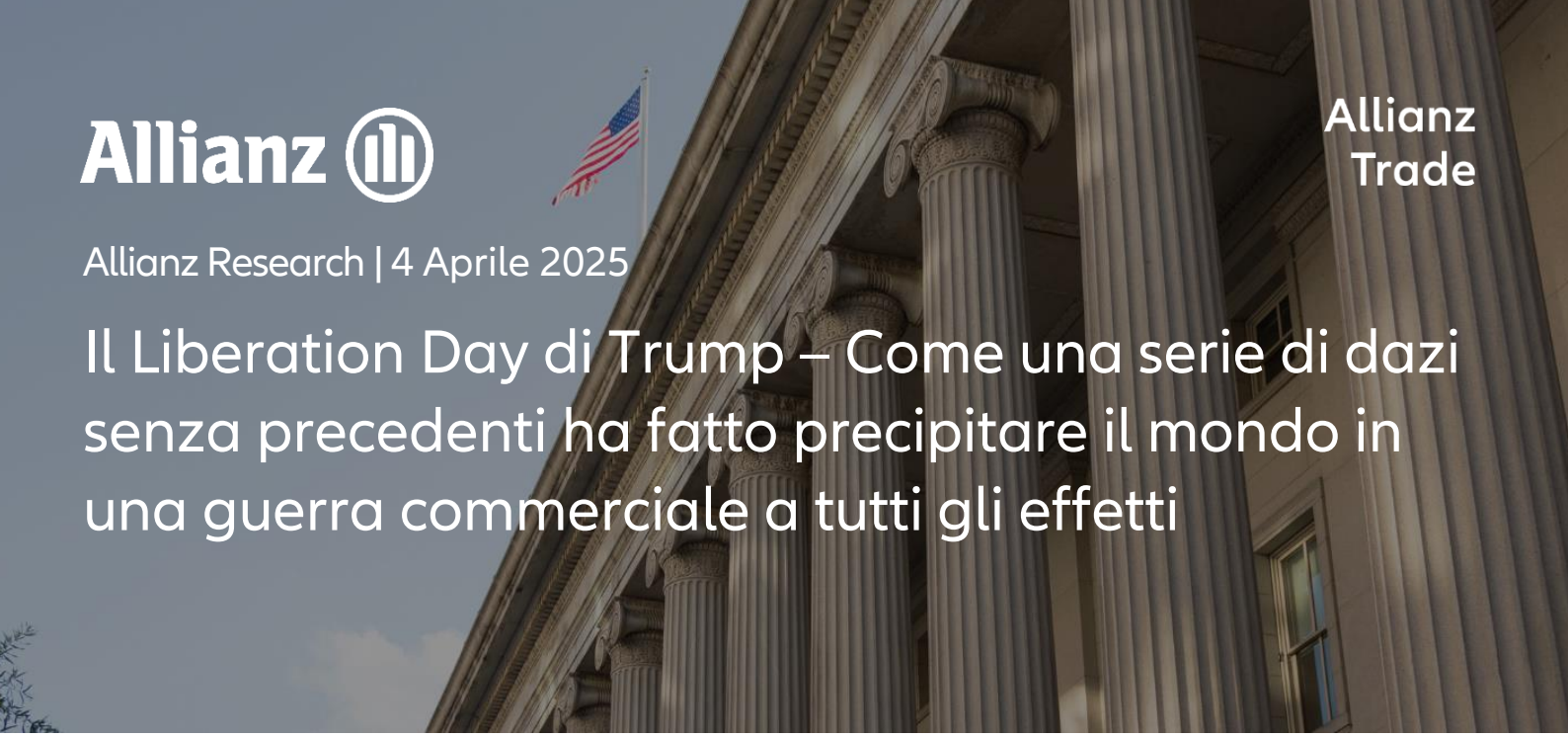


Allianz Trade

Allianz Research | 4 Aprile 2025

Il Liberation Day di Trump – Come una serie di dazi senza precedenti ha fatto precipitare il mondo in una guerra commerciale a tutti gli effetti

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

Jordi Basco Carrera
Lead Investment Strategist
jordi.basco_carrera@allianz.com

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

Lluis Dalmau Tavoli
Senior Economist per l'Africa e il Medio Oriente
lluis.dalmau@allianz-trade.com

Maxime Darmet
Senior Economist per Stati Uniti, Francia e Regno Unito
maxime.darmet@allianz-trade.com

Bjoern Griesbach
Senior Investment Strategist e Economista dell'Eurozona
bjoern.griesbach@allianz.com

Françoise Huang
Economista senior per l'Asia Pacifico e il commercio
francoise.huang@allianz-trade.com

Kuhanathan di questo
Responsabile della ricerca aziendale
ano.kuhanathan@allianz-trade.com

In sintesi

Il 9 aprile, il tasso dei dazi all'importazione degli Stati Uniti raggiungerà il livello più alto dal 1890 al 20,6% Alcuni hanno reagito, altri hanno negoziato. L'ambiente rimarrà fluido, aumentando il costo dell'incertezza. La tariffa minima universale del 10% e le tariffe record in 50 paesi annunciate il 2 aprile hanno superato le aspettative degli analisti. Le merci cinesi sono ora soggette a una tariffa del 59%, mentre Vietnam, Thailandia, Indonesia, Taiwan e India devono affrontare tariffe che salgono da 18,5 a 40,4 punti percentuali. Nel frattempo, Regno Unito, Singapore, Emirati Arabi Uniti e Arabia Saudita registreranno aumenti modesti (tra +3,4 e 5,6 punti percentuali). L'UE deve far fronte a un aumento dei dazi di +20 punti percentuali (tariffa media al 13,3% dopo le esclusioni settoriali). Gli accordi bilaterali potrebbero ridurre questa percentuale all'11,8% entro il quarto trimestre del 2025. La Cina ha annunciato dazi di +34 punti percentuali su tutte le importazioni statunitensi: ciò potrebbe causare una perdita annua di 64 miliardi di dollari all'anno. Una ritorsione reciproca da parte dell'UE su tutte le importazioni statunitensi, escluso il GNL, potrebbe comportare una perdita annua di esportazioni di 26 miliardi di dollari. Israele, Vietnam, India e Thailandia, il Vietnam, per citarne alcuni, ha optato per il taglio delle tariffe, la ricerca di un accordo commerciale o l'aumento delle importazioni. Come una nebbia di guerra, non è chiaro come sarà il panorama tariffario finale, ma il costo dell'incertezza è elevato poiché l'arbitraggio tariffario è ora fuori discussione per la maggior parte delle aziende, fino a quando le acque non si saranno calmate.

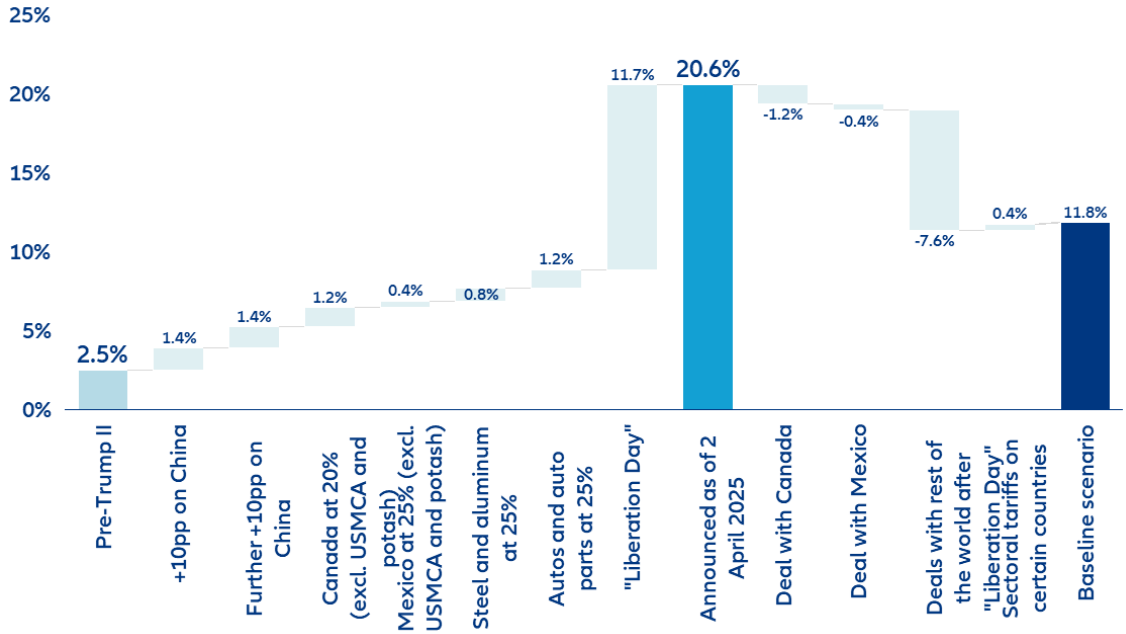
La crescita del PIL mondiale scenderà a un mero +1,9%, il livello più basso dal 2008; il commercio globale di beni entrerà in recessione (-0,5% in volume) Con l'inflazione statunitense che raggiungerà il picco del 4,3% entro l'estate, le banche centrali sono in difficoltà. Le società statunitensi hanno accumulato scorte sufficienti per circa sei mesi di domanda totale dei consumatori. Tuttavia, due terzi dell'aumento dei costi di importazione saranno trasferiti al consumatore. L'inflazione statunitense dovrebbe raggiungere un picco del 4,3% entro l'estate, legando le mani della Fed fino a ottobre (tasso al 4% entro la fine del 2025 e al 2,75% entro la metà del 2026). La recessione negli Stati Uniti dovrebbe rimanere lieve (calo cumulato del -0,5% dal 1° al 3° trimestre), con un debole +0,8% nel 2025. **L'Europa** non può sfuggire a una crescita più bassa a causa di maggiori restrizioni commerciali e di un'economia statunitense più debole, nonostante lo stimolo fiscale tedesco e l'aumento della spesa per la difesa. Abbiamo tagliato le previsioni a +0,8% nel 2025 e +1,5% nel 2026. È **probabile che la BCE** scenda i tassi all'1,5%, -50 pb in più del previsto. **La Cina** è destinata a rafforzare il sostegno politico con almeno 800 miliardi di RMB di stimoli fiscali aggiuntivi (pari allo 0,6% del PIL) che dovrebbero mantenere a galla la crescita (+4,6% nel 2025, +4,2% nel 2026).

Con l'incombere di una recessione negli Stati Uniti, i rendimenti dei titoli di Stato e i mercati azionari hanno reagito con forza e continueranno a scendere I mercati dei capitali hanno iniziato a scontare una recessione, con gli indici azionari globali in calo di circa il 2-6% il primo giorno, anche se una recessione vera e propria farebbe crollare le azioni di almeno 10 punti percentuali in più e gli spread creditizi dovrebbero ampliarsi ulteriormente. Il primo giorno l'USD è sceso dell'1,8% contro l'EUR e la maggior parte delle altre valute, il che, insieme alla reazione del mercato azionario, evidenzia che i mercati si aspettano che le società statunitensi soffrano maggiormente dal Liberation Day. Anche i rendimenti dei titoli di Stato sono scesi, poiché i timori di recessione hanno superato i rischi di inflazione. Con la recessione negli Stati Uniti che rappresenta la nostra base di riferimento e i tassi terminali per la BCE e la Fed più bassi rispetto agli attuali prezzi di mercato, i rendimenti dei titoli di Stato e gli indici azionari potrebbero scendere ulteriormente. Tuttavia, è difficile prevedere la tempistica esatta, poiché la volatilità rimarrà elevata a causa dei prossimi accordi commerciali e delle controtariffe.

Liberation Day: una guerra commerciale temporanea a tutti gli effetti?

Il 2 aprile, il presidente degli Stati Uniti Donald Trump ha annunciato tariffe "reciproche" che hanno superato le aspettative, con i prodotti importati dalla Cina che saranno tassati a uno sbalorditivo 59%. Gli annunci del Liberation Day includevano una tariffa minima universale del 10%, che entrerà in vigore il 5 aprile alle 12:01 EDT.[1] Il presidente Trump ha anche deciso di imporre un dazio più elevato reciproco individualizzato a oltre 50 paesi con i quali gli Stati Uniti hanno i maggiori deficit commerciali2 e che spiegano il 98% del deficit commerciale degli Stati Uniti per le merci (Figura 1). L'UE dovrà far fronte a dazi aggiuntivi di 20 punti percentuali, portando il dazio medio totale degli Stati Uniti sulle merci importate dall'UE al 13,3% (figura 2) dopo aver preso in considerazione le esclusioni settoriali (ad esempio semiconduttori, prodotti farmaceutici, rame, minerali). I primi cinque paesi più difficili sono Vietnam (+40,4 punti percentuali al 44,5%), Thailandia (+29,4 punti percentuali al 30,2%), Indonesia (+28,1 punti percentuali al 33,3%), Taiwan (+26,4 punti percentuali al 28,3%) e Cina (+26,3 punti percentuali al 59,3%). I meno colpiti sono l'Ecuador (+5,6 punti percentuali al 6,2%), il Regno Unito (+5,6 punti percentuali al 9,3%), Singapore (+4,9 punti percentuali al 5,4%), gli Emirati Arabi Uniti (+4,9 punti percentuali al 7,2%) e l'Arabia Saudita (+3,4 punti percentuali al 4%). Tutti questi aumenti dei dazi porteranno il tasso di importazione globale degli Stati Uniti al 20,6% (Figura 1). Nel nostro scenario di base, ipotizziamo che potrebbe scendere all'11,8% entro il 4° trimestre 2025, tenendo conto degli accordi bilaterali che annullerebbero parzialmente gli aumenti tariffari rispetto al Liberation Day, mentre i settori di alcuni paesi sarebbero presi di mira con aumenti tariffari che erano stati esclusi nel Liberation Day (ad esempio, i prodotti farmaceutici in Cina e India, ecc.).

Grafico 1: Dazi globali sulle importazioni degli Stati Uniti (media ponderata per il commercio)



Fonte: Allianz Research

Figura 2: Modifica dei dazi per le maggiori economie esportatrici verso gli Stati Uniti

	US imports		US tariff rate				Maximum export losses in the baseline scenario			
	USD bn (2024)	share of total	Pre-Trump II	Before "Liberation Day"	"Liberation Day" (tariff hikes and accounting for sectoral exclusions)	Baseline scenario (accounting for deals to partly reverse "Liberation Day" by year-end but also certain sectoral tariff hikes)	2025 (USD bn)	2026 (USD bn)	2025 (share of exporters' 2024 GDP)	2026 (share of exporters' 2024 GDP)
Argentina	7	0%	0.7%	3.1%	9.1%	9.1%	-1	-1	-0.1%	-0.2%
Australia	17	1%	0.1%	1.9%	9.9%	9.9%	-1	-2	-0.1%	-0.1%
Bangladesh	9	0%	15.1%	15.4%	52.0%	25.3%	-2	-1	-0.5%	-0.2%
Brazil	44	1%	1.0%	4.4%	11.2%	11.2%	-4	-5	-0.2%	-0.3%
Cambodia	13	0%	6.5%	6.6%	48.4%	15.5%	-4	-1	-10.6%	-4.1%
Canada	422	14%	0.1%	10.4%	10.4%	1.6%	-27	-7	-1.2%	-0.3%
Chile	17	1%	0.0%	4.3%	12.5%	12.5%	-2	-3	-0.5%	-0.7%
China	463	14%	13.0%	33.0%	59.3%	43.0%	-164	-161	-0.8%	-0.8%
Colombia	18	1%	0.2%	5.2%	13.4%	13.4%	-2	-3	-0.6%	-0.8%
Ecuador	9	0%	0.4%	0.6%	6.2%	6.2%	0	-1	-0.4%	-0.6%
EU	618	21%	1.3%	3.8%	13.3%	7.9%	-55	-48	-0.3%	-0.2%
Hong Kong	6	0%	1.4%	1.4%	27.3%	8.7%	-1	-1	-0.2%	-0.1%
India	91	3%	2.4%	3.9%	22.4%	13.9%	-14	-12	-0.3%	-0.3%
Indonesia	30	1%	4.6%	5.0%	33.3%	14.0%	-6	-3	-0.4%	-0.2%
Japan	152	5%	1.5%	8.9%	20.6%	13.8%	-22	-22	-0.4%	-0.4%
Kenya	1	0%	0.3%	0.4%	10.3%	10.3%	0	0	-0.1%	-0.1%
Malaysia	54	1%	0.7%	1.0%	17.1%	7.7%	-6	-4	-1.3%	-0.9%
Mexico	510	15%	0.3%	3.7%	3.7%	0.9%	-11	-4	-0.8%	-0.3%
New Zealand	6	0%	1.1%	1.4%	10.5%	10.5%	0	-1	-0.2%	-0.2%
Norway	7	0%	0.6%	1.4%	8.5%	6.2%	0	0	-0.1%	-0.1%
Pakistan	5	0%	9.7%	10.0%	38.4%	19.8%	-1	-1	-0.3%	-0.2%
Philippines	15	0%	1.5%	1.7%	14.6%	9.2%	-1	-1	-0.3%	-0.3%
Saudi Arabia	13	1%	0.3%	0.5%	4.0%	4.0%	0	-1	0.0%	-0.1%
Singapore	44	1%	0.1%	0.5%	5.4%	5.4%	-2	-3	-0.5%	-0.6%
South Africa	15	0%	0.4%	3.9%	18.5%	8.7%	-2	-1	-0.5%	-0.4%
South Korea	135	4%	0.2%	8.0%	22.0%	13.6%	-22	-21	-1.1%	-1.0%
Switzerland	64	2%	0.7%	1.4%	19.8%	7.3%	-8	-5	-0.9%	-0.5%
Taiwan	119	3%	1.2%	2.1%	28.3%	10.1%	-22	-12	-2.4%	-1.4%
Thailand	66	2%	1.4%	2.2%	30.2%	9.0%	-12	-6	-2.0%	-0.9%
Türkiye	18	1%	3.5%	4.8%	12.6%	12.6%	-1	-2	-0.1%	-0.2%
UAE	8	0%	2.4%	2.5%	7.2%	7.2%	0	0	-0.1%	-0.1%
UK	69	2%	0.9%	3.6%	9.3%	9.3%	-5	-7	-0.1%	-0.2%
Vietnam	142	4%	4.1%	4.5%	44.5%	12.9%	-37	-15	-7.9%	-3.1%
Global	**3359**	**100%**	**2.5%**	**8.7%**	**20.6%**	**11.8%**	**-440**	**-354**	**-0.4%**	**-0.3%**

Fonte: Allianz Research

Queste mosse porteranno l'aliquota tariffaria effettiva ponderata per le importazioni al 20,6%, un livello visto l'ultima volta negli anni '90 dell'Ottocento (rispetto al 9% precedente) e potrebbero spingere il commercio globale in recessione. Si prevede che le perdite delle esportazioni globali raggiungeranno i 440 miliardi di dollari nel 2025 e i 354 miliardi di dollari nel 2026. Si prevede una recessione del commercio mondiale di beni in termini di volume (-0,5% nel 2025), mentre gli scambi totali di beni e servizi dovrebbero aumentare del +1% nel 2025 (-1,4 punti percentuali) e del +1,3% nel 2026 (-1,1 punti percentuali), in termini di volume, in calo rispetto al quasi +3% previsto nel quarto trimestre 2024. In qualità di fornitore predominante degli Stati Uniti, la Cina deve affrontare perdite di esportazioni per 164 miliardi di dollari nel 2025, pari allo 0,8% del PIL totale. Le perdite più elevate sono previste nel settore dei computer e delle telecomunicazioni (25 miliardi di dollari), seguito da macchinari e attrezzature (22,6 miliardi di dollari) e elettrodomestici (20,1 miliardi di dollari). Altri settori significativi a rischio includono il tessile, l'abbigliamento, le calzature (15,6 miliardi di dollari), l'elettronica (10,8 miliardi di dollari) e i prodotti chimici, la plastica e la gomma (9,8 miliardi di dollari). L'UE è la prossima in linea, con 62 miliardi di dollari di perdite previste per le esportazioni, e all'interno del blocco regionale la Germania è la più esposta, con potenziali perdite all'esportazione pari a 17 miliardi di dollari. Non sorprende che le perdite delle esportazioni si concentrino nei macchinari e nelle attrezzature (3,1 miliardi di dollari) e nei produttori automobilistici (2,6 miliardi di dollari). Il Vietnam emerge come il secondo paese più esposto dopo la Cina. In Vietnam, i settori che subiranno le maggiori perdite sono il tessile, l'abbigliamento e le calzature (6,5 miliardi di dollari), seguiti da vicino da computer e telecomunicazioni (5,7 miliardi di dollari) e macchinari e attrezzature (3,8 miliardi di dollari). Taiwan, Corea del Sud e Giappone sono i prossimi in fila, ciascuno con potenziali perdite massime di esportazioni di 22 miliardi di dollari.

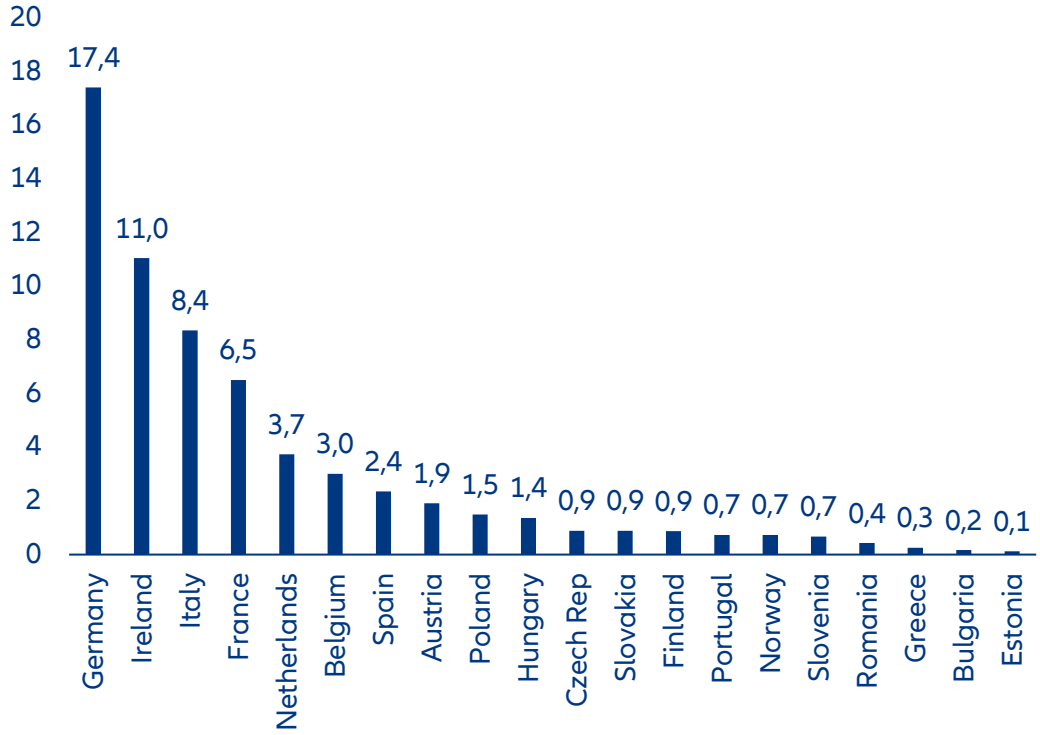
Per Taiwan, il settore dei computer e delle telecomunicazioni da solo rappresenta 5,8 miliardi di dollari di perdite potenziali, mentre l'elettronica (esclusi i semiconduttori) rappresenta 2,5 miliardi di dollari e i macchinari e le attrezzature aggiungono 2 miliardi di dollari. Le principali perdite di esportazioni della Corea del Sud riguardano principalmente i produttori automobilistici (5,8 miliardi di dollari), i macchinari e le attrezzature (2,8 miliardi di dollari) e l'elettronica (1,6 miliardi di dollari). Le perdite delle esportazioni giapponesi si faranno sentire principalmente nei produttori automobilistici (6,9 miliardi di dollari), nei macchinari e nelle attrezzature (5,1 miliardi di dollari) e nei fornitori automobilistici (1,2 miliardi di dollari). Nel complesso, prevediamo che il reindirizzamento continuerà probabilmente, ma è probabile che emergano nuovi hub commerciali, in particolare in America Latina e Medio Oriente. Il Sud-Est asiatico rimarrà attraente nel lungo periodo se i paesi riusciranno a stringere accordi con gli Stati Uniti e a deprezzare le loro valute per compensare parte degli aumenti tariffari. Prevediamo che entro la fine dell'anno verranno firmati alcuni accordi bilaterali, il che porterebbe il dazio medio all'importazione degli Stati Uniti all'11,8% nel quarto trimestre del 2025, anche se questo sarebbe ancora il livello più alto dagli anni '40.

Figura 3: Prime 50 importazioni/esportazioni statunitensi per paese/settore (esclusi prodotti farmaceutici e semiconduttori per le importazioni)

Country	Sector	Exports in USD bn to/from US	Maximum export losses in baseline scenario
China	Computers & Telecom	70.2	25.0
China	Machinery & Equipment	63.5	22.6
China	Household Equipment - Home appliances	56.6	20.1
China	Textiles - Apparel & Footwear	43.8	15.6
China	Electronics	30.3	10.8
China	Chemicals - Plastics & Rubber	27.4	9.8
US	Agrifood - Agriculture & farming	22.3	8.8
Canada	Energy - Oil & gas upstream activities	126.6	8.1
US	Energy - Oil & gas	19.3	7.6
Japan	Automotive manufacturers	47.4	6.9
China	Textiles - Textile	18.8	6.7
Viet Nam	Textiles - Apparel & Footwear	24.8	6.5
US	Pharmaceuticals	15.6	6.1
Taiwan	Computers & Telecom	31.9	5.8
China	Household Equipment - Other	16.3	5.8
Republic of Korea	Automotive manufacturers	34.8	5.8
Viet Nam	Computers & Telecom	21.5	5.7
US	Machinery & Equipment	14.1	5.6
China	Automotive suppliers	14.6	5.2
China	Metals - Metal works & Engineering	14.4	5.1
Japan	Machinery & Equipment	34.7	5.1
China	Construction - Building Materials	11.1	3.9
China	Automotive manufacturers	10.9	3.9
Viet Nam	Machinery & Equipment	14.3	3.8
US	Electronics	8.8	3.5
Viet Nam	Household Equipment - Home appliances	12.9	3.4
US	Chemicals - Plastics & Rubber	8.5	3.4
Canada	Automotive manufacturers	50.2	3.2
Germany	Machinery & Equipment	35.5	3.1
US	Automotive manufacturers	7.5	3.0
US	Chemicals - Industrial & Other	7.4	2.9
Republic of Korea	Machinery & Equipment	16.8	2.8
US	Agrifood - Food & Beverages manufacturing	6.7	2.7
Germany	Automotive manufacturers	29.7	2.6
Taiwan	Electronics	13.4	2.5
Canada	Metals - Mining, Casting & Processing	37.6	2.4
Mexico	Automotive manufacturers	111.4	2.4
US	Metals - Mining, Casting & Processing	5.8	2.3
Canada	Agrifood - Food & Beverages manufacturing	32.6	2.1
Taiwan	Machinery & Equipment	11.2	2.0
Canada	Machinery & Equipment	26.4	1.7
Malaysia	Electronics	12.9	1.5
US	Household Equipment - Other	3.8	1.5
US	Construction - Building Materials	3.7	1.5
Canada	Chemicals - Plastics & Rubber	20.8	1.3
Italy	Machinery & Equipment	13.7	1.2
Mexico	Machinery & Equipment	51.5	1.1
US	Paper - Manufacturing	2.4	0.9
Canada	Construction - Building Materials	14.3	0.9
US	Computers & Telecom	2.3	0.9

Fonte: Allianz Research

Figura 4: Perdite massime all'esportazione nello scenario di base (miliardi di dollari), primi 20 paesi dell'UE



Fonte: Allianz Research

Per ora, l'Europa non ha ancora annunciato ulteriori misure di ritorsione rispetto a quelle pubblicate l'11 marzo[1]. Tuttavia, le ritorsioni reciproche dell'UE su tutte le importazioni statunitensi, escluso il GNL, ammonterebbero a circa 26 miliardi di dollari di perdite all'esportazione per gli Stati Uniti. I prodotti farmaceutici sono il settore più a rischio negli Stati Uniti, con esportazioni pari a 61,4 miliardi di dollari e una potenziale perdita massima di 7,54 miliardi di dollari. I macchinari e le attrezzature, con esportazioni per un valore di 27,1 miliardi di dollari, sono posizionati per una potenziale perdita di esportazioni di 3,3 miliardi di dollari. Con esportazioni per un totale di 16 miliardi di dollari e una potenziale perdita massima di 1,96 miliardi di dollari, il settore chimico, della plastica e della gomma sarebbe il terzo più colpito dalle ritorsioni dell'UE.

La Cina ha invece annunciato tariffe aggiuntive di +34 punti percentuali su tutte le importazioni statunitensi, in vigore dal 10 aprile. Questi prelievi causerebbero perdite annuali all'export pari a 64 miliardi di dollari, con un calo delle importazioni statunitensi di -0,2 punti percentuali all'anno. Si prevede che l'impatto sarà più sostanziale per il settore agricolo statunitense, in particolare per gli esportatori di soia, grano e mais, nonché per le industrie farmaceutiche ed energetiche statunitensi. Stimiamo che il settore agroalimentare potrebbe subire perdite all'esportazione per circa 22,3 miliardi di dollari e l'industria petrolifera e del gas fino a 19,3 miliardi di dollari, mentre il settore farmaceutico e i macchinari e le attrezzature potrebbero perdere rispettivamente 15,6 miliardi di dollari e 14,1 miliardi di dollari (si veda la Figura 3). Oltre all'aumento dei dazi, il Ministero del Commercio cinese ha anche annunciato ritorsioni sotto forma di misure non tariffarie, tra cui il divieto di esportazione di sette minerali di terre rare utilizzati in prodotti high-tech. La ritorsione include anche l'aggiunta di 11 aziende statunitensi all'elenco delle "entità inaffidabili", tra cui diversi produttori di droni, impedendo loro di fare affari in Cina. Infine, il Ministero ha anche annunciato nuove indagini negli Stati Uniti per quanto riguarda le apparecchiature di imaging medico.

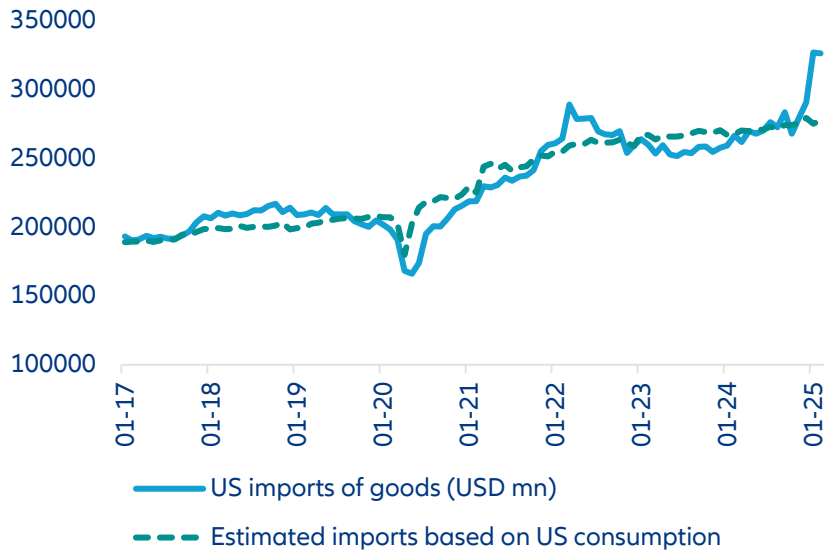
Finora la maggior parte dei paesi del sud-est e dell'Asia orientale ha evitato ritorsioni, annunciando invece la volontà di negoziare, con tariffe più basse o maggiori importazioni dagli Stati Uniti. Altri avevano già abbassato le tariffe sulle importazioni statunitensi in precedenza. Israele rientra nella seconda categoria, avendo abbassato a zero le tariffe su tutte le importazioni statunitensi solo pochi giorni prima. In base agli annunci del Liberation Day, dovrà affrontare un aumento delle tariffe di +17 punti percentuali. Insieme a Israele, l'India è stata la più attiva

[1] https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_25_740

nell'offrire un accordo alla Casa Bianca. All'inizio di marzo, l'India aveva già abbassato le tariffe su alcune importazioni statunitensi, come le motociclette di fascia alta e il bourbon, e aveva eliminato una tassa sui servizi digitali. Ora di fronte a un dazio del +27%, l'India ha accennato a ridurre i dazi su 23 miliardi di dollari di altre importazioni, con l'obiettivo di raggiungere un accordo commerciale con gli Stati Uniti entro l'autunno 2025. Il Ministero del Commercio thailandese ha indicato l'intenzione di aumentare le importazioni di prodotti statunitensi, compresi prodotti agricoli come mais e soia, nonché prodotti energetici come petrolio greggio e gas naturale. Inoltre, sono in corso discussioni per ridurre le tariffe su specifici beni statunitensi per aiutare a bilanciare le relazioni commerciali. Il 26 marzo il Vietnam ha ridotto in modo proattivo i dazi all'importazione su diversi prodotti statunitensi per mitigare le potenziali tensioni commerciali, tra cui il gas naturale liquefatto (GNL) e le automobili. Inoltre, il Vietnam si è mosso per approvare i servizi Starlink, con l'obiettivo di rafforzare i legami economici con gli Stati Uniti.

Le società statunitensi dovrebbero essere in grado di far fronte ai prossimi mesi grazie a bilanci generalmente solidi e all'accumulo di scorte, sufficienti per circa sei mesi di domanda dei consumatori. Tuttavia, ci aspettiamo che circa due terzi di essi trasferiscano i costi dell'aumento delle tariffe ai consumatori e ai clienti, anche se questo varierà da settore a settore. Le aziende hanno già adottato diverse strategie per mitigare l'impatto finanziario dei dazi, tra cui l'anticipazione delle importazioni, l'esplorazione di opzioni di approvvigionamento alternative e la vendita di prodotti senza determinati componenti o con materiali più economici per ridurre l'impatto dei dazi. I porti statunitensi hanno registrato un'impennata dei volumi di merci e le nostre stime suggeriscono che le aziende hanno accumulato scorte sufficienti a soddisfare circa sei mesi di domanda dei consumatori nei mesi di dicembre, gennaio e febbraio (Figura 5). Inoltre, diverse aziende hanno già annunciato investimenti per un totale di quasi 1 trilione di dollari per (ri)localizzare la produzione negli Stati Uniti al fine di mitigare l'esposizione ai dazi, nonostante le potenziali sfide come l'aumento del costo del lavoro3. Ciononostante, è probabile che circa due terzi delle aziende trasferiscano ai consumatori i costi più elevati delle tariffe. Le aziende con un forte riconoscimento del marchio e posizionamento sul mercato, come i marchi di lusso o alcune società tecnologiche, sono meglio attrezzate per farlo senza una perdita significativa di quote di mercato, mentre le aziende con margini bassi, come la vendita al dettaglio, non avranno scelta.

Figura 5: Importazioni statunitensi molto più elevate di quanto giustificato



Fonti: LSEG Workspace, Allianz Research

Ora ci aspettiamo che l'economia statunitense scivoli in recessione fino al 3° trimestre 2025. Ora ci aspettiamo una crescita debole del PIL del +0,8% quest'anno. Il PIL dovrebbe aver subito una contrazione (lieve) già nel 1° trimestre 2025, ma ciò si spiega con un contributo negativo del commercio netto piuttosto che con un indebolimento della domanda interna. Tuttavia, prevediamo che il PIL del 2° e 3° trimestre registrerà una crescita negativa sulla scia del calo della spesa per consumi e investimenti. Dal 1° al 3° trimestre, prevediamo un calo del PIL cumulato del -0,5%. L'aumento dei sussidi industriali e della spesa fiscale, finanziati da nuove entrate doganali, dovrebbe evitare una recessione più profonda, anche se gli effetti negativi sulla ricchezza e l'elevata incertezza prolungata

potrebbero amplificare la recessione. I tempi in cui le nuove sovvenzioni industriali saranno effettivamente erogate sono incerte. Probabilmente arriveranno nella seconda metà del 2025, il che significa che sosterranno l'attività nell'ultima parte dell'anno e nel 2026. Nel 2026 l'attività sarà ulteriormente sostenuta dai tagli fiscali, dall'allentamento della politica monetaria della Fed e dall'allentamento di alcuni dazi sui partner stranieri. Prevediamo una crescita del +2,3% nel 2026.

Ma la Fed dovrà aspettare fino a ottobre per fornire sostegno a causa dell'impennata dell'inflazione. L'inflazione negli Stati Uniti dovrebbe raggiungere un picco vicino al +4,5% entro l'estate, spinta al rialzo dai prezzi dei beni e dei generi alimentari. L'inflazione dovrebbe infine diminuire man mano che la debolezza della domanda inizierà a far scendere i prezzi e la crescita dei salari. In termini medi annuali, vediamo un'inflazione CPI al 3,8% nel 2025 e all'1,8% nel 2026. La Fed esaminerà l'impennata dell'inflazione indotta dai dazi: un allentamento troppo rapido rischierebbe di innescare una spirale salari-prezzi in un contesto di inflazione già elevata e primi segnali di disancoraggio delle aspettative di inflazione da parte delle famiglie. Entro ottobre, la Fed inizierà a tagliare e accelerare fino al 2026. Vediamo il tasso dei Fed Fund (limite superiore) al 4% alla fine del 2025 e al 2,75% alla fine del 2026.

L'Europa sarà colpita meno, ma non potrà sfuggire a una crescita più bassa a causa di maggiori restrizioni commerciali e di un'economia statunitense più debole, nonostante lo stimolo fiscale tedesco e l'aumento della spesa per la difesa. Nel 2024, l'Eurozona ha esportato merci per un valore di 531 miliardi di euro negli Stati Uniti, pari al 3,5% del PIL dell'Eurozona, il che la rende di gran lunga il partner commerciale più importante. Poiché questi beni diventano significativamente più costosi negli Stati Uniti a causa dei dazi, la domanda diminuirà sicuramente, con un impatto negativo sulla crescita del PIL nell'Eurozona. Lo stimolo fiscale della Germania e l'aumento della spesa per la difesa in generale in tutta Europa possono compensare solo in parte questo. In particolare, anche la Germania sarà la più colpita dai dazi statunitensi, in quanto è la più grande nazione esportatrice d'Europa. Alla luce dei dazi più elevati del previsto, abbiamo tagliato le nostre previsioni di crescita del PIL per l'Eurozona di -0,3 punti percentuali a +0,8% nel 2025 e di -0,1 punti percentuali a +1,5% nel 2026. Anche i rischi di inflazione sono orientati al ribasso, in quanto la minore domanda proveniente dagli Stati Uniti e l'eccesso di capacità globale nel resto del mondo, nonché i prezzi dell'energia più bassi, avranno un effetto negativo sui prezzi dei beni nazionali e importati (ad eccezione degli Stati Uniti, dove ci aspettiamo controtariffe da parte dell'UE). Pertanto, abbiamo abbassato le nostre previsioni di inflazione di -0,2 punti percentuali e di -0,1 punti percentuali all'1,9 per cento sia nel 2025 che nel 2026. Poiché la produzione economica rimarrà al di sotto del potenziale ed emergono rischi al ribasso per l'inflazione, ci aspettiamo che la BCE riduca il tasso di riferimento al di sotto della neutralità all'1,5% entro la fine del 2025 (50 pb in meno rispetto alle previsioni iniziali).

La Cina intensificherà ulteriormente il sostegno politico (almeno 800 miliardi di RMB di stimoli fiscali aggiuntivi) per compensare gli aumenti tariffari superiori alle attese. Per il momento, manteniamo le nostre previsioni di crescita del PIL per la Cina a +4,6% nel 2025 e a +4,2% nel 2026, sulla base di: dati sull'attività economica migliori del previsto nel 1° trimestre, aspettative di un ulteriore allentamento della politica monetaria e la possibilità di mitigare in parte l'aumento dei dazi con un CNY più debole. Prima del Liberation Day, i rischi per le nostre previsioni di crescita del PIL nel 2025 erano probabilmente al rialzo: nonostante i fondamentali ancora fragili, i dati sull'attività avevano sorpreso positivamente all'inizio dell'anno e l'impulso al credito era in ripresa, grazie all'allentamento delle politiche e ai segnali di un calo della fiducia del settore privato. All'inizio di marzo era già stato annunciato un ampio pacchetto fiscale (2,9 trilioni di RMB) per sostenere l'obiettivo ufficiale di crescita del PIL mantenuto a "circa il 5%", ma riteniamo che la porta sia rimasta aperta per intensificare ulteriormente il sostegno politico, qualora i venti contrari dell'economia lo richiedessero. Stimiamo che siano probabilmente necessari circa 800 miliardi di RMB di stimoli fiscali aggiuntivi per contribuire a mitigare il freno alla crescita del PIL derivante dall'aumento dei dazi dagli Stati Uniti (attualmente a quasi il 60% e potenzialmente a circa il 45% dopo la conclusione di un accordo, rispetto al 25% nel nostro scenario originale di guerra commerciale contenuta). Infine, un altro possibile strumento di mitigazione per i responsabili politici cinesi è quello di consentire il deprezzamento del CNY. Sebbene ci siano segnali molto precoci che suggeriscano che la PBOC stia prendendo in considerazione questa ipotesi (il tasso medio onshore è stato fissato allo 0,14% in meno rispetto all'USD il 3 aprile, il più grande aggiustamento giornaliero da dicembre), continuiamo a credere che un indebolimento significativo del CNY non sia l'opzione preferita dai responsabili politici cinesi, in quanto potrebbe anche intaccare la fiducia interna.

Nello scenario al ribasso, se gli Stati Uniti dovessero mantenere il dazio medio sulle importazioni al 20,6% fino alla fine del 2026, la recessione negli Stati Uniti si prolungherebbe fino all'inizio del 2026. In questo scenario, la

crescita del PIL statunitense rallenterebbe significativamente a +0,4% nel 2025 e +1,5% nel 2026, rispetto alle aspettative di base rispettivamente di +0,8% e +2,3%. Questa decelerazione sarebbe determinata da dazi persistentemente elevati che pesano sui volumi commerciali e sull'espansione economica. Si prevede che l'inflazione negli Stati Uniti aumenterà ulteriormente nello scenario meno favorevole, raggiungendo il 4,2% nel 2025 e il 2% nel 2026, suggerendo il perdurare delle pressioni sui prezzi nonostante la crescita più debole. La crescita del PIL cinese si ridurrebbe a +4,5% nel 2025 e a +3,8% nel 2026, in calo rispetto alle proiezioni di base rispettivamente di +4,6% e +4,2%, in quanto gli stimoli politici farebbero fatica a compensare il prolungato livello elevato dei dazi. L'inflazione salirebbe allo 0,5% nel 2025 e allo 0,8% nel 2026, a causa della cauta domanda dei consumatori e delle pressioni esterne. Nel frattempo, l'Eurozona assisterebbe a una modesta decelerazione della crescita, con una crescita del PIL prevista a +0,7% nel 2025 e +1,1% nel 2026, leggermente al di sotto delle aspettative di base rispettivamente di +0,8% e +1,5%. L'inflazione rimarrebbe relativamente stabile, con un lieve calo all'1,9% nel 2025 e all'1,7% nel 2026, indicando pressioni limitate nonostante le incertezze economiche.

I mercati si aspettano che gli Stati Uniti soffrano di più

I rendimenti dei titoli di Stato sono scesi a livello globale e negli Stati Uniti, il che implica più rischi di recessione che di inflazione. I tassi statunitensi a 10 anni sono scesi di oltre 15 punti base, scendendo al di sotto del 4% dopo l'annuncio dei dazi e movimenti simili in tutto il mondo (es. I 10 anni tedeschi in calo al di sotto del 2,6%) mostrano che i rischi di recessione superano i timori per l'inflazione, anche negli Stati Uniti. Ciò è particolarmente evidente se si considerano le obbligazioni indicizzate all'inflazione, che hanno mostrato che le aspettative di inflazione più basse sono state il principale fattore trainante del calo dei rendimenti nominali, mentre anche i rendimenti reali sono diminuiti. Nel frattempo, i mercati hanno scontato un ulteriore allentamento delle banche centrali e ora si aspettano quattro tagli da parte della Fed e tre tagli da parte della BCE fino alla fine dell'anno. Poiché le nostre prospettive riviste sui tassi terminali della Fed e della BCE sono ora leggermente inferiori ai prezzi di mercato, vediamo anche spazio per un ulteriore calo dei rendimenti a 10 anni rispetto ai livelli attuali. Tuttavia, la volatilità rimarrà elevata poiché ci aspettiamo una moltitudine di contromisure e accordi commerciali lungo la strada, che manterranno i mercati impegnati a prezzare nuovi scenari.

Il sell-off nei mercati del rischio è stato ancora più pronunciato, con gli Stati Uniti che hanno guidato la flessione. La forte reazione dei mercati azionari di tutto il mondo è stata sorprendente, ma alla fine sembra giustificata dal fatto che i dazi statunitensi sono stati significativamente più alti del previsto. Il primo giorno, l'indice giapponese Topix ha perso il -3,1%, l'Hang Seng il -1,5%, l'Euro Stoxx 50 il -3,6% e l'S&P 500 il -4,8%. Aggiungendo il movimento valutario, con l'USD che si indebolisce maggiormente in tutto il mondo, è più che evidente che i mercati stanno penalizzando maggiormente le società statunitensi (il primo giorno l'USD ha perso il -1,8% contro l'EUR e l'1,6% su base ponderata per gli scambi commerciali rispetto a un paniere di valute). Con una recessione negli Stati Uniti che è ora il nostro scenario di base, c'è ancora più ribasso per le azioni. Il ribasso medio storico della recessione nell'S&P 500 è stato di circa il 25% (di cui l'8,6% dagli utili e il 16,4% dall'aggiustamento delle valutazioni nel PE). Riteniamo che gli investitori esamineranno in una certa misura l'attuale incertezza, ma ciononostante, vediamo un ulteriore rischio di ribasso temporaneo di circa il 9% per l'S&P 500, avvicinandosi al livello di 5000. Fino alla fine dell'anno, prevediamo un ragionevole rialzo rispetto ai livelli attuali con l'avvio dei negoziati sui dazi, la prevenzione di una grave recessione degli utili e la nuova normalizzazione del sentiment (ad esempio da VIX superiore alla media 28). Nel frattempo, il Liberation Day ha avuto un impatto anche sui mercati del credito, come dimostrano gli spread dei CDS, che sono aumentati di 7 pb (5 pb) per l'investment grade negli Stati Uniti (Europa) e di 27 pb (19 pb) per l'high yield.

Gli spread dei mercati emergenti si sono ampliati, in particolare in Asia. Sebbene l'Asia emergente sopporterà il peso maggiore dei dazi più elevati del previsto (rappresentando 20 dei 56 paesi elencati), in particolare Cina e Vietnam, i mercati emergenti hanno dimostrato nel complesso una maggiore resilienza rispetto al credito statunitense in vista dell'annuncio. Questa resilienza si riflette nello spread dell'Emerging Markets Bond Index Global (EMBIG), che si è ampliato di 17 pb, mentre gli spread societari statunitensi si sono ampliati di 30 pb se corretti per la qualità del credito. Ciò indica che i mercati emergenti sono riusciti a mantenere un outlook relativamente stabile nonostante le pressioni esterne.

È probabile che il perdurare dell'incertezza limiti le uscite di private equity e aumenti il controllo sul debito privato. I dazi avranno probabilmente un impatto sulle uscite di private equity limitando la liquidità del mercato e smorzando la fiducia degli investitori, oltre a introdurre costi aggiuntivi e incertezza, rendendo più difficile per le imprese ottenere valutazioni favorevoli durante gli eventi di uscita (es. IPO o vendite secondarie). Questa incertezza metterà di fatto un freno all'attività di uscita, limitando la capacità delle società di private equity di realizzare rendimenti sui loro investimenti. Tuttavia, l'attesa accelerazione dei tagli dei tassi della Fed entro la seconda metà dell'anno dovrebbe favorire condizioni di mercato più accomodanti, rivitalizzando potenzialmente il sentiment degli investitori e creando un contesto più favorevole per le uscite dal private equity. Questa tendenza non sarà limitata agli Stati Uniti; Si prevede inoltre che la reazione dell'Europa ai dazi innescherà l'incertezza del mercato, limitando ulteriormente l'attività in tutta la regione. Anche il debito privato ne risentirà, poiché il potenziale scontare una recessione negli Stati Uniti nel corso dell'anno porterà probabilmente a un maggiore controllo delle condizioni di prestito, poiché gli istituti di credito si preparano alla possibilità di tassi di default più elevati, in particolare per gli strumenti a tasso variabile. Tuttavia, anche in questo scenario più ribassista, il credito privato dovrebbe mantenere la sua attrattiva relativa grazie ai suoi tassi di perdita strutturalmente più bassi e agli elevati rendimenti totali attesi, che continuano a fornire un argomento convincente per rimanere positivi sull'asset class. Ciononostante, si prevede che le operazioni rallenteranno, anche se l'appetito generale del mercato per il credito privato rimarrà robusto durante questo ciclo volatile.

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

DICHIARAZIONI PREVISIONALI

Le dichiarazioni contenute nel presente documento possono includere prospettive, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali che si basano sulle attuali opinioni e ipotesi del management e comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati, le prestazioni o gli eventi effettivi possono differire materialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.
Tali scostamenti possono derivare da, a titolo esemplificativo e non esaustivo, (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione concorrenziale, in particolare nel core business e nei mercati principali del Gruppo Allianz, (ii) andamento dei mercati finanziari (in particolare volatilità dei mercati, liquidità ed eventi creditizi), (iii) frequenza e gravità degli eventi di perdita assicurati, anche da catastrofi naturali, e dall'andamento delle spese per perdite, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbilità, (v) livelli di persistenza, (vi) in particolare nell'attività bancaria, l'entità delle insolvenze creditizie, (vii) livelli dei tassi di interesse, (viii) tassi di cambio tra cui il tasso di cambio EUR/USD, (ix) modifiche alle leggi e ai regolamenti, comprese le normative fiscali, (x) l'impatto delle acquisizioni, comprese le relative questioni di integrazione, e le misure di riorganizzazione, e (xi) fattori competitivi generali, in ogni caso su base locale, regionale, nazionale e/o globale. Molti di questi fattori possono essere più probabili, o più pronunciati, a seguito di attività terroristiche e delle loro conseguenze.

NESSUN OBBLIGO DI AGGIORNAMENTO

La società non si assume alcun obbligo di aggiornare le informazioni o le dichiarazioni previsionali contenute nel presente documento, ad eccezione di eventuali informazioni che devono essere divulgate per legge.

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