come importazioni standard, soggetti a dazi specifici per settore, dichiarazioni doganali e tariffe di movimentazione elevate. Questo cambia radicalmente l'economia del retail online a prezzi ultra bassi: le piattaforme abituate a margini ridottissimi devono rivedere i prezzi al rialzo o rischiano perdite insostenibili. L'impatto si estende oltre i marketplace digitali, raggiungendo segmenti di consumatori più ampi. Gli studi economici indicano che le famiglie a basso reddito sono significativamente più esposte a importazioni di basso valore, beneficiando precedentemente in modo sproporzionato di beni esenti da dazi. L'aggiustamento al rialzo dei prezzi – guidato da dazi di importazione, tariffe di lavorazione e procedure di sgombero più lente – peserà quindi maggiormente su questi gruppi, rafforzando la natura regressiva delle tasse sui consumi applicate ai piccoli appezzamenti. Per mitigare l'esposizione tariffaria e preservare la competitività, molti mercati stanno già riconfigurando i loro modelli operativi. Una tendenza è uno spostamento verso una maggiore integrazione dei fornitori nazionali, riducendo la dipendenza dalle spedizioni dirette dall'estero che ora comportano dazi più elevati. Un'altra pratica emergente è l'uso intensificato di magazzini doganali vicino ai principali porti statunitensi, che permettono agli importatori di differire i pagamenti tariffari e di sincronizzare meglio i costi doganali con i cicli di domanda. Questa strategia di stoccaggio aiuta le piattaforme a mantenere la flessibilità ed evitare improvvise interruzioni nei prezzi o nella disponibilità dei prodotti durante la transizione al nuovo ambiente normativo. Il cambiamento dal trattamento de-minimis segnala un riequilibrio globale: le microimportazioni prive di dazi sono sempre più considerate incompatibili con la concorrenza leale e il commercio digitale sostenibile. Questa prospettiva sta guadagnando terreno a livello internazionale, poiché sia l'UE che il Regno Unito stanno valutando di porre fine ai propri regimi de-minimis per limitare le distorsioni create dai mercati transfrontalieri a basso costo e ristabilire un campo di gioco equo per i rivenditori nazionali.

Figura 22 Importazioni statunitensi di spedizioni inferiori a 150 USD ("commercio de-minimis")



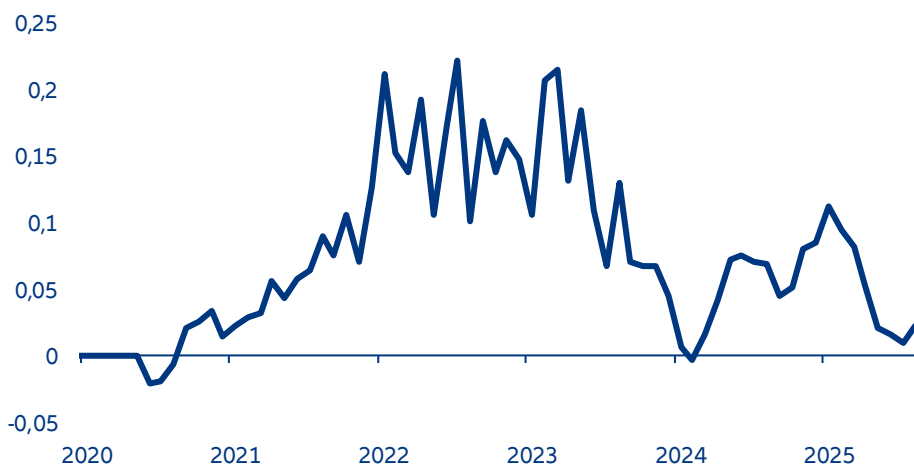
Fonti: Dogane USA, Allianz Research

Figura 23: Rapporto tra i primi 10.000 venditori su Amazon.com di origine cinese



Fonti: Ricerca sul polso del mercato, Allianz Research

Figura 24: Indice dei prezzi di produzione per i servizi primari di magazzinaggio e stoccaggio generale (variazione in percentuale di età annua)

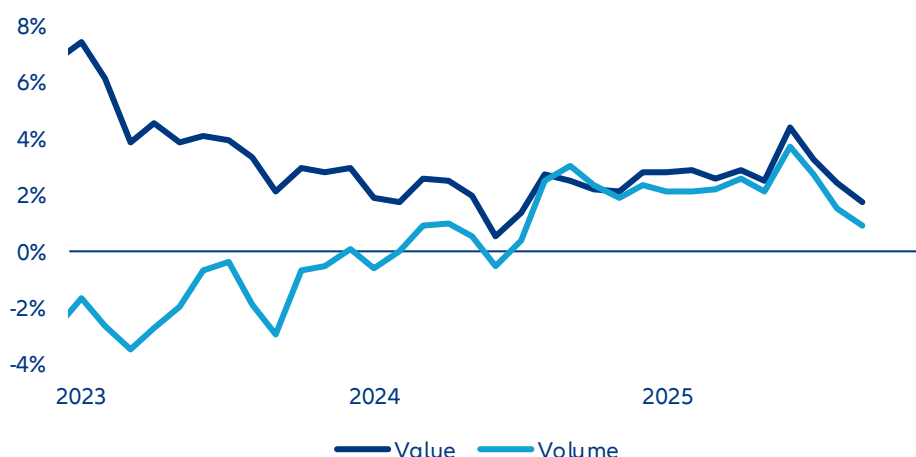


Fonti: Fed of Saint Louis, Allianz Research

Europa: Acquisti di nuovo alla grande?

Il consumo interno in Europa rimane resiliente al commercio globale e alle incertezze geopolitiche. Le vendite al dettaglio sono aumentate di circa il +3% in valore e del +2% in volume finora quest'anno, riflettendo una forte domanda delle famiglie. Questa forza è stata sostenuta da un euro nettamente più forte rispetto al dollaro, che ha aumentato il potere d'acquisto per le importazioni, mentre la continua decelerazione dell'inflazione (che torna verso il 2%) e i successivi tagli dei tassi della BCE hanno allentato le condizioni di credito per consumatori e imprese. Detto ciò, lo slancio ha iniziato a calare nel terzo trimestre. L'UE ha affrontato venti contrari a causa dell'applicazione di nuovi dazi statunitensi ad agosto, e l'instabilità politica nei paesi chiave ha pesato sul sentimento dei consumatori. Per segmento, i prodotti non alimentari sono stati il vero fattore della ripresa al dettaglio: nella prima metà dell'anno, il loro volume è aumentato di circa il +3% e, sebbene la crescita sia rallentata verso il terzo trimestre, è rimasta a un buon +2%. Al contrario, il segmento food & beverages si è fermato in modo più evidente, crescendo meno dell'+1% su base annua nel terzo trimestre. Nel complesso, il quadro è di dinamiche di consumo generalmente solide nel 2025, supportate da condizioni monetarie favorevoli e aumenti salariali, anche se i rischi esterni incombono molto presenti.

Figura 25: Vendite al dettaglio nell'Eurozona, in volume e valore (su base di crescita annua)

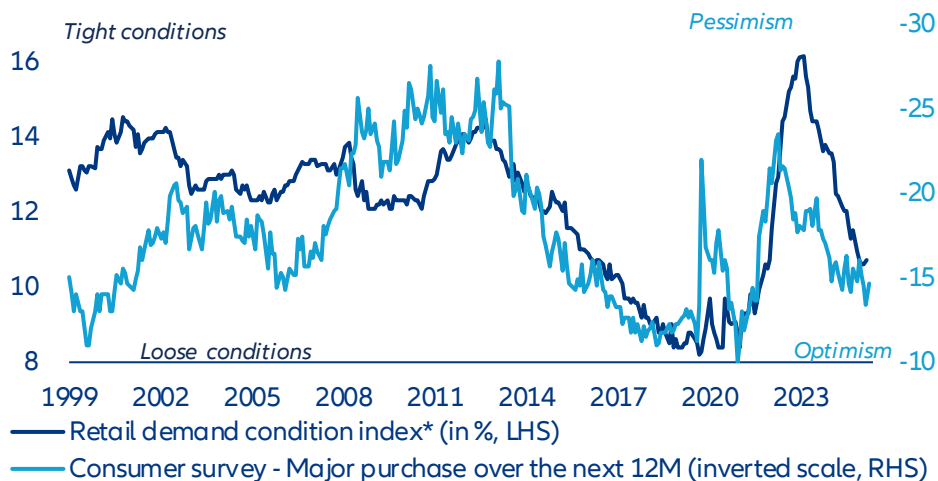


Fonti: Eurostat, BCE, Allianz Research

Un recupero basato sul potere d'acquisto è alla base del recupero della domanda, ma le cicatrici passate non sono completamente guarite. Nel corso del 2025, il potere d'acquisto europeo si è progressivamente ripreso, sostenuto da pressioni di disinflazione sostenute che sembrano estendersi persino oltre l'Eurozona. Dopo un aumento notevole nel 2022, l'inflazione dei prezzi al consumo si è ora rallentata verso il 2% (2,1% in ottobre, secondo i dati della BCE), dando alle banche centrali margine di alleggerimento e riducendo così i costi di indebitamento e rilanciando dolcemente i redditi reali. Contemporaneamente, le condizioni macroeconomiche sono migliorate sostanzialmente, come si riflette nelle revisioni al rialzo delle previsioni di crescita della Commissione Europea (in aumento dello +0,4% a +1,3% rispetto alle stime di maggio e oltre il +1% per il 2026-2027). Un mercato del lavoro ristretto rafforza questa combinazione più favorevole, e le famiglie – ancora con un alto rapporto di risparmio superiore al 15% del reddito disponibile (come riportato nel secondo trimestre) – sono pronte a sbloccare una domanda repressa. Tuttavia, decenni di turbolenze – dalla pandemia alla crisi energetica – hanno rimodellato la mentalità dei consumatori: molti rimangono cauti, risparmiano di più e spendono solo quando si sentono davvero sicuri per il futuro. Questa esitazione ha senso: sebbene i salari reali si stiano riprendendo, non sono ancora completamente tornati ai livelli precedenti al 2022. Nel 2025, i salari reali in alcuni settori sono ripresi, ma persistono i divari. In questo contesto, la convergenza tra inflazione allentata, miglioramento dei fondamentali macroeconomici e un euro forte (che rafforza il potere d'acquisto delle famiglie) prepara il terreno per una ripresa più sostenibile. Come impulsi deflazionistici provenienti da fonti globali come la Cina – indipendenti dai dazi

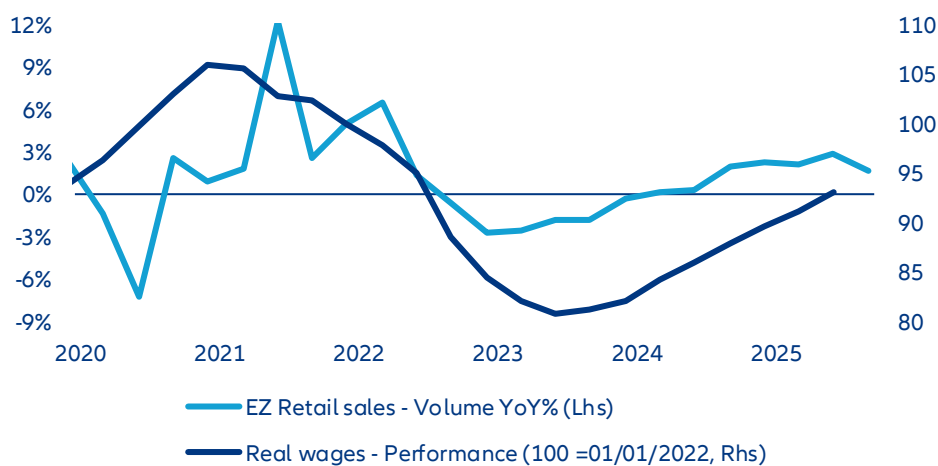
statunitensi (ad es. Come si vede nell'industria automobilistica) – continueranno a sopportare, potremmo finalmente vedere il consumo interno europeo decollare davvero nel 2026.

Figura 26: Indice delle condizioni macroeconomiche vs. aspettative di acquisto principali delle famiglie nei prossimi 12 mesi



*Indicatore basato su inflazione, tassi di politica politica e tasso di disoccupazione. Fonti: Eurostat, BCE, Allianz Research

Figura 27: Rendimento dei salari reali e aspettative di inflazione

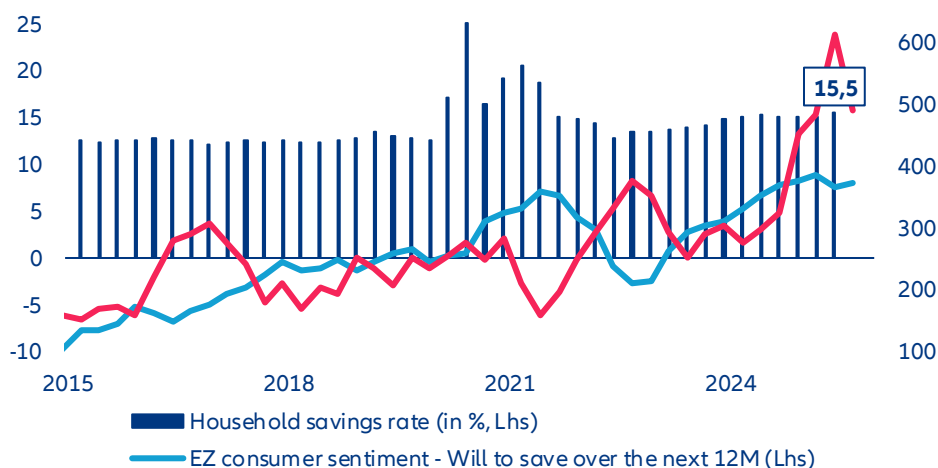


Fonti: Eurostat, Allianz Research

Ci aspettiamo prospettive positive per le vendite al dettaglio in Europa, che dovrebbero aumentare del +4% quest'anno e del +3% nel 2026. Il retail dell'Eurozona è pronto a una prospettiva promettente, con diverse forze che convergono per creare quella che ci aspettiamo sarà una conclusione d'anno scatenata. Il calo delle tensioni commerciali – a seguito del recente accordo firmato tra Stati Uniti e UE – dovrebbe aiutare a sollevare il sentimento e sostenere l'attività transfrontaliera, mentre le dinamiche stagionali legate al periodo natalizio di solito garantiscono un aumento affidabile della domanda. Allo stesso tempo, la lenta ma costante diffusione dell'allentamento monetario della BCE di quest'anno, attuato attraverso una serie di tagli dei tassi, è destinata a filtrare anche nell'economia reale, migliorando le condizioni di credito sia per le famiglie che per le imprese e fornendo un ulteriore evento favorevole alla spesa. Sebbene la fiducia dei consumatori rimanga debole e i rapporti di risparmio insolitamente alti, questi fattori indicano una domanda repressa sostanziale che potrebbe alimentare la prossima tappa del ciclo dei consumi europeo una volta che la fiducia si stabilizzerà. In questo contesto, ci aspettiamo un solido tasso di crescita annuo del +4% del fatturato retail quest'anno, seguito da un moderato allentamento al +3% il prossimo anno, man mano che la crescita economica più ampia rallenta al +0,9%. È

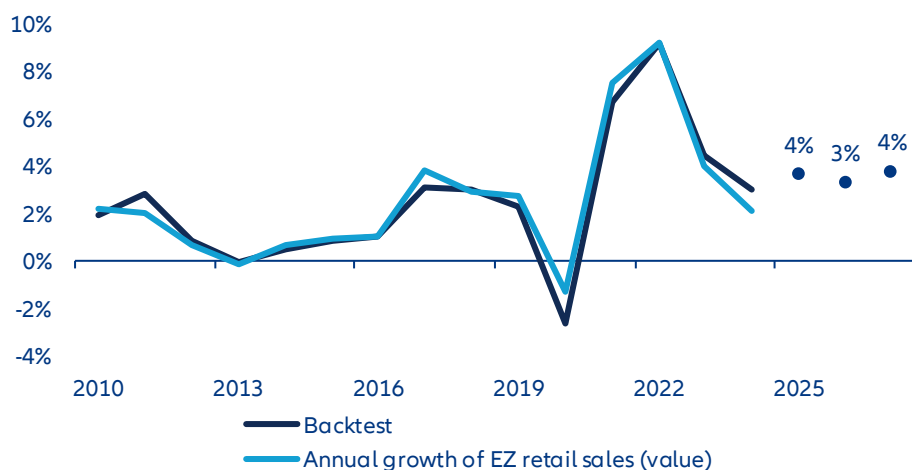
importante sottolineare che la traiettoria della ripresa appare duratura, con uno slancio previsto che si estenda oltre il 2026 nel 2027, quando ci aspettiamo una rinnovata accelerazione al +4%.

Figura 28: tasso di risparmio delle famiglie dell'Eurozona, propensione da risparmio e indice di incertezza della politica economica



Fonti: Eurostat, BCE, DG ECFIN, Allianz Research

Figura 29: Crescita annuale del valore delle vendite al dettaglio in Europa e previsioni Allianz per il periodo 2025-2027

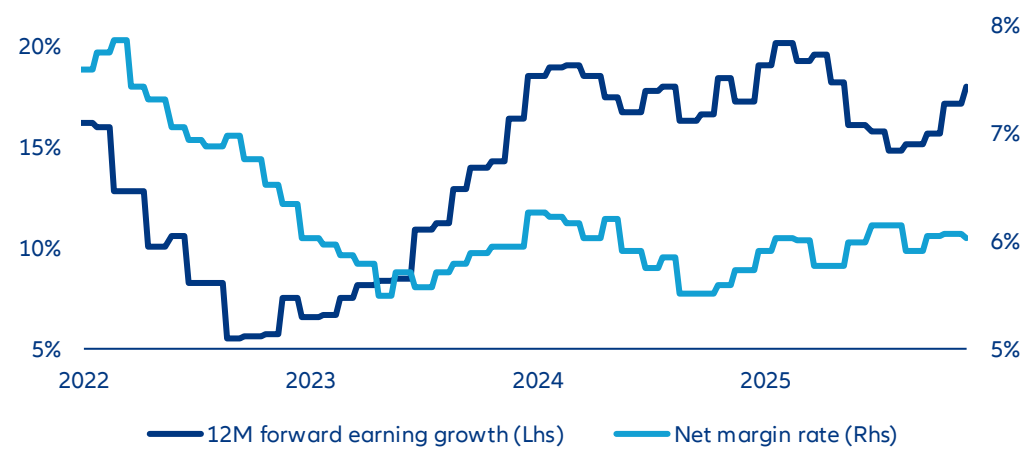


Fonti: Eurostat, BCE, DG ECFIN, Allianz Research

Le tendenze degli utili dei rivenditori europei e le previsioni future confermano le prospettive migliori. Dopo una netta decelerazione nella prima metà del 2025, la crescita degli utili ha iniziato a riprendersi nel terzo trimestre. A novembre, il tasso di crescita mediano forward era risalito sopra il +18%, circa 3 punti percentuali in più rispetto al minimo di fine luglio. Recenti aggiornamenti sul trading da parte di diversi grandi rivenditori multi-categoria hanno menzionato un netto miglioramento durante le vendite autunnali e tassi di conversione online più forti nei primi periodi promozionali, sottolineando una reale ripresa dell'attività dei consumatori. Tuttavia, sotto questa rinnovata forza si cela un quadro più sfumato: rispetto ai livelli della fine del 2024, le tendenze attuali riflettono ancora revisioni al ribasso significative per la maggior parte delle categorie retail. A parte distributori, rivenditori di fascia larga e operatori di lusso – che hanno beneficiato di un potere di prezzo resiliente e di una forte domanda all'inizio delle festività – segmenti come abbigliamento e attrezzature per la casa continuano a rimanere indietro. In queste categorie, le aziende con una significativa esposizione al mercato statunitense hanno riportato una ripresa dei volumi più lenta e margini più ristretti, citando sia l'impatto negativo dei nuovi dazi d'importazione sui costi di approvvigionamento sia le perdite di traduzione dovute al dollaro più debole. Ad

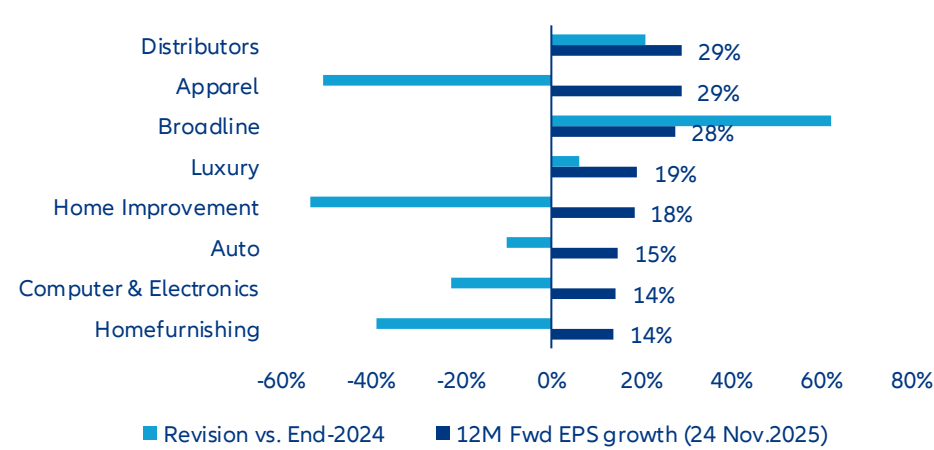
esempio, diversi rivenditori paneuropei con una vasta presenza in Nord America hanno recentemente registrato vendite da inizio anno più basse e sconti più elevati per smaltire le scorte stagionali. Tuttavia, il miglioramento complessivo dello slancio retail dell'Eurozona sta contribuendo a stabilizzare le aspettative, con una domanda interna più forte e un allentamento delle pressioni nelle catene di approvvigionamento che compensano parte dell'incertezza che ancora offusca il panorama internazionale.

Figura 30: Crescita degli utili futuri a 12 mesi e margine netto di profitto dei rivenditori UE (mediano)



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Figura 31: Crescita degli utili futuri a 12 mesi dei rivenditori UE per categoria di prodotto

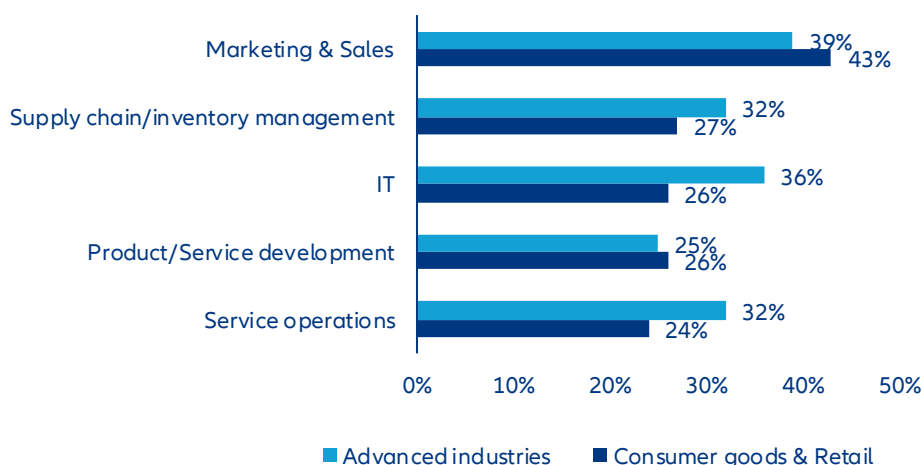


Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Sfide future e motori – Tre tendenze da monitorare

Tendenza #1: Il settore retail sta esplorando ulteriori adozioni dell'IA per migliorare i tassi di conversione e fedeltà. Sondaggi recenti mostrano che i team di marketing, vendite e logistica stanno guidando l'integrazione dell'IA nelle operazioni retail, segnalando un passaggio dai progetti pilota alle funzioni aziendali principali. Man mano che l'IA si integra sempre di più, i rivenditori la sfruttano per aumentare prestazioni, produttività e differenziazione. Innanzitutto, l'automazione alimentata dall'IA sta rivoluzionando la gestione dell'inventario e la logistica: l'analisi predittiva ottimizza i livelli di scorte per ridurre il sovrappeso ed evitare scorte di scorte, e i robot autonomi aiutano a semplificare i cicli di rifornimento, riducendo i costi e limitando la dipendenza dal lavoro umano. Nel frattempo, chatbot e agenti conversazionali guidati dall'IA vengono utilizzati dalle unità di vendita e marketing per rilevare in tempo reale le tendenze emergenti e gli interessi dei consumatori, permettendo ai brand di personalizzare le proprie offerte con un'agilità senza precedenti. Infine, in una generazione segnata da mercati volatili e bassa fedeltà al marchio, l'IA sta abilitando l'iperpersonalizzazione: i rivenditori utilizzano modelli generativi e motori di raccomandazione per personalizzare prodotti ed esperienze di acquisto, migliorando così la fidelizzazione dei clienti e aumentando i ricavi. Queste evoluzioni non sono teoriche – ricerche di settore di punta indicano che i rivenditori che utilizzano l'IA riportano sia significativi risparmi sui costi sia miglioramenti misurabili nelle vendite e nel coinvolgimento dei clienti. Integrando l'IA in ogni livello della loro organizzazione, i rivenditori lungimiranti non solo acquisiscono approfondimenti più ricchi, ma costruiscono modelli di business più resilienti, differenziati e scalabili.

Figura 32: Le cinque principali funzioni aziendali che utilizzano la maggior parte della tecnologia AI all'interno del settore dei beni di consumo e della vendita al dettaglio (2024)



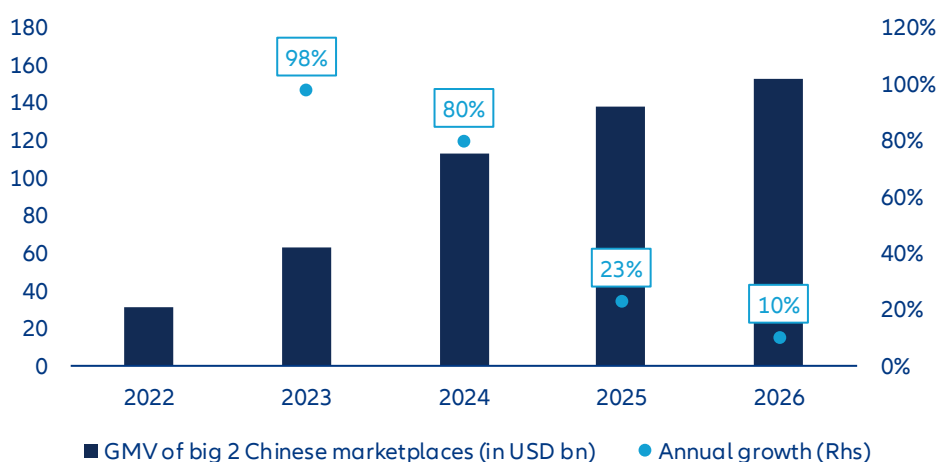
Fonti: McKinsey, Università di Stanford (rapporto AI Index 2025), Allianz Research

Tendenza #2: Il traffico dei mercati cinesi in Europa e negli Stati Uniti rallenterà a causa delle restrizioni commerciali. La spettacolare crescita dei mercati cinesi oltre i loro confini interni mostra chiari segnali di rallentamento, dovuto in gran parte all'inasprimento delle normative commerciali sia negli Stati Uniti che in Europa – in particolare la rimozione delle esenzioni de-minimis che in passato permettevano alle spedizioni di basso valore di entrare nel duty-free. Dopo anni di espansione esplosiva negli anni 2020, si prevede che il fatturato cumulativo di queste piattaforme cresca di un ancora robusto +23% quest'anno, ma di un +10% molto più modesto il prossimo anno, segnalando uno spostamento verso la normalizzazione. L'impatto normativo è particolarmente severo per i marketplace focalizzati sugli sconti, il cui modello si basa su un fatturato ultra-elevato e su prezzi estremamente bassi per attrarre un pubblico di massa. Diversi recenti rapporti logistici transfrontalieri mostrano un forte aumento dei valori dichiarati delle spedizioni e una diminuzione dei volumi pacchi instradati attraverso i centri di ingresso europei a seguito dei nuovi controlli introdotti. Queste misure rispondono anche a lamentele di lunga data dei rivenditori europei riguardo a pratiche competitive sleali, in particolare nel segmento della moda ultra-veloce, dove i rapidi micro-drope e i prezzi estremamente bassi hanno messo alla prova i produttori locali. Inasprendo le regole sulle importazioni, i responsabili politici mirano non solo a livellare il campo competitivo, ma anche a scoraggiare

cicli produttivi dannosi per l'ambiente, sostenendo così gli sforzi per migliorare l'impronta di carbonio dell'industria tessile europea. Tuttavia, un chiaro effetto collaterale emerge: con il calo del traffico e del GMV, i mercati cinesi sembrano sempre più inclini a pilotare strategicamente.

Recenti analisi del settore indicano un interesse crescente nell'acquisizione di asset europei di e-commerce in difficoltà o nella negoziazione dell'ingresso tramite joint venture, segnalando una spinta più aggressiva per assicurarsi posizioni alternative nella regione. Con l'aumento delle barriere regolatorie, l'attività di consolidamento e M&A potrebbe diventare la prossima frontiera della loro strategia di espansione.

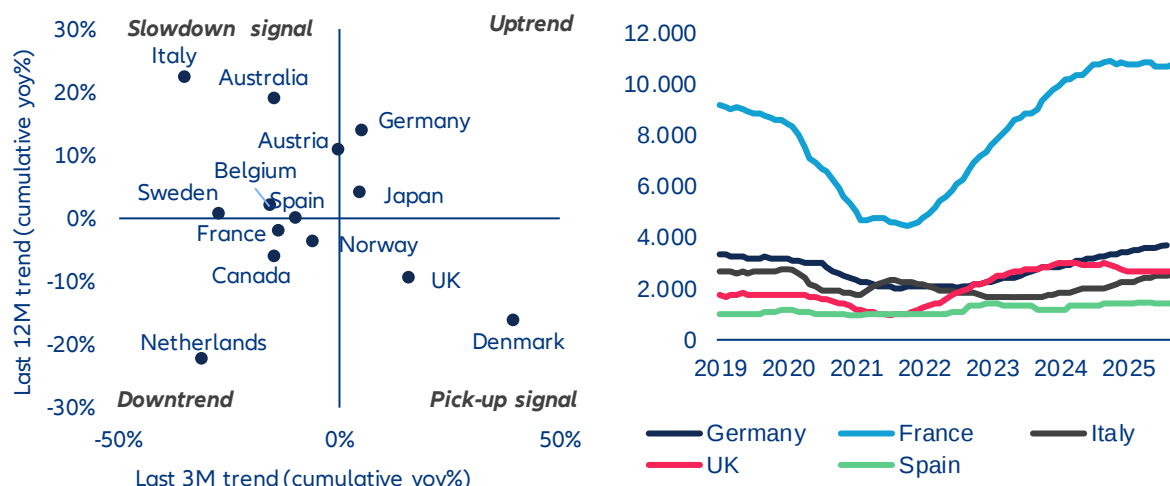
Figura 33: Valore lordo delle merci di due mercati cinesi di nuova generazione



Fonti: ECDB Allianz Research

Tendenza #3: Le insolvenze nel retail europeo sono vicine al picco e la tendenza potrebbe rallentare nel 2026 anche se il commercio globale rimane fragile. Soprattutto in Europa, il settore retail è tra i più colpiti dalle elevate insolvenze. Ci aspettiamo che questa tendenza continui, dato che il retail sta ancora assimilando un profondo cambiamento di modello di business iniziato durante la pandemia. La concorrenza più forte dei grandi marketplace online sta costringendo i rivenditori a organizzare la propria difesa investendo pesantemente nei canali digitali, nel merchandising basato sui dati e in tecnologie innovative in negozio. Molte catene stanno implementando sistemi autonomi di pick-picking nelle magazzini, motori di raccomandazione di prodotti assistiti dall'IA e scanner robotici per scaffali che riducono errori, migliorano la visibilità dell'inventario e accelerano la gestione delle scelte. Altri stanno testando robot di servizio auto-orientati sul negozio per aiutare i clienti a individuare gli articoli, oppure implementano strumenti di pricing dinamico che reagiscono istantaneamente alle tendenze, riducendo le perdite di sconto e migliorando la ciclicità dei prodotti stagionali. Queste innovazioni aumentano esperienza e redditività, ma richiedono anche grandi investimenti iniziali che i piccoli operatori faticano ad assorbire. Di conseguenza, l'ecosistema retail continua a restringersi ai margini, con una concentrazione favorita alle grandi aziende che possiedono le risorse per gestire questa transizione industriale. Sebbene ci siano segnali che questo ciclo di insolvenza si stia avvicinando a un plateau, rimane probabile un ulteriore consolidamento. Nell'Eurozona, l'ultima tendenza degli ultimi 12 mesi conferma un quadro misto: cali evidenti delle insolvenze in Francia (-2%), Paesi Bassi (-23%), Regno Unito (-10%) e alcuni mercati nordici come Norvegia e Danimarca, mentre la tendenza rialzista delle insolvenze in Germania continua (+14% negli ultimi dodici mesi e +5% negli ultimi tre mesi ad agosto). In Italia e Belgio, la tendenza media rimane positiva ma ora ci sono forti segnali di decelerazione (rispettivamente -35% e -16% per gli ultimi tre mesi di tendenza a ottobre/settembre). Questa eterogeneità riflette diverse velocità di adattamento tecnologico e pressioni competitive, ma il messaggio generale è chiaro: il passaggio verso una vendita al dettaglio più digitale, automatizzata e data-centrica continua a rimodellare il settore, e con esso anche il panorama dell'insolvenza.

Figure 34 & 35: Panoramica delle dinamiche recenti dell'insolvenza nell'industria globale del commercio al dettaglio e tendenza storica nelle principali economie europee (somma cumulativa mobile di 12 milioni)



Fonti: Eurostat, Allianz Research

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

DICHIARAZIONI PREVISIONALI

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

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

NESSUN DOVERE DI AGGIORNARE

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

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