

Allianz Research | 20 Febbraio 2025

La ripresa dell'Europa meridionale, la matematica di bilancio in vista delle elezioni tedesche e la politica commerciale degli Stati Uniti

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

Jasmin Gröschl
Senior Economist per l'Europa
Pacifica
jasmin.groeschl@allianz.com

Françoise Huang
Economista senior per l'Asia-
Pacifica
francoise.huang@allianz-trade.com

Maddalena Martini
Senior Economist per l'Europa
meridionale e il Benelux
maddalena.martini@allianz.com

Giovanni Scarpato
Assistente di ricerca
giovanni.scarpato@allianz.com

John Goulet
Assistente di ricerca
john.goulet@allianz-trade.com

In sintesi

Questa settimana esaminiamo tre questioni critiche:

Eurozona: Quali sono le ragioni della ripresa dell'Europa meridionale L'attività turistica record è stata uno dei principali motori della ripresa del Mediterraneo, mentre i principali paesi europei come la Germania sono stati più esposti alla flessione del settore manifatturiero. I mercati del lavoro resilienti hanno visto un aumento dell'occupazione e una ripresa della produttività per ora lavorata, il che ha contribuito alla solida performance economica. Inoltre, le nostre stime suggeriscono che i fondi Next Generation EU hanno contribuito alla crescita per 1,0 e 1,2 punti percentuali rispettivamente in Italia e Spagna, e ci aspettiamo un impatto simile per Portogallo e Grecia, che hanno già ricevuto oltre il 50 % dei fondi. È interessante notare che, sebbene la Spagna abbia registrato una forte ripresa, le ricadute positive di Next Generation EU non si sono ancora tradotte in una maggiore attività di investimento. Guardando al futuro, ci aspettiamo che il divario di crescita tra le economie dell'Europa meridionale e quella dell'Europa centrale si riduca ulteriormente man mano che gli effetti a lungo termine del programma NGEU si affacceranno, mentre la spinta iniziale della spesa per investimenti inizierà a svanire verso la fine del programma.

Elezioni tedesche: la matematica del bilancio Mentre la Germania si dirige verso le urne del 23 febbraio, tutti i partiti stanno facendo grandi promesse, tra cui tagli alle tasse, maggiori investimenti pubblici e aumenti delle pensioni per stimolare la crescita, ma questi hanno costi elevati. Il necessario deficit di finanziamento potrebbe essere coperto da fondi finanziati dal debito o da un aumento del gettito fiscale, ma fare affidamento solo sulla crescita non è sufficiente. Per soddisfare le esigenze di finanziamento, l'economia avrebbe bisogno di ulteriori 388-616 miliardi di euro di crescita all'anno, un compito difficile data la stagnazione prevista nel 2025 (+0,23% di crescita potenziale nel prossimo decennio). Per il momento, nessuno dei partiti ha offerto un quadro di bilancio convincente per la Germania. Al di là delle considerazioni fiscali, il rischio di un pregiudizio dello status quo per la futura coalizione è purtroppo alto, quando l'economia tedesca ha bisogno di riforme coraggiose e visionarie e di un forte allineamento tra i partiti per stimolare e garantire la crescita.

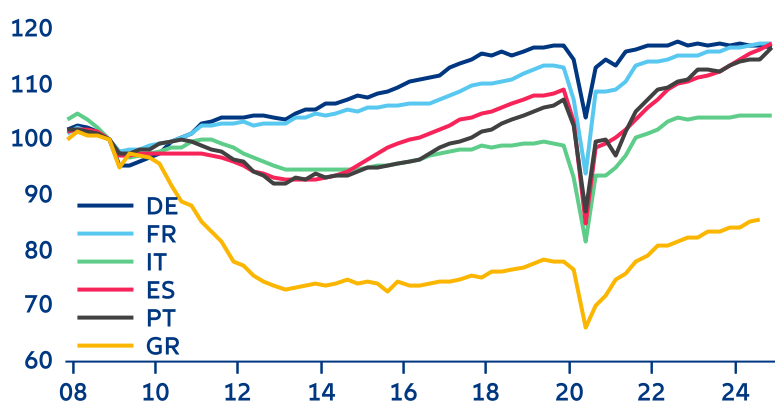
Dazi reciproci USA: occhio per occhio? Il "Reciprocal Trade and Tariffs" degli Stati Uniti rischia di aumentare l'aliquota tariffaria effettiva globale degli Stati Uniti di altri +13 punti percentuali, di cui +8 punti percentuali dovuti al differenziale delle aliquote dell'imposta sul valore aggiunto, +3 punti percentuali per compensare lo squilibrio nelle misure non tariffarie e +2 punti percentuali per il differenziale delle aliquote tariffarie. Ciò significherebbe ulteriori aumenti dei dazi di +12 punti percentuali per la Cina e di +13 punti percentuali per l'UE, avvicinandoci al nostro scenario di "guerra commerciale a tutti gli effetti", in cui la crescita del PIL sarebbe ridotta di -0,7 punti percentuali in Cina e di -0,8 punti percentuali nell'UE entro il 2026. Prodotti e settori

specifici potrebbero essere coinvolti nel fuoco incrociato, come quello automobilistico, farmaceutico e dei chip. Argentina, India, Brasile, Cile e Kenya sarebbero i più colpiti, con aumenti tariffari che vanno da +23 punti percentuali a +34 punti percentuali. Taiwan, gli Emirati Arabi Uniti, la Svizzera e Singapore sarebbero i meno colpiti (tra circa +1 punto percentuale e +5 punti percentuali). Mentre alcuni partner commerciali potrebbero avere tempo fino ad aprile per fornire concessioni e cercare di stringere accordi con il presidente Trump, altri potrebbero non essere così fortunati e probabilmente si vendicheranno contro gli Stati Uniti.

Eurozona: Quali sono le ragioni della rimonta del Sud Europa

I cieli si stanno schiarando sull'Europa meridionale, mentre le nuvole incombono sul nord. La spesa "di vendetta" post-lockdown ha visto una forte riallocazione dei consumi delle famiglie verso i servizi, in particolare in settori come il turismo. Allo stesso tempo, la grave crisi energetica ha messo a dura prova il settore manifatturiero, innescando una diffusa flessione delle economie ad alta intensità industriale. In questo contesto, i paesi dell'Europa meridionale, tra cui Spagna e Portogallo, si sono trovati nella posizione di recuperare gran parte del terreno perduto dopo la crisi finanziaria globale (GFC), una battuta d'arresto ulteriormente aggravata dalla successiva crisi del debito sovrano. Di conseguenza, la produzione di questi paesi è cresciuta tanto quanto la Germania e la Francia rispetto ai livelli del 2008 (Figura 1).

Figura 1: PIL (2008=100)

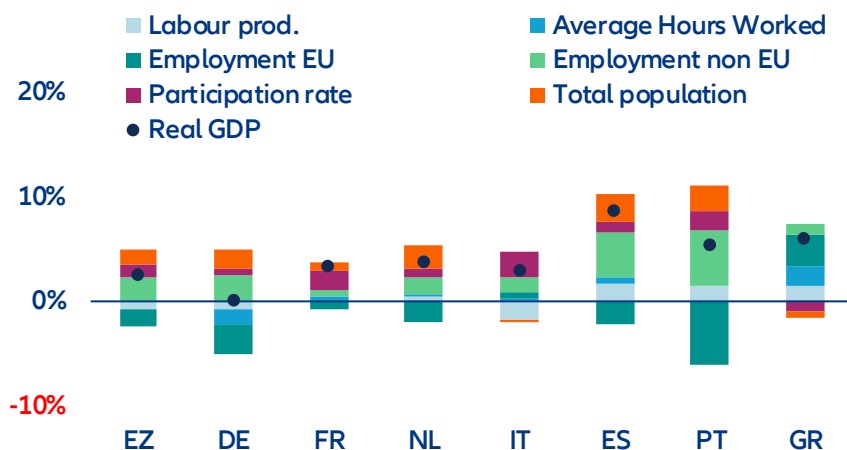


Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Dal 2022, i paesi dell'Eurozona meridionale hanno registrato una crescita cumulativa media di circa il +6%, trainata principalmente dall'impressionante espansione dell'8% della Spagna. Al contrario, le economie chiave come la Francia e i Paesi Bassi hanno registrato solo una crescita modesta, rispecchiando da vicino la tendenza generale dell'Eurozona, mentre la Germania è rimasta stagnante. Nonostante queste sfide, i mercati del lavoro dell'Eurozona sono rimasti relativamente solidi per tutto il 2024.

Qual è il segreto del successo del sud? L'analisi del lato dell'offerta del PIL suggerisce un aumento dell'occupazione e una ripresa della produttività per ora lavorata (Figura 2). Le riforme del mercato del lavoro stanno dando i loro frutti in Spagna, Portogallo, Grecia e, in misura minore, in Italia, aumentando significativamente l'efficienza del lavoro passando da modelli protettivi a una maggiore flessibilità. Di conseguenza, la crescita economica nel Sud è stata fortemente sostenuta dall'aumento dei livelli di occupazione e da un costante calo del tasso di disoccupazione. In Grecia, la crescita del PIL è trainata principalmente dall'occupazione (4%, di cui il 3% nell'UE), mentre in Spagna ha contribuito per il 2%. Inoltre, l'afflusso di lavoratori stranieri ha svolto un ruolo chiave nella solida espansione della Spagna nel 2024, con la creazione di oltre 500.000 nuovi posti di lavoro, il 42% dei quali occupati da lavoratori stranieri, segnando la quota più alta registrata dal 2008. Nello stesso periodo, la crescita dell'occupazione tra i lavoratori extracomunitari (+35%) ha superato quella dei cittadini spagnoli (+3%). Questa tendenza, che ha guadagnato costantemente slancio dopo la ripresa post-pandemia, sottolinea la crescente importanza della manodopera extra-UE nel sostenere l'attività economica. La produttività per ora lavorata ha contribuito per 2 punti percentuali alla crescita del PIL in Spagna e Grecia e per 1 punto percentuale in Portogallo, gli unici tre paesi in cui la produttività ha avuto un effetto positivo dopo la pandemia.

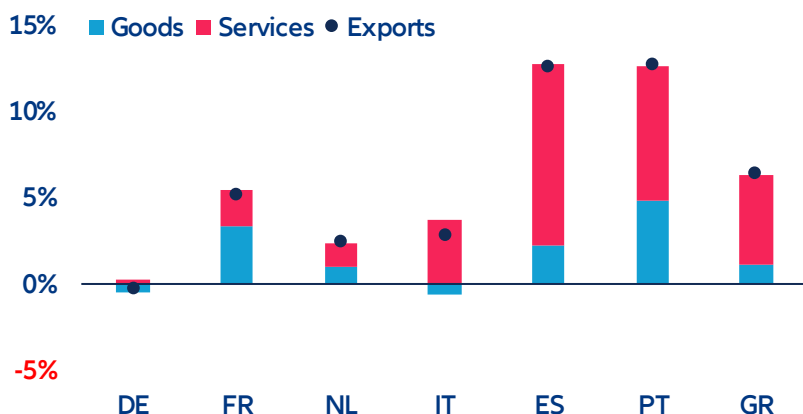
Figura 2 - Scomposizione dal lato dell'offerta della crescita cumulativa del PIL reale, 2022-2024, %



Fonti: Eurostat, Allianz Research. Note: Il PIL reale è scomposto in produttività del lavoro (PIL reale/ore totali lavorate), ore medie lavorate per occupato, tasso di occupazione UE e non UE (totale occupazione/forza lavoro), tasso di partecipazione alla forza lavoro (forza lavoro/popolazione) e popolazione totale.

Dal punto di vista delle spese, le esportazioni sono un fattore chiave: l'Europa meridionale beneficia di essere la destinazione preferita per le vacanze estive da tutti. Spagna, Portogallo e Grecia hanno registrato una ripresa trainata in gran parte dalle esportazioni di servizi, registrando anni di entrate record dal turismo (che rappresentano una quota consistente del loro PIL) grazie all'impennata dei viaggi e del turismo internazionale e all'aumento della domanda di esperienze per il tempo libero nell'era post-pandemia (Figura 3). Al contrario, la Germania e gli altri paesi industrializzati dell'Eurozona sono stati più esposti al rallentamento globale del commercio ciclico di merci. Di conseguenza, i paesi dell'Europa meridionale sono stati in grado di sfruttare i loro settori turistici per compensare alcuni venti contrari economici più ampi, contribuendo ai modelli di ripresa divergenti.

Figura 3 - Scomposizione della crescita cumulativa delle esportazioni reali, 2022-2024, %



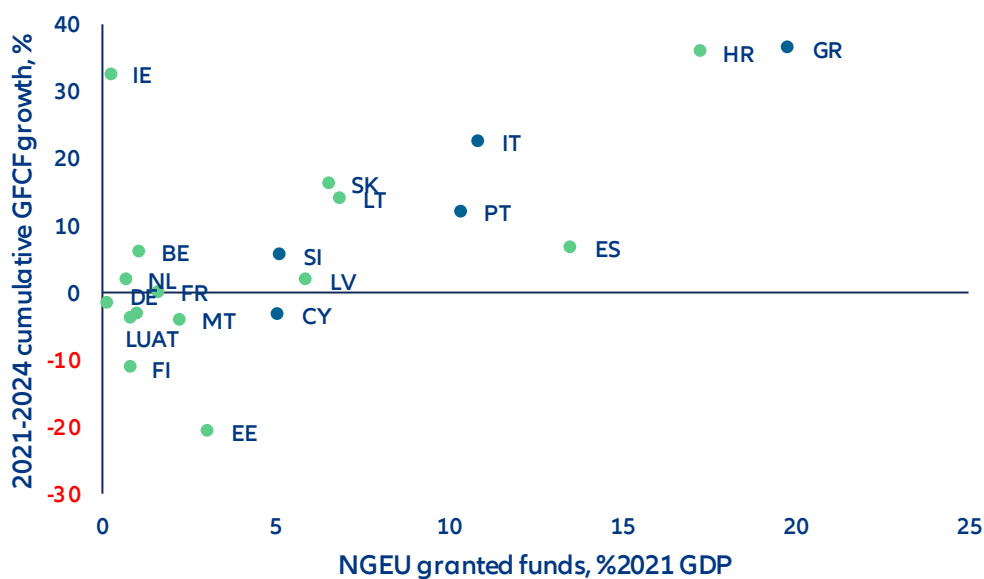
Fonti: Fonti nazionali, Eurostat, Allianz Research

Anche gli investimenti di Next Generation EU hanno avuto un impatto positivo... Nonostante l'assorbimento dei fondi sia stato più lento del previsto, l'afflusso di risorse dell'UE nelle economie mediterranee ne ha favorito i risultati economici. Con solo due anni rimasti nel programma, la nostra simulazione per Italia e Spagna indica che l'impatto cumulativo dei fondi NGEU effettivamente spesi ha finora contribuito alla crescita di 1,0 punti percentuali in più in Italia e di 1,2 punti percentuali in Spagna tra il 2021 e il 2024. Vale la pena notare che i due paesi non hanno speso allo stesso modo. L'Italia ha ricevuto il 63% della sua dotazione totale (194,4 miliardi di euro) ma ha speso solo il 30% dei fondi entro il 2024, mentre la Spagna ha ricevuto una quota minore di sovvenzioni (48 miliardi di euro su 122,2 miliardi di euro stanziati) ma è riuscita a erogare di fatto quasi l'intero importo. Data la consistente quota di fondi ancora da spendere, possiamo dedurre che nei prossimi due o tre anni ci si può aspettare un impulso simile, o potenzialmente maggiore, all'attività economica. Prevediamo inoltre che il contributo delle riforme strutturali alla

produzione economica aumenterà nel tempo, man mano che l'impatto iniziale della spesa pubblica finanziata dal dispositivo per la ripresa e la resilienza inizierà a diminuire. Inoltre, si prevede un effetto analogo in Portogallo e in Grecia, in quanto entrambi i paesi hanno ricevuto oltre il 50% dei fondi loro assegnati, il che dovrebbe anche fornire un impulso economico positivo a lungo termine.

... **Ma non si sono tradotti in un ampio miglioramento del contesto imprenditoriale in Spagna.** L'attività di investimento rimane leggermente al di sopra dei livelli pre-programma (Figura 4). Al contrario, vediamo emergere una correlazione positiva molto più forte in Grecia e, in misura minore, in Portogallo. In Italia, invece, è difficile districare gli effetti del credito d'imposta Superbonus dall'andamento complessivo degli investimenti. Nel complesso, sebbene le ricadute positive di Next Generation EU vadano ben oltre l'immediata ripresa dalla pandemia, offrono anche un'opportunità cruciale per i paesi che si stanno ancora riprendendo dalle cicatrici della crisi del debito sovrano, molti dei quali hanno anche chiesto assistenza finanziaria in cambio dell'attuazione di profondi cambiamenti di politica pubblica per ritrovare la stabilità fiscale e finanziaria. Investendo in infrastrutture, tecnologie verdi, innovazione digitale e produttività, il programma ha il potenziale per stimolare la crescita economica a lungo termine, migliorare la coesione regionale e aumentare la competitività globale dell'UE. Questi investimenti non solo sostengono un'economia più resiliente, sostenibile e dinamica nei paesi che ricevono direttamente i fondi, ma contribuiscono anche al più ampio panorama economico europeo e mondiale.

Figura 4 - Crescita degli investimenti e dotazione totale delle risorse di Next Generation EU



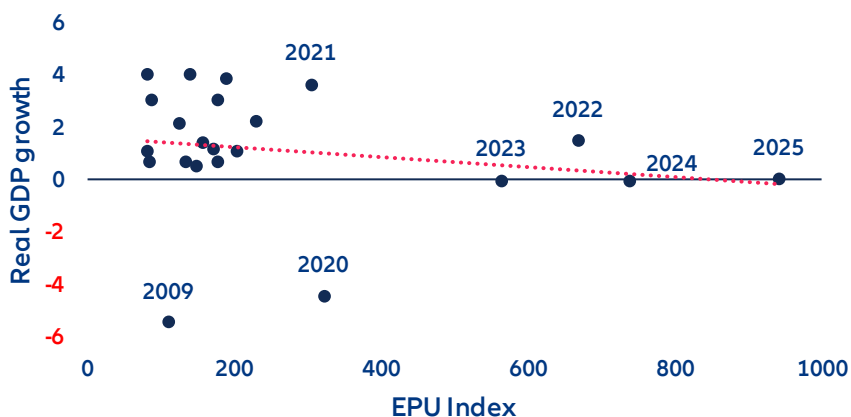
Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research. Si noti che i punti blu rappresentano i paesi dell'Eurozona che hanno richiesto, in tutto o in parte, i prestiti stanziati nell'ambito del dispositivo per la ripresa e la resilienza. La dotazione totale del dispositivo per la ripresa e la resilienza è composta da 360 miliardi di euro in sovvenzioni e 290 miliardi di euro in prestiti.

Elezioni tedesche: La matematica non è matematica

Fallo o rompiolo. In vista delle elezioni del 23 febbraio, la Germania è alle prese con sfide significative tra megatrend globali come il cambiamento climatico, l'intelligenza artificiale e i cambiamenti geopolitici. Il suo tradizionale modello orientato all'esportazione sta diventando sempre più insostenibile a causa del crescente protezionismo, dei cambiamenti tecnologici, delle costose transizioni energetiche e dei cambiamenti demografici. Di conseguenza, l'economia è in cattive condizioni, con un secondo anno consecutivo di recessione e stagnazione in vista nel 2025. Il controllo dell'immigrazione e il rilancio dell'economia tedesca in difficoltà sono stati finora al centro della campagna elettorale, ma il prossimo governo federale erediterà anche una serie di questioni irrisolte dalla collassata "coalizione semaforo" di socialdemocratici, verdi e liberali. Inoltre, dopo il discorso del vicepresidente degli Stati Uniti Vance alla Conferenza sulla sicurezza di Monaco, è chiaro che la Germania sarà messa sotto pressione per ridefinire il suo ruolo all'interno dell'alleanza transatlantica. E un argomento chiave è se un nuovo governo tedesco è disposto ad assumere un ruolo di primo piano all'interno dell'Europa per plasmare la sua agenda. Poiché l'incertezza politica ha attualmente un impatto negativo di -0,3 punti percentuali sul PIL tedesco

(Figura 5), l'eliminazione di tale incertezza potrebbe favorire una crescita più positiva nel corso dell'anno. Una nuova coalizione di governo che si orienti verso un'agenda di stimolo pro-crescita dovrebbe essere in grado di aiutare i settori ciclici alle prese con la bassa domanda. Ma in ultima analisi, la traiettoria dell'economia tedesca dipenderà dall'entità di eventuali cambiamenti politici successivi. Il "business as usual" non è più un'opzione praticabile; riforme strutturali e audaci¹ sono essenziali per sbloccare il potenziale futuro della Germania.

Figura 5: Indice di incertezza economica rispetto alla crescita del PIL reale in %



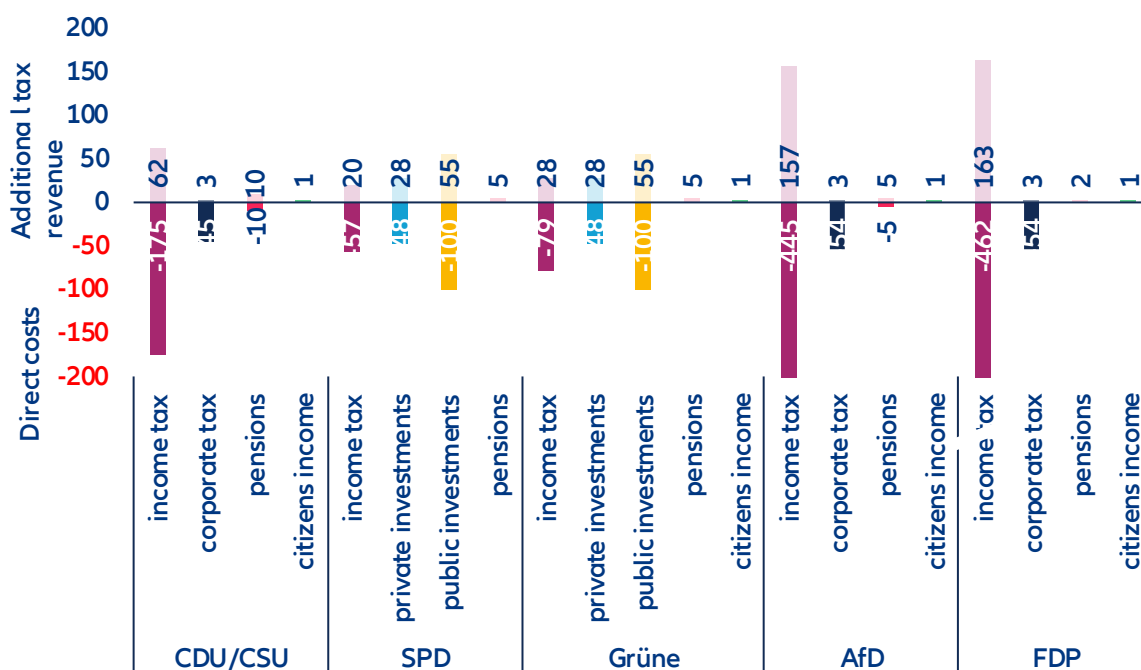
Fonti: Baker et al. (2016), Allianz Research. Nota: il 2025 prende come indicazione i valori EPU disponibili fino al 19 febbraio 2025 e le previsioni di crescita del PIL di Allianz Research.

Tutti i partiti hanno fatto grandi promesse, ma la politica e la crescita vanno di pari passo? Tutte le proposte hanno un prezzo elevato. Basato solo su riforme fiscali, iniziative di investimento, pensioni e riforme del reddito di cittadinanza, il programma dell'Unione potrebbe costare 230 miliardi di euro nella prossima legislatura, il programma dei Verdi 227 miliardi di euro e il piano dell'SPD 205 miliardi di euro. Dato il budget federale limitato, il finanziamento di queste iniziative sembra impegnativo. Tuttavia, guardare solo ai costi diretti non è sufficiente. Dopo tutto, ogni euro speso può aggiungere crescita economica e investimenti, il che si riflette in un aumento del gettito fiscale nel medio periodo.

La CDU/CSU e l'FDP propongono di appiattire gli scaglioni **dell'imposta sul reddito** ed eliminare la sovrattassa di solidarietà per alleggerire la pressione fiscale, aumentando al contempo la soglia massima dell'imposta a 80.000 euro. L'SPD, al contrario, cerca di avvantaggiare il 95% dei contribuenti attraverso una riforma dell'imposta sul reddito che includa tasse più elevate per l'1% più ricco. I Verdi danno la priorità all'aumento dell'indennità di base esentasse per alleviare il vantaggio fiscale sui redditi più bassi. Ciascuna di queste proposte comporterebbe notevoli carenze fiscali (figura 6). Tuttavia, gli sgravi fiscali potrebbero stimolare la crescita economica incentivando il lavoro, che a sua volta potrebbe aumentare l'occupazione o stimolare maggiori consumi e investimenti. A seconda della proposta, il tasso di crescita del PIL potrebbe aumentare tra 0,2 e 1,6 punti percentuali all'anno (figura 7). Il gettito fiscale aggiuntivo generato potrebbe ridurre sostanzialmente i deficit di finanziamento, ad esempio di 62 miliardi di euro per la CDU/CSU e di 20 miliardi di euro per l'SPD. Ciò potrebbe portare alcune riforme nell'ambito delle possibilità.

¹ Per saperne di più sulle 10 aree prioritarie per l'economia tedesca, consulta il nostro rapporto [Germania - quo vadis?](#)

Figura 6 - Costi diretti e gettito fiscale aggiuntivo delle proposte di programmi elettorali, in miliardi di EUR cumulati nel periodo legislativo 2025-2029



Fonti: Institut für Wirtschaft, Dezernat für Zukunft, Allianz Research. Note: Calcoli basati sui programmi elettorali dei partiti e sul moltiplicatore di Clemens et al. (2024). La parte inferiore dell'asse è stata ritagliata per i costi fiscali di AfD e FDP.

Per incoraggiare **gli investimenti privati**, la CDU/CSU e il PLR propongono di ridurre le imposte sulle società dal 29,9% al 25%. Al contrario, l'SPD e i Verdi sostengono un premio d'investimento del 10%. Sebbene i tagli all'imposta sulle società forniscano un ampio sollievo e migliorino i profitti delle società, non vi sono prove evidenti che suggeriscano che aumentino direttamente gli investimenti. Un premio all'investimento offre incentivi più mirati e può avere un impatto più mirato. Il premio all'investimento potrebbe generare fino a 28 miliardi di euro di entrate fiscali aggiuntive nel corso della prossima legislatura. A titolo di confronto, una riduzione graduale delle imposte sulle società nello stesso periodo potrebbe portare a un aumento della crescita annua del PIL di 0,06 punti percentuali e a un gettito fiscale aggiuntivo cumulativo di 3 miliardi di euro. Un ulteriore vantaggio della riduzione delle aliquote dell'imposta sulle società potrebbe consistere nell'aumentare i margini delle società non finanziarie di 1 punto percentuale, portandoli al 39,4% del valore aggiunto lordo. Attualmente, i margini delle NFC tedesche sono al livello più basso dalla pandemia, oltre 2 punti percentuali al di sotto della media a lungo termine, evidenziando i potenziali impatti aggiuntivi di tale riduzione.

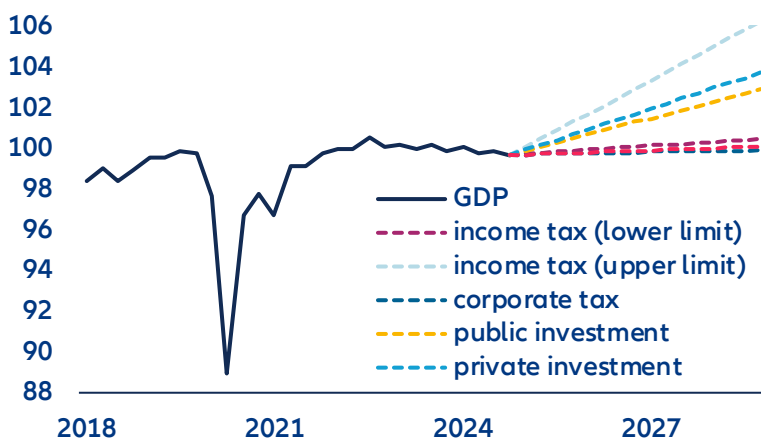
Tutti i partiti di centro propongono aumenti significativi degli **investimenti pubblici**. L'SPD e i Verdi prevedono in particolare di aumentare gli investimenti in settori come le infrastrutture elettriche, le reti, l'edilizia abitativa e gli asili nido attraverso un "Deutschlandfond". Un fondo tedesco con investimenti annuali di 25 miliardi di euro potrebbe aumentare la crescita economica di almeno 0,8 punti percentuali all'anno e generare 55 miliardi di euro di entrate fiscali aggiuntive tra il 2025 e il 2029. Si prevede che molti di questi investimenti pubblici aumenteranno il potenziale di crescita a lungo termine, il che significa che tale spinta agli investimenti potrebbe, nel tempo, trasformarsi in autofinanziamento. Tuttavia, oltre a richiedere una maggioranza dei 2/3, è improbabile che l'istituzione di un tale fondo sia completata prima della fine del 2025 e, senza partenariati pubblico-privato, i 600 miliardi di euro stimati necessari nel prossimo decennio per ricostruire le infrastrutture pubbliche rimangono fuori portata.

Un altro obiettivo chiave è affrontare la **carenza di manodopera**, in particolare incoraggiando il lavoro oltre la pensione. La CDU/CSU propone un'indennità esentasse di 2.000 euro al mese, mentre la SPD e i Verdi prevedono di coprire i contributi pensionistici e di disoccupazione per i pensionati che lavorano. I liberali sono a favore di un'età pensionabile più flessibile. Si prevede che l'indice di dipendenza degli anziani in Germania salirà dal 34% al 51% entro il 2050, mentre la popolazione in età lavorativa dovrebbe diminuire da 52 milioni a 43 milioni. Il potenziale per l'attivazione di persone di età compresa tra i 55 e i 70 anni è stimato a 1,36 milioni di posti di lavoro a tempo

pieno. Gli incentivi finanziari sono fondamentali, con il 33% dei pensionati che lavorano che li cita come fattore chiave. Le proposte potrebbero stimolare la crescita economica di 0,06-0,2 punti percentuali all'anno e generare entrate fiscali aggiuntive da 2 a 10 miliardi di euro, nonostante le potenziali perdite derivanti da maggiori detrazioni fiscali.

Inoltre, vi è un ampio consenso sul fatto che i beneficiari del reddito di **cittadinanza** dovrebbero essere incoraggiati a lavorare di più. L'Unione e l'FDP si concentrano sulla riforma dei tassi di ritiro dai trasferimenti, sulla riduzione dei benefici e sull'attuazione di sanzioni più severe. I Verdi propongono anche adeguamenti dei tassi di uscita, mentre l'SPD non ha ancora delineato riforme specifiche. Ridurre i tassi di ritiro dei trasferimenti, consentendo ai beneficiari di trattenere una parte maggiore del loro reddito, creerebbe incentivi al lavoro più forti. A lungo termine, ciò potrebbe comportare un aumento del bilancio di 1 miliardo di euro a causa delle maggiori entrate fiscali e della riduzione dei trasferimenti.

Figura 7 - Effetti delle proposte sulla crescita, indice del PIL reale 2022 = 100



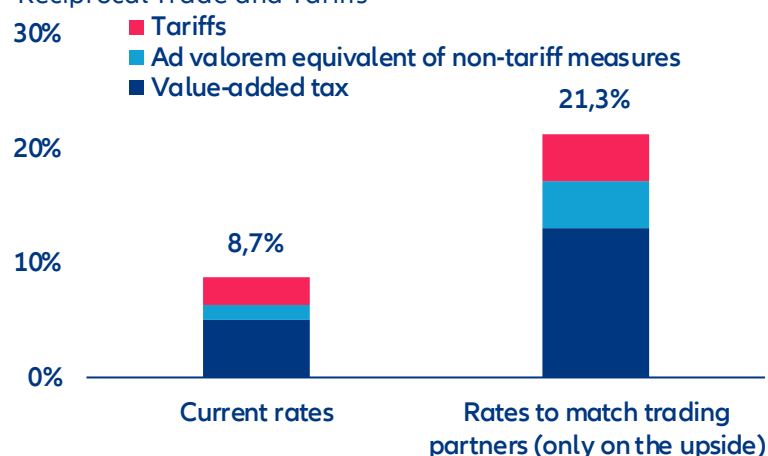
Fonti: programmi di partito, Allianz Research.

I costi oggi, le entrate fiscali domani non saranno sufficienti. Le proposte di riforma in Germania mirano a portare cambiamenti strutturali e a stimolare la crescita economica. Sebbene vi sia il potenziale per un maggiore gettito fiscale, la crescita da sola non sarà sufficiente a coprire le spese. In media, ogni euro speso potrebbe generare lo 0,8% in più di crescita economica e lo 0,2% in investimenti aggiuntivi. Date le sfide multipolari della Germania, tuttavia, qualsiasi futuro governo di coalizione dovrà probabilmente dare priorità alle iniziative di crescita e bilanciare il bilancio. Inoltre, per far fronte alle carenze di finanziamento, sarebbero necessarie opzioni di controfinanziamento (ad esempio IVA o imposte forfettarie). Tuttavia, fare affidamento esclusivamente sulla crescita non è realistico. Senza ulteriori azioni, il programma CDU/CSU dovrebbe aumentare il PIL di 616 miliardi di euro o +2,9 punti percentuali di crescita aggiuntiva all'anno, un compito arduo data la stagnazione prevista del paese nel 2025 e il tasso di crescita potenziale di appena +0,23% nel prossimo decennio. I calcoli per il DOCUP e i Verdi rivelano obiettivi di crescita altrettanto irrealistici. Per l'SPD, ciò si traduce in una spinta economica di 388 miliardi di euro, pari a +1,8 punti percentuali di crescita aggiuntiva all'anno. Tuttavia, se si considera un fondo finanziato con il debito, questo impatto verrebbe effettivamente annullato. Per i Verdi, l'aumento del PIL richiesto sarebbe di 440 miliardi di euro o di ulteriori +2 punti percentuali di crescita annua, che scenderebbe a +0,2 punti percentuali con un "Deutschlandfond". Nonostante l'impegno per il freno all'indebitamento, il leader della CDU Friedrich Merz si è mostrato aperto a riformarlo a determinate condizioni, soprattutto per quanto riguarda gli investimenti. Questo cambiamento potrebbe allineare maggiormente la CDU/CSU con l'SPD e i Verdi, che sostengono la modifica del freno all'indebitamento per finanziare la spesa per investimenti. Finora, nessuno dei partiti ha presentato una visione convincente per un futuro modello economico tedesco oltre la prossima legislatura. Sebbene vi siano alcune idee promettenti, qualsiasi coalizione di governo dovrà probabilmente scendere a compromessi che portino a soluzioni più caute e allo status quo piuttosto che a riforme audaci e visionarie. Far avanzare l'economia tedesca nel futuro richiederà progressi coraggiosi e un forte allineamento tra i partiti.

Dazi reciproci USA: occhio per occhio?

Il commercio reciproco e i dazi potrebbero aumentare ulteriormente il tasso tariffario effettivo globale degli Stati Uniti di +13 punti percentuali. Il 13 febbraio, la Casa Bianca ha emesso un memorandum su "Commercio reciproco e tariffe", chiedendo un'indagine per stabilire relazioni commerciali più "eque e reciproche", considerando principalmente i dazi imposti sulle esportazioni statunitensi, le tasse imposte dai partner commerciali statunitensi (compresa l'imposta sul valore aggiunto), le misure non tariffarie che le esportazioni statunitensi devono affrontare e la competitività dei prezzi (attraverso il tasso di cambio e i salari). L'inchiesta dovrebbe concludersi non prima del 1° aprile e non oltre il 12 agosto. Sebbene non esista un quadro né una formula chiari associati a questi criteri, considerando più di 30 partner commerciali degli Stati Uniti che rappresentano il 98% delle importazioni statunitensi, stimiamo che livellare i dazi statunitensi in modo che corrispondano a quelli dei suoi partner commerciali (solo al rialzo e non al ribasso) aumenterebbe il tasso tariffario effettivo globale degli Stati Uniti di +2 punti percentuali. Quantificare l'impatto delle misure non tariffarie è molto meno semplice, ma stimiamo che un aumento del tasso tariffario effettivo globale degli Stati Uniti di +3 punti percentuali equivarrebbe a compensare lo squilibrio tra le misure non² tariffarie. Infine, il differenziale delle aliquote dell'imposta sul valore aggiunto aggiungerebbe altri +8 punti percentuali.

Figura 8: Potenziali variazioni dell'aliquota tariffaria effettiva globale degli Stati Uniti a seguito del memorandum "Reciprocal Trade and Tariffs"



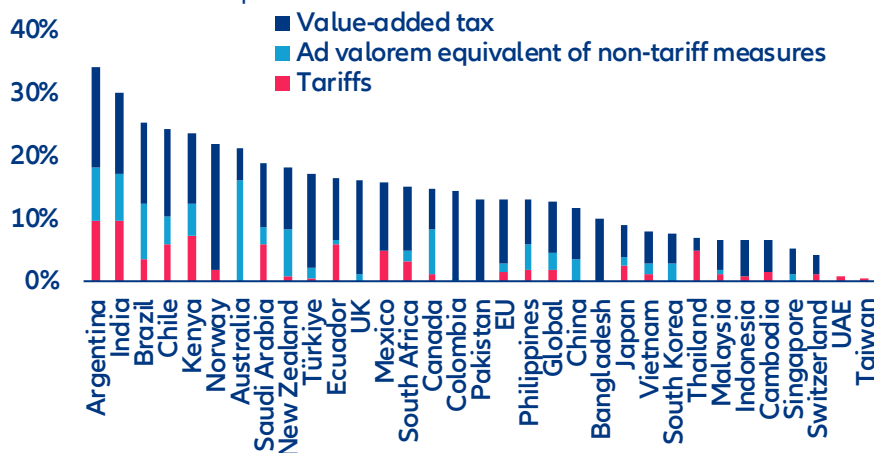
Fonti: WTO, Banca Mondiale, US ITC, ITC, Allianz Research

Argentina, India, Brasile, Cile e Kenya sarebbero i più colpiti, con aumenti tariffari che vanno da +23 punti percentuali a +34 punti percentuali. La Cina e l'UE vedrebbero aumenti dei dazi rispettivamente di +12 punti percentuali e +13 punti percentuali. Certo, gran parte di questi aumenti deriverebbe dal differenziale delle aliquote dell'imposta sul valore aggiunto. Se questi possano essere considerati un ostacolo al commercio può essere contestato poiché la tassa colpisce sia le società straniere che quelle nazionali. Ma anche tenendo conto delle sole misure relative al commercio estero (cioè le tariffe e le misure non tariffarie), i cinque paesi esposti ai maggiori aumenti tariffari sarebbero gli stessi, con l'eccezione dell'Australia che supera il Cile. Guardando alla Cina, il memorandum potrebbe implicare un altro aumento di +12 punti percentuali dei dazi statunitensi, di cui +8 punti percentuali dalla differenza tra le aliquote dell'imposta sul valore aggiunto e +4 punti percentuali da misure non tariffarie (e nulla dai dazi, poiché la Cina applica effettivamente un'aliquota tariffaria inferiore agli Stati Uniti rispetto al contrario). Se attuati, questi rialzi ci avvicinerebbero alle ipotesi del nostro scenario di "guerra commerciale a tutti gli effetti", in cui la crescita del PIL cinese sarebbe colpita da -0,3 punti percentuali nel 2025 e da -0,7 punti percentuali nel 2026. L'UE nel suo complesso potrebbe essere soggetta a un aumento dei dazi di +13 punti percentuali (superiore ai +10 punti percentuali ipotizzati nel nostro scenario di "guerra commerciale a tutti gli effetti", in cui la crescita del PIL sarebbe ridotta di -0,8 punti percentuali entro il 2026), di cui +10 punti percentuali dall'imposta sul valore aggiunto, circa +2 punti percentuali da misure non tariffarie e circa +1 punto percentuale

² Utilizziamo l'equivalente ad valorem delle misure non tariffarie della Banca Mondiale, nonché le stime del Global Trade Alert sulle esportazioni statunitensi soggette a interventi politici nei mercati di esportazione e gli indici di libertà commerciale della Heritage Foundation.

dai dazi. Il Messico e il Canada potrebbero essere esposti a rialzi tariffari rispettivamente di +16 punti percentuali e +15 punti percentuali (inferiori ai +25 punti percentuali minacciati all'inizio di questo mese). All'altra estremità dello spettro, i partner commerciali che sarebbero meno colpiti sono Taiwan (meno di +1 punto percentuale), Emirati Arabi Uniti (meno di +1 punto percentuale), Svizzera (+4 punti percentuali), Singapore (+5 punti percentuali) e Cambogia (+6 punti percentuali).

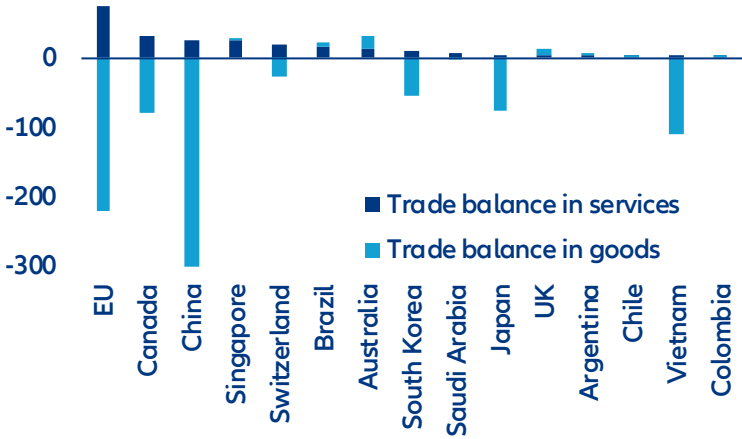
Figura 9: Potenziali variazioni delle aliquote tariffarie bilaterali all'importazione degli Stati Uniti a seguito del memorandum "Reciprocal Trade and Tariffs"



Fonti: WTO, Banca Mondiale, US ITC, ITC, Allianz Research

La crescente probabilità di uno scenario di "guerra commerciale a tutti gli effetti" spingerà probabilmente alcuni partner commerciali degli Stati Uniti a cercare di fornire concessioni e stringere accordi con il presidente Trump, mentre altri potrebbero non essere così fortunati e potrebbero pianificare ritorsioni. L'ampio quadro del memorandum suggerisce che l'amministrazione Trump è seriamente intenzionata a cercare di riequilibrare il deficit commerciale degli Stati Uniti. Sono probabili anche ulteriori azioni in materia di tariffe, in particolare per determinati settori e prodotti. Tuttavia, il periodo di tempo prolungato assegnato all'inchiesta suggerisce anche che potrebbe esserci spazio per negoziati con alcuni partner commerciali. A questo proposito, è importante notare che il governo indiano ha recentemente accettato colloqui commerciali e, in segno di buona volontà, ha già accettato di aumentare gli acquisti di energia da 15 miliardi di dollari a 25 miliardi di dollari, oltre a tagliare le tariffe sulle motociclette pesanti e sul bourbon. Il 14 febbraio, Taiwan ha promesso colloqui sui chip e maggiori investimenti per saziare le richieste degli Stati Uniti. La Corea del Sud si è anche impegnata a rivedere le sue barriere non tariffarie in risposta alle minacce di Trump. Allo stesso tempo, il paese si è impegnato a stanziare circa 250 miliardi di dollari per finanziare le esportazioni per gli esportatori a rischio di tariffe più elevate. Sia la Thailandia che il Vietnam hanno anche proposto di aumentare le importazioni agricole dagli Stati Uniti. All'inizio di febbraio, il Giappone ha annunciato l'intenzione di aumentare gli investimenti negli Stati Uniti e di acquistare più GNL dagli Stati Uniti. Nel frattempo, i funzionari messicani e statunitensi si incontreranno presto per quanto riguarda i dazi su acciaio e alluminio. Colloqui simili sono stati proposti dal Brasile per quanto riguarda lo zucchero e dal Regno Unito per quanto riguarda l'acciaio. Inoltre, i paesi con cui gli Stati Uniti hanno un surplus nel commercio di servizi potrebbero potenzialmente usarlo come merce di scambio. I maggiori avanzi commerciali sono con l'UE (77 miliardi di dollari nel 2023), il Canada (32 miliardi di dollari) e la Cina (27 miliardi di dollari), anche se sono ben lungi dal compensare il deficit commerciale delle merci. In confronto, paesi come il Brasile (18 miliardi di dollari) o l'Australia (14 miliardi di dollari) potrebbero avere una leva finanziaria maggiore, poiché anche gli Stati Uniti hanno un surplus di beni.

Figura 10: Bilancia commerciale degli Stati Uniti, beni e servizi (miliardi di dollari) – primi 15 surplus nei servizi



Fonti: ITC, US BEA, Allianz Research

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

DICHIARAZIONI PREVISIONALI

Le dichiarazioni contenute nel presente documento possono includere prospettive, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali che si basano sulle attuali opinioni e ipotesi del management e comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati, le prestazioni o gli eventi effettivi possono differire materialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

Tali scostamenti possono derivare da, a titolo esemplificativo e non esaustivo, (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione concorrenziale, in particolare nel core business e nei mercati principali del Gruppo Allianz, (ii) andamento dei mercati finanziari (in particolare volatilità dei mercati, liquidità ed eventi creditizi), (iii) frequenza e gravità degli eventi di perdita assicurati, anche da catastrofi naturali, e dall'andamento delle spese per perdite, (iv) livelli e tendenze di mortalità e 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.

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.