

Tassi stabili e posizione incerta per la Fed, scambi USA-UE in bilico e lettura tra le righe (di mercato)

Ludovic Subran
Capo economista

ludovic.subran@allianz.com

Ana Boata
Responsabile della ricerca
economica

ana.boata@allianz-trade.com

Maxime Darmet
Economista senior USA-Regno Unito-
Francia

maxime.darmet@allianz-trade.com

Jasmin Gröschl
Senior Economist per l'Europa

jasmin.groeschl@allianz.com

Françoise Huang
Economista senior per l'Asia-Pacifico

francoise.huana@allianz-trade.com

Patrizio Krizan
Senior Investment Strategist

patrick.krizan@allianz.com

Ano Kuanathan
Responsabile della ricerca aziendale

ano.kuanathan@allianz-trade.com

Augustin Bonah
Assistente di ricerca

quaugustin.bonah@allianz-trade.com

In sintesi

Fed: tassi stabili, posizione incerta Tra le pressioni sui prezzi e la persistente incertezza sull'effetto dei dazi sull'inflazione, il FOMC dovrebbe mantenere i tassi di interesse invariati la prossima settimana. Per ora, le aziende statunitensi hanno assorbito l'impatto sui margini grazie ai solidi profitti ottenuti finora, utilizzando al contempo le scorte pre-dazi. Tuttavia, stanno emergendo alcuni aumenti di prezzo (ad esempio abbigliamento, apparecchiature audio e video, giocattoli) poiché le indagini congiunturali e l'esaurimento delle scorte suggeriscono ancora che i prezzi della produzione aumenteranno nei prossimi mesi. Prevediamo che il FOMC rimarrà cauto per il resto dell'anno, con il primo taglio dei tassi previsto per dicembre. Con le nuove nomine del FOMC nel 2026, ci si dovrebbe aspettare un aumento della pressione sulla Fed per abbassare i tassi di interesse. Ma i nuovi falchi delle Fed regionali dovrebbero garantire un equilibrio tra colombe e falchi in generale. In futuro, la comunicazione della Fed diventerà sempre più confusa, portando potenzialmente a un aumento della volatilità degli asset statunitensi e dell'inflazione.

Il commercio USA-UE è in crisi Se entro il 1° agosto non si raggiungeranno ulteriori accordi, la tariffa media all'importazione degli Stati Uniti aumenterà al 20%, causando un danno economico significativo. Sebbene siano stati recentemente raggiunti alcuni accordi, in particolare con il Giappone (riducendo l'aliquota tariffaria dal 21% al 13%), l'amministrazione ha anche intensificato le tensioni altrove, come con l'aumento dei dazi di +30 punti percentuali sul Messico e il dazio di +25 punti percentuali su settori precedentemente esenti, tra cui prodotti farmaceutici e semiconduttori. L'UE potrebbe dover affrontare aumenti tariffari di +15 punti percentuali rispetto al dazio dell'1,3% prima della guerra commerciale (con un ribasso di +30 punti percentuali). In questo contesto, l'UE potrebbe perdere 53 miliardi di dollari di esportazioni verso gli Stati Uniti. Germania, Irlanda, Italia e Francia sarebbero le più colpite. La crescita del PIL dell'UE potrebbe ridursi di -0,3 punti percentuali all'anno e potrebbero andare persi fino a 250 000 posti di lavoro, aumentando il tasso di disoccupazione dell'UE di +0,2 punti percentuali. Inoltre, un euro forte (EURUSD a 1,15 nel 2025 rispetto a 1,08 nel 2024) comporta un ulteriore calo del 5% delle esportazioni dell'UE verso gli Stati Uniti (equiva lente a un aumento dell'1% dei dazi statunitensi). Infine, se i colloqui dovessero fallire, l'UE è pronta a reagire con dazi su un totale di 93 miliardi di dollari di importazioni statunitensi per eguagliare i dazi statunitensi del 30%, il che potrebbe peggiorare le prospettive commerciali per gli esportatori europei. Per attenuare l'impatto, l'UE dovrà accelerare gli accordi commerciali che coprono il 25% delle perdite di esportazioni con gli Stati Uniti, aumentare gli scambi intra-UE dell'1,1% e promuovere l'autonomia strategica.

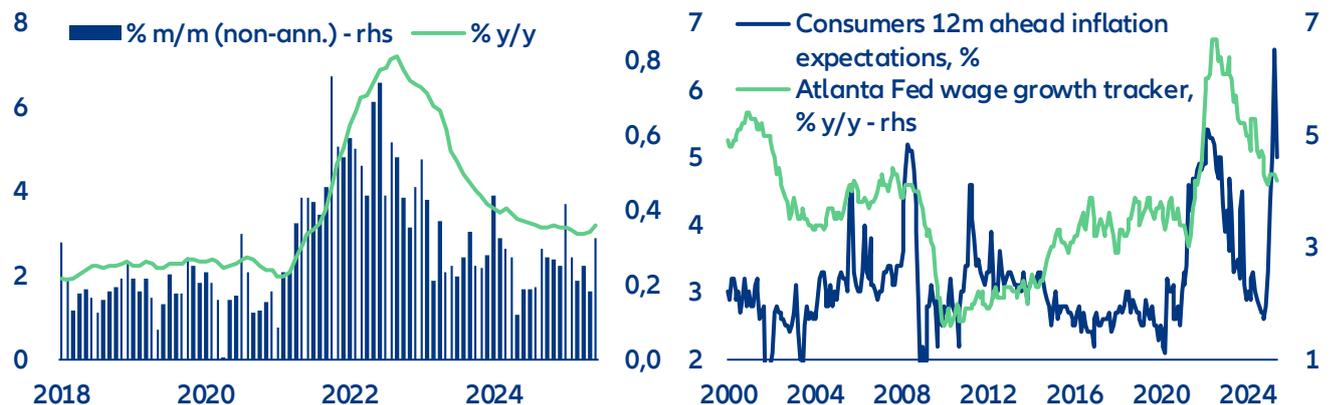
Prezzi deboli, copertura dura: lettura tra le righe di mercato I mercati azionari stanno scontando un atterraggio morbido eccezionalmente ottimista dell'economia statunitense, superando persino l'era dei riccioli d'oro degli anni '90 e dei primi anni 2000. L'attuale rally azionario post-inasprimento è il più forte almeno dagli anni '60. Ma i prezzi dell'oro riecheggiano gli atterraggi duri della stagflazione degli anni '70, segnalando rischi sistemici di coda e incertezza economica. Questa divergenza dimostra che l'attuale slancio dei mercati azionari ha un rialzo limitato, in quanto i rischi economici e geopolitici sottostanti potrebbero far deragliare rapidamente i prezzi ottimistici del mercato. In questo contesto, confermiamo

le nostre prospettive caute sui mercati azionari, che prevedono che i mercati azionari non registrino ulteriori guadagni rispetto ai livelli attuali fino alla fine dell'anno.

Fed: tassi stabili, posizione incerta

Si prevede che il FOMC manterrà il suo approccio "attendista" alla riunione della prossima settimana, tra le pressioni sui prezzi e la persistente incertezza sull'effetto inflazionistico dei dazi. Il FOMC dovrebbe mantenere l'obiettivo dei Fed Funds nel 4,25-4,5% nella prossima riunione del 30 luglio, un livello a cui è rimasto bloccato da dicembre 2024. I dati continuano a indicare un'economia in fase di indebolimento ma resiliente, nonostante le politiche macroeconomiche dirimpenti e l'elevata incertezza politica. Le vendite al dettaglio di giugno sono aumentate di un solido +0,6% m/m – invertendo la maggior parte del calo del -0,9% di maggio – e gli aumenti sono stati generalizzati nella maggior parte delle categorie. Tuttavia, il contesto dei consumi delle famiglie rimane debole, con le spese reali per consumi personali stabili dalla fine del 2024. Inoltre, i dati sulle vendite al dettaglio hanno indicato due aree di crescente debolezza: le vendite al dettaglio di mobili ed elettronica, entrambe in calo dopo i cali leggermente maggiori di maggio, suggerendo che i dazi stanno iniziando a pesare sulla spesa in quelle aree. Sul fronte dei prezzi, l'inflazione e la crescita dei salari rimangono appiccicose. Mentre l'aumento dell'IPC di giugno a +2,7% a/a è stato trainato dai prezzi dell'energia, anche l'IPC medio ridotto – che esclude il 16% più volatile delle voci – è risalito a +3,2% (Figura 1, a sinistra), indicando persistenti pressioni sui prezzi sottostanti. Nel frattempo, la crescita dei salari non ha mostrato chiari segni di allentamento, con il tracker della crescita salariale della Fed di Atlanta, ad esempio, che è rimasto bloccato al ritmo del 4,1-4,3% da novembre 2024 (Figura 2, a destra). Le aspettative di inflazione a breve termine delle famiglie sono diminuite, ma rimangono elevate, indicando un rischio persistente di un circolo vizioso salari-prezzi. In questo contesto, l'effetto dei dazi sui prezzi appare finora limitato, ma è sempre più tangibile. Nel frattempo, la politica tariffaria rimane molto volatile nonostante i recenti nuovi accordi con il Giappone e l'UE. Questa incertezza, come indicato dai membri del FOMC (incluso il presidente), continua a tenere la Fed in disparte in attesa di maggiore chiarezza. Finché l'economia rimarrà resiliente e gli effetti dei dazi sull'inflazione non saranno chiari, riteniamo che il FOMC rimarrà cauto. L'ultimo "dot plot" ha mostrato che le due colombe a tre tagli sono in netta minoranza, con sette persone che quest'anno non hanno tagliato e dieci che hanno solo uno o due tagli. Ci vorrà una buona dose di persuasione per spostare l'ago verso un più rapido allentamento monetario.

Figura 1: Inflazione CPI media ridotta (a sinistra); Aspettative di inflazione dei consumatori e crescita dei salari (a destra)

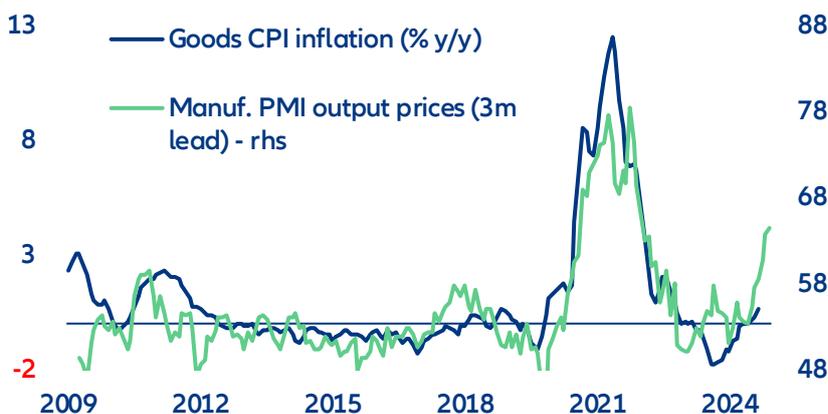


Fonti: LSGE Datastream, università del Michigan, Fed di Atlanta, Allianz Research

Per ora, le aziende statunitensi stanno assorbendo i costi dei dazi nei loro margini e si affidano alla compensazione delle scorte. Le inchieste congiunturali continuano a indicare una trasmissione ai prezzi al consumo nei prossimi mesi. Con i prezzi dei beni core in aumento di un modesto +0,2% m/m a giugno (dopo il +0,0% di maggio), l'effetto dei prezzi dei forti aumenti dei dazi è poco visibile nei dati macroeconomici, anche se stanno iniziando a emergere sacche di pressioni sui prezzi nelle apparecchiature video e audio, nell'abbigliamento, nei giocattoli e nei mobili. Ciononostante, i prezzi dei beni stanno aumentando più rapidamente rispetto allo scorso anno, con l'aumento su base annua che è salito a +0,6% a giugno (+0,3 punti percentuali rispetto a maggio), il ritmo più alto da luglio 2023. I sondaggi suggeriscono che le aziende stanno per lo più assorbendo i costi tariffari sui loro

marginari invece di aumentare i prezzi, per ora. Ad esempio, un recente sondaggio di KPMG¹ su 300 grandi società statunitensi ha rilevato che più della metà (58%) ha riferito che i dazi hanno ridotto i loro margini lordi; circa un terzo delle aziende ha dichiarato che i dazi hanno ridotto i margini dell'1-5%, mentre un quarto ha riportato una riduzione del 6-10%. Fortunatamente, i margini di profitto sono storicamente elevati, pari al 9,2% della produzione lorda nel 1° trimestre 2025 secondo i dati BEA, contro il 7,1% in media negli ultimi 15 anni. Tuttavia, è improbabile che la trasmissione dei prezzi insordina continui troppo a lungo. Le indagini congiunturali come il PMI indicano che i prezzi alla produzione sono in costante aumento e si trasmetteranno ai prezzi tra non molto² (Figura 2). Nel frattempo, le scorte manifatturiere, all'ingrosso e al dettaglio indicano luglio-settembre come la finestra più probabile per le aziende per iniziare a trasferire i costi delle tariffe più elevate ai consumatori dopo l'esaurimento delle scorte. Ci aspettiamo ancora che circa due terzi degli aumenti tariffari vengano trasmessi al consumatore, anche se potenzialmente più lentamente di quanto inizialmente previsto.

Figura 2: Prezzi di produzione PMI e inflazione CPI dei beni



Fonti: LSGE Datastream, Allianz Research

Le colombe saranno in aumento nel FOMC nel 2026 con l'arrivo di nuovi membri. Tuttavia, i governatori regionali della Fed aggiungeranno falchi al mix, rendendo la comunicazione sulla politica monetaria sempre più confusa e aumentando potenzialmente la volatilità degli asset statunitensi. Continuiamo ad aspettarci 100 pb di tagli cumulativi dei tassi tra dicembre 2025 e metà 2026. La pressione politica sulla Fed per abbassare i tassi di interesse e le critiche contro il suo presidente Jerome Powell rimangono elevate. I principali contendenti per succedere a Powell come presidente del consiglio sono Kevin Hasset, Kevin Warsch e l'attuale membro del consiglio Christopher Wallers, anche se anche il segretario al Tesoro Scott Bessent rimane una possibilità. Un nuovo incaricato entrerà probabilmente a far parte del presidente della Fed nel gennaio 2026, in sostituzione di Adriana Kugler, il cui mandato è in scadenza. Una prima scelta potrebbe essere designata come "nuovo" presidente prima che il mandato di Powell come presidente termini effettivamente nel maggio 2026. Opinioni divergenti all'interno del FOMC sulla politica dei tassi d'interesse potrebbero quindi iniziare a emergere già a gennaio tra una "presidenza ombra" e Powell. Nel maggio 2026, Powell potrebbe decidere di rimanere un membro del consiglio (il suo mandato scade nel 2028) per poter sfidare il nuovo presidente, cosa che l'amministrazione Trump sta cercando di evitare cercando di estrometterlo con mezzi legali³. Se Powell deciderà di dimettersi a maggio, il presidente Trump sarà in grado di designare un secondo membro del consiglio come sostituto (o l'attuale presidente, se non lo ha già fatto a gennaio). La Figura 3 classifica i 12 membri votanti del FOMC attualmente (a sinistra) e previsti per il 2026 (a destra). I membri sono classificati su una scala da -10 (più falco) a +10 (più accomodante). I membri votanti del FOMC comprendono i sette membri del consiglio della Fed (incluso il presidente), che sono elettori permanenti, e i cinque presidenti regionali della Fed che cambiano a rotazione. Attualmente, il punteggio medio del FOMC è di +4 e il punteggio

¹ [Nuovi dati mostrano che le aziende statunitensi stanno già subendo l'impatto dei dazi: previsti ulteriori aumenti di prezzo e respingimento dei clienti](#)

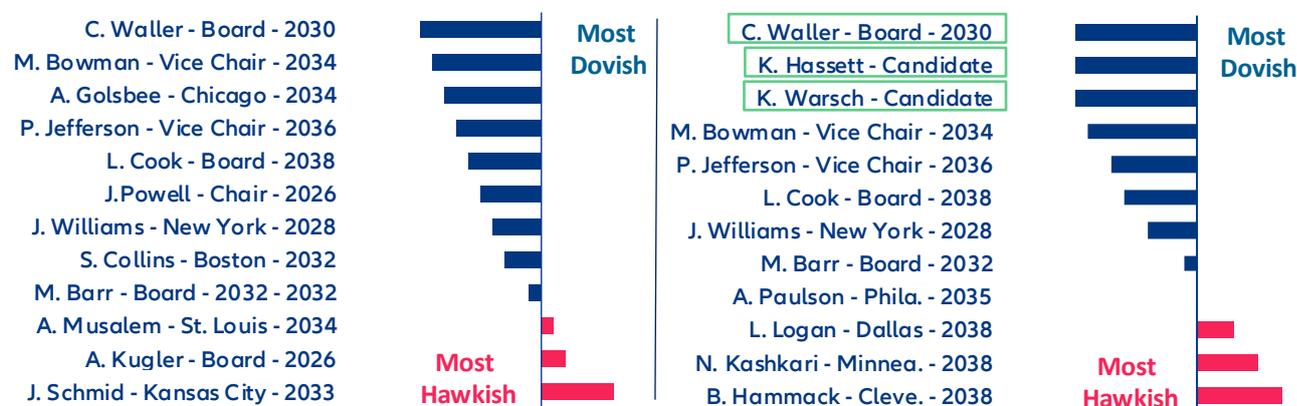
² [Si vedano anche il sondaggio sulle imprese regionali della Fed di New York e il sondaggio sui CFO della Fed/Duke di Richmond.](#)

³ [Cfr. le accuse mosse contro Powell riguardo ai lavori di ristrutturazione dell'Eccles Building e della Constitution Avenue del 1951.](#)

mediano di +5, con Waller il membro più accomodante e Schmid il più falco. Nel 2026, se Powell si dimette e Warsch e Hasselt subentrano (entrambi classificati a +10 come probabilmente farebbero da fedeli al presidente Trump), i punteggi medi e mediani rimarrebbero rispettivamente a +4 e +5. Questo perché le nuove colombe Warsch e Hasset sarebbero state compensate dai nuovi falchi Logan, Hammack e Kashkari provenienti rispettivamente dai federali di Dallas, Cleveland e Minneapolis. Tuttavia, se il punto di equilibrio del FOMC rimane sostanzialmente invariato, le opinioni divergenti aumenterebbero, con una deviazione standard che passerebbe da 4,7 a 5,9.

Cosa significa questo per la politica monetaria degli Stati Uniti? In primo luogo, anche se nel 2026 la pressione sulla Fed per ridurre i tassi d'interesse aumenterà ulteriormente, il FOMC continuerà a respingere fortemente la politica monetaria troppo accomodante (a meno che l'economia non si indebolisca in modo sostanziale e/o l'inflazione non diminuisca). In secondo luogo, la Fed potrebbe diventare meno una banca centrale guidata dal consenso, il che offuscherà la sua comunicazione e indebolirà il potere predittivo della direzione politica. Il disaccordo pubblico e i messaggi contrastanti tra il prossimo presidente (colomba) e i falchi del FOMC potrebbero minare le credenziali di credibilità della Fed, portando potenzialmente a un aumento delle aspettative di inflazione, dell'inflazione effettiva e della volatilità dei tassi di interesse. Nel complesso, continuiamo ad aspettarci la maggior parte degli interventi sui tassi d'interesse nella prima metà del 2026, poiché l'inflazione si raffredda gradualmente verso l'obiettivo e l'economia rimane debole ma resiliente, in parte aiutata da una politica fiscale più accomodante (in seguito all'approvazione del One Big Beautiful Bill⁴), compresi i nuovi sussidi industriali. Prevediamo che l'obiettivo dei Fed funds si attesterà al 3,25-3,5% entro la metà del 2026.

Figura 3: Composizione attuale dei membri del FOMC (a sinistra) e prevista per il 2026 (a destra)



Fonti: ITC Market Research, Allianz Research

Nota: i nomi in un quadrato sono potenziali nuovi presidenti della Fed (e del FOMC). Supponiamo che Powell si dimetta dalla sua posizione nel consiglio della Fed dopo maggio 2026.

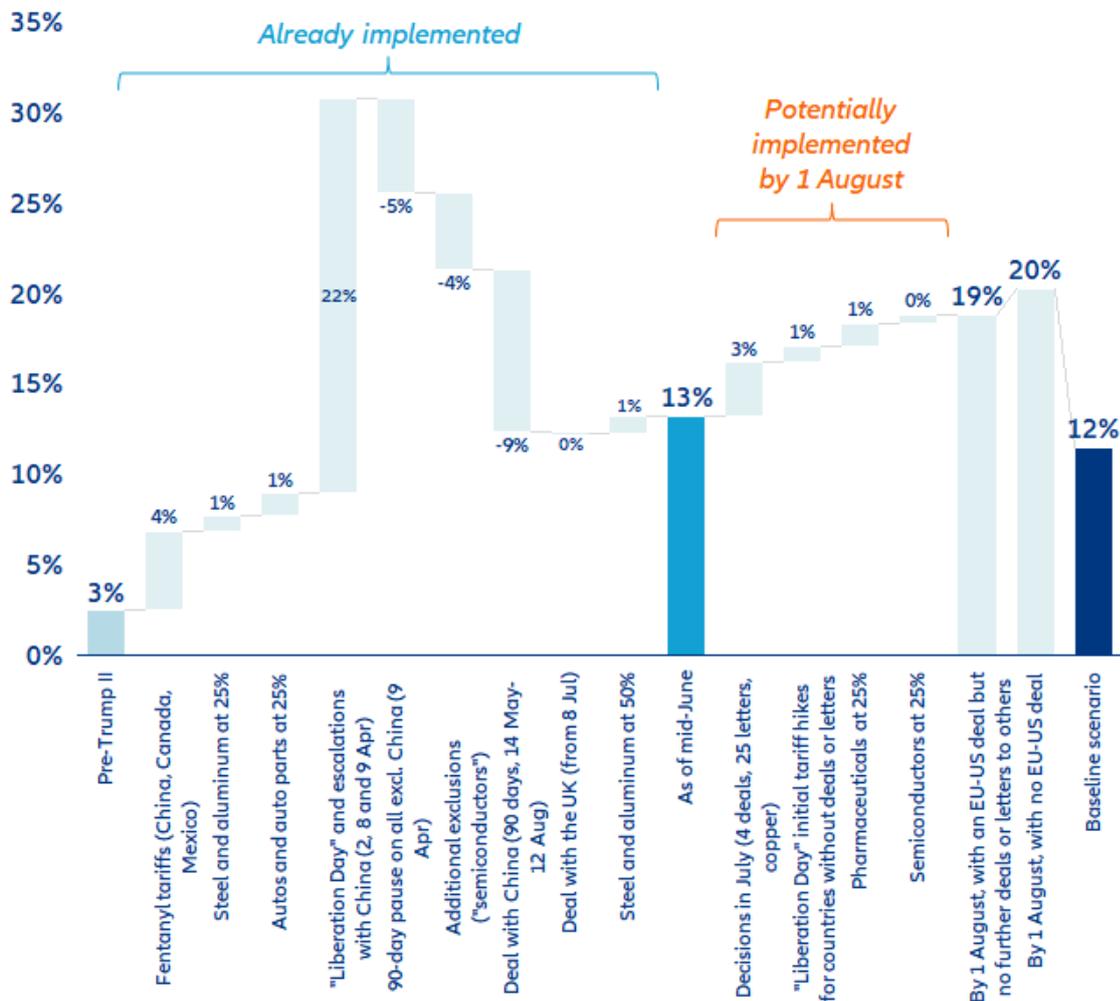
Il commercio USA-UE è in crisi

Se non si raggiungeranno ulteriori accordi prima del 1° agosto e si darà seguito alle minacce tariffarie, la tariffa media globale sulle importazioni degli Stati Uniti raggiungerà il 20%, inferiore al quasi 30% implicito nei primi aumenti del "Liberation Day", ma ancora sostanzialmente superiore al 2,5% alla fine del 2024. Nelle ultime due settimane, l'amministrazione Trump ha emesso ulteriori inasprimenti e minacce di politica commerciale. Il Messico potrebbe dover affrontare +30 punti percentuali invece dei +25 punti percentuali in vigore da marzo (con la stessa esenzione sulle esportazioni conformi all'USMCA). Il presidente Trump ha anche affermato che le tariffe del 25% sulle importazioni di prodotti farmaceutici e semiconduttori, precedentemente esentate dal "Liberation Day", potrebbero essere attuate già il 1° agosto. Ora, l'ultimo miglio è iniziato per garantire accordi commerciali o proroghe prima delle scadenze (1° agosto per la maggior parte, 12 agosto per la Cina). Australia, Cile, Colombia, India, Singapore, Svizzera, Taiwan, Turchia ed Emirati Arabi Uniti sono i restanti grandi partner commerciali (che insieme rappresentano il 10% delle importazioni statunitensi) che devono ancora ricevere una lettera tariffaria o concludere un accordo. All'inizio di questo mese, l'UE ha ricevuto una lettera tariffaria che rivede la tariffa

⁴ [Accordi commerciali o lettere tariffarie?](#)

"reciproca" a +30 punti percentuali dagli iniziali +20 punti percentuali, ma i recenti sviluppi hanno aumentato la probabilità di un accordo a +15 punti percentuali (e potenzialmente anche una riduzione dell'aliquota tariffaria su auto e ricambi auto). Ciò porterebbe il dazio medio globale all'importazione degli Stati Uniti al 19% entro il 1° agosto (invece del 20%).

Figura 4: Tariffa media all'importazione negli Stati Uniti



Fonti: varie, Allianz Research

Una nota positiva è che gli Stati Uniti hanno stretto accordi con Giappone, Indonesia e Filippine, invertendo parzialmente gli aumenti tariffari precedentemente pianificati. La tregua con la Cina potrebbe essere prorogata oltre il 12 agosto. Una prima lettera tariffaria all'inizio di luglio ha fissato l'aumento "reciproco" dei dazi sul Giappone a +25 punti percentuali (rispetto ai +24 punti percentuali del "Liberation Day"). Questo è stato abbassato a +15 punti percentuali dopo il raggiungimento di un accordo il 22 luglio. Anche i dazi sulle importazioni statunitensi di auto e ricambi auto giapponesi saranno ridotti al 15% (dal 27,5%). Tutto ciò dovrebbe ridurre l'aliquota media dei dazi all'importazione degli Stati Uniti applicata al Giappone al 13%, inferiore al 21% senza l'accordo, ma molto più alta dell'1,5% nel 2024. I commenti dei funzionari suggeriscono anche che l'accordo USA-Giappone includerà un pacchetto di investimenti e prestiti giapponesi da 550 miliardi di dollari a beneficio degli Stati Uniti (nei prodotti farmaceutici e nei semiconduttori), un maggiore accesso al mercato giapponese per le auto e il riso statunitensi e una potenziale joint venture per gasdotti in Alaska. Per il momento mancano ancora dettagli precisi. Per quanto riguarda l'Indonesia, il presidente Trump ha detto che le merci statunitensi entreranno in Indonesia senza tariffe e che l'Indonesia acquisterà 50 jet Boeing come parte del più ampio accordo commerciale. La tariffa "reciproca" di

+19 punti percentuali concordata è inferiore ai +32 punti percentuali che erano stati minacciati nella lettera tariffaria che l'Indonesia aveva ricevuto in precedenza. Tenendo conto delle esclusioni, l'aliquota tariffaria effettiva degli Stati Uniti sull'Indonesia sarebbe quindi del 24% invece del 34%. Le Filippine dovranno anche affrontare una tariffa "reciproca" di +19 punti percentuali, che è più o meno in linea con gli annunci precedenti (+20 punti percentuali nella lettera tariffaria all'inizio di questo mese, +17 punti percentuali nell'annuncio originale del "Liberation Day"). Ciò significa che l'aliquota tariffaria effettiva degli Stati Uniti sulle Filippine, tenendo conto delle esenzioni settoriali, potrebbe aumentare al 12%, rispetto al 7% di giugno e a meno del 2% nel 2024. Poiché l'Indonesia e le Filippine rappresentano solo l'1% delle importazioni statunitensi, l'impatto sul tasso tariffario globale degli Stati Uniti è minimo.

Tabella 1: Tariffa media all'importazione degli Stati Uniti per paese

	US imports		US tariff rate										Maximum export losses	
	USD bn (2024)	share of total (2024)	Pre-Trump II	Before "Liberation Day" **	After "Liberation Day" and related decisions **	With deals found in May (China and UK)	With steel and aluminum at 50%	Decisions in July and likely deal with the EU ***	By 1 August, if no further deals or letters ^	By 1 August, if no further deals or letters and higher basic tariff ^^	By 1 August, adding pharma and semiconductors at 25%	Baseline scenario	2025 (USD bn)	2025 (share of exporters' 2024 GDP)
Argentina	7	0%	0.7%	3%	9%	9%	11%	11%	11%	17%	17%	8%	-1	-0.1%
Australia	17	1%	0.1%	2%	10%	10%	12%	12%	12%	20%	22%	8%	-2	-0.1%
Bangladesh	9	0%	15.1%	15%	25%	25%	25%	50%	50%	50%	50%	33%	-2	-0.3%
Brazil	44	1%	1.0%	4%	11%	11%	14%	40%	40%	40%	40%	24%	-9	-0.5%
Cambodia	13	0%	6.5%	7%	15%	15%	15%	37%	37%	37%	42%	22%	-2	-6.8%
Canada	422	13%	0.1%	10%	10%	10%	12%	15%	15%	15%	15%	9%	-43	-1.9%
Chile	17	1%	0.0%	4%	13%	13%	13%	27%	27%	36%	36%	23%	-4	-1.0%
China	463	14%	13.0%	33%	103%	39%	39%	39%	39%	39%	40%	39%	-111	-0.5%
Colombia	18	1%	0.2%	5%	13%	13%	14%	14%	14%	23%	23%	10%	-2	-0.7%
Ecuador	9	0%	0.4%	1%	6%	6%	6%	6%	6%	12%	12%	4%	-1	-0.5%
EU	618	18%	1.3%	4%	9%	9%	10%	12%	12%	12%	16%	8%	-53	-0.3%
Hong Kong	6	0%	1.4%	1%	94%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	-1	-0.2%
India	91	3%	2.4%	4%	10%	10%	11%	11%	23%	23%	27%	14%	-12	-0.3%
Indonesia	30	1%	4.6%	5%	13%	13%	14%	24%	24%	24%	24%	15%	-3	-0.2%
Japan	152	5%	1.5%	10%	14%	14%	15%	13%	13%	13%	15%	12%	-16	-0.3%
Kenya	1	0%	0.3%	0%	8%	8%	9%	9%	9%	17%	21%	5%	0	-0.1%
Malaysia	54	2%	0.7%	1%	5%	5%	6%	15%	15%	15%	22%	8%	-5	-1.1%
Mexico	510	15%	0.3%	4%	4%	4%	4%	5%	5%	5%	5%	4%	-18	-1.3%
New Zealand	6	0%	1.1%	1%	10%	10%	11%	11%	11%	20%	20%	6%	-1	-0.2%
Norway	7	0%	0.6%	1%	6%	6%	7%	7%	7%	9%	10%	6%	0	-0.1%
Pakistan	5	0%	9.7%	10%	20%	20%	20%	20%	39%	39%	39%	24%	-1	-0.2%
Philippines	15	0%	1.5%	2%	7%	7%	7%	12%	12%	15%	15%	7%	-1	-0.2%
Saudi Arabia	13	0%	0.3%	1%	4%	4%	4%	4%	4%	8%	8%	3%	-1	-0.1%
Singapore	44	1%	0.1%	0%	5%	5%	5%	5%	10%	14%	20%	5%	-4	-0.9%
South Africa	15	0%	0.4%	4%	9%	9%	11%	21%	21%	21%	21%	14%	-2	-0.5%
South Korea	135	4%	0.2%	8%	13%	13%	14%	21%	21%	21%	22%	15%	-19	-0.9%
Switzerland	64	2%	0.7%	1%	7%	7%	7%	8%	8%	20%	27%	11%	-8	-0.8%
Taiwan	119	4%	1.2%	2%	5%	5%	6%	7%	13%	13%	16%	8%	-9	-1.0%
Thailand	66	2%	1.4%	2%	8%	8%	8%	9%	25%	25%	28%	14%	-9	-1.4%
Türkiye	18	1%	3.5%	5%	13%	13%	15%	15%	15%	23%	23%	11%	-2	-0.2%
UAE	8	0%	2.4%	8%	13%	13%	21%	22%	22%	27%	27%	20%	-1	-0.3%
UK	69	2%	0.9%	4%	9%	6%	7%	7%	7%	7%	10%	7%	-5	-0.1%
Vietnam	142	4%	4.1%	4%	11%	11%	11%	22%	22%	22%	24%	14%	-15	-3.1%
Global	3359	100%	2.5%	9%	21%	12%	13%	16%	17%	17%	19%	12%	-360	-0.3%

Prima del "Liberation Day": tiene conto degli aumenti tariffari sulle importazioni statunitensi da Cina, Canada e Messico, nonché delle importazioni statunitensi di acciaio, alluminio, automobili e ricambi auto

** Dopo la "Festa della Liberazione" e le relative decisioni: tiene conto delle modifiche tariffarie nella prima metà di aprile, ovvero un aumento di base di +10 punti percentuali su tutti i paesi, un aumento maggiore sulla Cina (tenendo conto anche dei cicli di ritorsioni) e considerando le esclusioni settoriali

Decisioni a luglio e probabilmente con l'UE: accordi effettivi con Vietnam, Indonesia, Giappone e Filippine, lettere tariffarie inviate a 25 paesi (tra cui Brasile, Canada, Malesia, Sud Africa, Corea del Sud, Thailandia, ecc.), dazi sulle importazioni statunitensi di rame. Nel probabile accordo con l'UE, ipotizziamo una tariffa "reciproca" di +15 punti percentuali e un taglio al 15% dell'aliquota tariffaria per le auto e i ricambi auto.

^ Entro il 1° agosto, se non ci saranno ulteriori accordi o lettere: supponendo che venga raggiunto un accordo UE-USA, e che i paesi che non hanno raggiunto un accordo con gli Stati Uniti né ricevuto alcuna lettera tariffaria dovranno affrontare l'aumento dei dazi annunciato il 2 aprile ("Liberation Day") Entro il 1° agosto, se non ci sono ulteriori accordi o lettere e una tariffa base più alta: invece dell'aumento della tariffa base di +10 punti percentuali annunciato ad aprile, applica +20 punti percentuali (come ha menzionato il presidente Trump in un'intervista del 10 luglio)

Fonti: varie, Allianz Research

Accordo o non accordo, le conseguenze avranno un impatto sostanziale sull'UE. L'UE mantiene l'impegno a raggiungere un accordo prima della scadenza del 1° agosto, nonostante le tensioni con gli Stati Uniti sui livelli tariffari e sulle esenzioni. Mentre l'UE sta spingendo per un'aliquota tariffaria universale del 10% con esenzioni più ampie, gli Stati Uniti chiedono un'aliquota minima del 15% con deroghe limitate e un migliore accesso al mercato

per le aziende americane. Ma con una popolazione di 450 milioni di abitanti e le esportazioni statunitensi di beni e servizi verso l'UE che raggiungeranno i 900 miliardi di dollari nel 2024, l'UE rappresenta la principale destinazione singola per le esportazioni statunitensi, il che dovrebbe darle una leva considerevolmente maggiore nei colloqui commerciali rispetto ai partner commerciali statunitensi più piccoli. Con un aumento dei dazi di +15 punti percentuali, le esportazioni dell'UE verso gli Stati Uniti potrebbero essere ridotte del -8,6% nel 2025, con perdite per 53 miliardi di dollari. La Germania dovrà affrontare le maggiori perdite annuali di esportazioni, seguita da Irlanda, Italia e Francia. La crescita del PIL irlandese sarebbe la più colpita, con un calo di -1,6 punti percentuali, a causa del forte orientamento all'esportazione degli Stati Uniti. Anche alcuni piccoli paesi dell'Europa orientale, come la Slovacchia, la Slovenia e l'Ungheria, subirebbero perdite significative di crescita a causa della loro importanza nella catena di approvvigionamento dell'auto. Il Belgio potrebbe perdere -0,4 punti percentuali, seguito da Germania, Italia, Paesi Bassi e Austria, che potrebbero registrare una riduzione della crescita di -0,3 punti percentuali, mentre la Francia potrebbe registrare un calo di -0,2 punti percentuali. La crescita del PIL europeo potrebbe essere ridotta fino a -0,3 punti percentuali all'anno. Inoltre, un euro forte (EUR/USD a 1,15 nel 2025 rispetto a 1,08 nel 2024), il che significa un apprezzamento dell'EUR rispetto al USD del +6,3%, comporta un ulteriore calo del 5% delle esportazioni dell'UE verso gli Stati Uniti, che equivale a un aumento dell'1% dei dazi statunitensi. Inoltre, un euro forte (EUR/USD a 1,15 nel 2025 rispetto a 1,08 nel 2024) comporta un ulteriore calo del 5% delle esportazioni dell'UE verso gli Stati Uniti (equivalente a un aumento dell'1% dei dazi statunitensi).

Aggravando i dazi sulle auto, sui macchinari e sulle attrezzature, i dazi sui prodotti farmaceutici potrebbero anche essere un duro colpo per l'Europa. Il potenziale dazio del 15% infliggerebbe perdite a molti dei settori a più alta intensità di esportazioni del blocco (Tabella 2). Nel settore farmaceutico, la sola Irlanda spedisce quasi 47 miliardi di dollari di farmaci negli Stati Uniti e potrebbe dover affrontare una perdita stimata di 4 miliardi di dollari per le esportazioni. La Germania deve affrontare un rischio di esportazioni farmaceutiche per 26,5 miliardi di dollari (2 miliardi di dollari di perdite da esportazioni), i Paesi Bassi 11,7 miliardi di dollari (1 miliardo di dollari di perdita dalle esportazioni), il Belgio 7,1 miliardi di dollari (con una perdita di 0,6 miliardi) e la Danimarca 6,2 miliardi di dollari (0,5 miliardi). Oltre ai prodotti farmaceutici, i macchinari e l'automotive sono i più colpiti, soprattutto in Germania. Nel settore dei macchinari e delle attrezzature, la Germania esporta 35,5 miliardi di dollari negli Stati Uniti e rischia di perdere 3 miliardi di dollari; l'Italia è destinata a perdere USD 1,2 miliardi di dollari di esportazioni per un valore di 13,7 miliardi di dollari e la Francia rischia di perdere 0,7 miliardi di dollari su 7,8 miliardi di dollari di spedizioni di macchinari. Nel settore automobilistico, gli OEM tedeschi esportano 29,7 miliardi di dollari, con 2,5 miliardi di dollari in gioco, mentre Slovacchia e Italia esportano ciascuna circa 6,6 miliardi di dollari, rischiando 0,6 miliardi di dollari. Anche altri settori critici sono a rischio, tra cui prodotti chimici, plastica, gomma, attrezzature per i trasporti, fornitori automobilistici, agroalimentari, tessili, metalli ed elettronica, ciascuno dei quali ha subito perdite nell'USD 0,4-0,6 miliardi. L'ampiezza e la profondità dell'esposizione sottolineano il motivo per cui l'UE ha avviato misure di emergenza e ha presentato proposte di tariffe di ritorsione sulle esportazioni statunitensi.

Tabella 2: 25 settori europei più esposti

Paese	Settore	Controvalore della transazione in miliardi di USD	Perdita massima dalle esportazioni USD Mld
Irlanda	Pharmaceuticals	46.9	4.0
Germania	Macchinari e attrezzature	35.5	3.0
Germania	Produttori automobilistici	29.7	2.5
Germania	Pharmaceuticals	26.5	2.3
Italia	Macchinari e attrezzature	13.7	1.2
Paesi Bassi	Pharmaceuticals	11.7	1.0
Irlanda	Chimica - Industria e altro	10.7	0.9
Italia	Pharmaceuticals	9.6	0.8
Francia	Mezzi di trasporto	8.1	0.7

Francia	Macchinari e attrezzature	7.8	0.7
Irlanda	Chimica - Plastica e gomma	7.4	0.6
Italia	Agroalimentare - Produzione di alimenti e bevande	7.1	0.6
Belgio	Pharmaceuticals	7.1	0.6
Italia	Tessile - Abbigliamento e calzature	6.7	0.6
Slovacchia	Produttori automobilistici	6.6	0.6
Germania	Metalli - Estrazione mineraria, fusione e lavorazione	6.5	0.6
Francia	Agroalimentare - Produzione di alimenti e bevande	6.5	0.6
Germania	Chimica - Plastica e gomma	6.3	0.5
Danimarca	Pharmaceuticals	6.2	0.5
Italia	Produttori automobilistici	6.1	0.5
Germania	Mezzi di trasporto	5.9	0.5
Francia	Pharmaceuticals	5.9	0.5
Germania	Fornitori automobilistici	5.4	0.5
Germania	Chimica - Industria e altro	4.7	0.4
Svezia	Produttori automobilistici	4.3	0.4

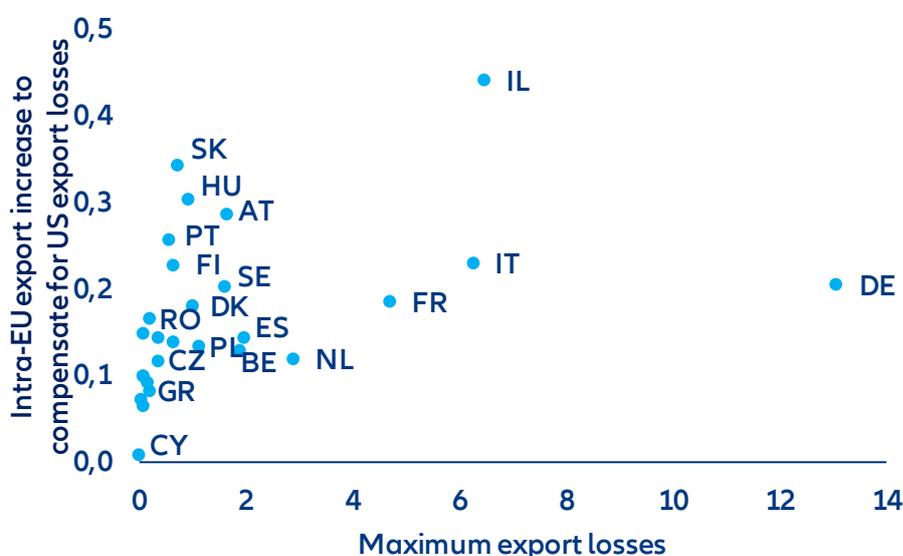
Fonti: varie, Allianz Research. Note: Include i settori con perdite massime di esportazioni superiori a 500 milioni di dollari.

Anche l'occupazione nell'UE potrebbe essere messa sotto pressione. Sebbene l'impatto complessivo degli aumenti dei costi commerciali sulle esportazioni dell'UE possa sembrare gestibile, la concentrazione delle perdite in pochi paesi e settori desta preoccupazione. L'esposizione occupazionale ai dazi statunitensi è ampiamente distribuita in tutta l'UE, ma l'Irlanda si distingue per il suo forte orientamento alle esportazioni verso gli Stati Uniti, in particolare nei settori farmaceutico, chimico, agroalimentare e delle attrezzature per i trasporti, settori con un elevato valore aggiunto delle esportazioni e quote significative di occupazione. La Slovacchia è la seconda città più esposta, con un elevato valore aggiunto nelle esportazioni verso gli Stati Uniti nei settori automobilistico e dei macchinari, mentre l'Estonia è particolarmente esposta nei settori dei computer, dell'elettronica e dell'ottica. In totale, circa 1,1 milioni di posti di lavoro nell'UE-27 sono vulnerabili all'impatto dell'aumento dei dazi statunitensi, in particolare nel settore farmaceutico irlandese, nell'industria automobilistica slovacca, nei settori automobilistico e dei macchinari in Ungheria e nell'industria dei macchinari in Germania. Nel complesso, stimiamo che l'aumento dei costi commerciali fino al 15% dei dazi con gli Stati Uniti, se sostenuto, potrebbe comportare la perdita di 50.000-250.000 posti di lavoro in tutta l'UE-27, a causa del calo del valore aggiunto incorporato nelle esportazioni verso gli Stati Uniti. Ciò significa che il tasso di disoccupazione europeo potrebbe aumentare fino a +0,2 punti percentuali.

Allo stesso tempo, l'UE si sta preparando ad agire rapidamente se un accordo con gli Stati Uniti fallisce o appare troppo unilaterale. In primo luogo, alcuni settori dell'UE potrebbero dimostrarsi resilienti agli aumenti dei dazi statunitensi, in particolare quelli che producono beni per i quali l'elasticità della domanda alle variazioni di prezzo è limitata e per i quali i paesi dell'UE sono attualmente fornitori importanti del mercato statunitense, ad esempio i prodotti di lusso (pelli e pellicce, seta, cosmetici, bevande e alcolici). Inoltre, l'UE può attuare tariffe di ritorsione su un massimo di 21 miliardi di euro di importazioni statunitensi politicamente sensibili (ad esempio soia, pollame, motociclette) a partire dal 6 agosto, sostenute da un pacchetto di emergenza più ampio da 72 miliardi di euro che include aerei, automobili, macchinari, prodotti agricoli, alcolici e cibo, in attesa dell'approvazione del Consiglio dell'UE se da agosto verranno imposte tariffe statunitensi del 30%. Per rendere le contromisure più chiare, semplici e forti, l'UE sta attualmente lavorando alla fusione dei due elenchi in un unico elenco. L'UE sta anche valutando la possibilità di adottare misure diverse dai beni materiali, come nuove tasse sulle imprese tecnologiche statunitensi, restrizioni agli investimenti e restrizioni all'accesso al mercato, ma raggiungere un accordo del Consiglio potrebbe essere difficile. Ma l'UE può anche accelerare la diversificazione degli scambi, approfondendo i legami con altre

regioni del mondo come il Mercosur, l'India, l'ASEAN, l'Australia e l'Africa. Per l'UE, i guadagni delle esportazioni dovuti a un potenziale accordo di libero scambio sembrano più favorevoli, seguiti da India e ASEAN, che insieme potrebbero portare 14 miliardi di dollari di esportazioni aggiuntive all'anno se un accordo di libero scambio venisse implementato. Includendo anche gli accordi di libero scambio con la Malaysia, la Thailandia, le Filippine e l'Indonesia, questi accordi di libero scambio potrebbero compensare circa un quarto delle perdite annuali di esportazioni dell'UE-27 verso gli Stati Uniti. Sfruttare il mercato unico stesso armonizzando le normative, rimuovendo le strozzature in materia di licenze e infrastrutture e migliorando la mobilità del lavoro e dei capitali emerge probabilmente come la leva più forte di tutte. Tra il 2013 e il 2024 le esportazioni all'interno dell'UE sono aumentate di +4 punti percentuali, passando dal 57% al 61%, rappresentando oltre i due terzi delle esportazioni dei paesi dell'UE e diventando sempre più importanti. Per compensare il 15 % dei dazi statunitensi, l'UE dovrebbe aumentare gli scambi intra-UE di beni e servizi del +1,1 %, sulla base dei dati commerciali del 2024. Guardando ai singoli membri dell'UE, ciò significherebbe un aumento degli scambi intra-UE di beni e servizi da +0,4% per l'Irlanda a +0,2% per Germania e Italia su base annua (Figura 5). Oltre agli aumenti tariffari, un tasso di cambio USD/EUR più elevato di 1,15 richiederebbe un ulteriore aumento di +0,1 punti percentuali negli scambi intra-UE per compensare. Inoltre, l'UE può rafforzare l'autonomia strategica rilocalizzando le catene di approvvigionamento, promuovendo le industrie verdi e digitali e utilizzando una politica industriale mirata e misure di frontiera in materia di carbonio per sostenere i settori esposti come l'industria automobilistica e agroalimentare.

Figura 5 - Aumento delle esportazioni intra-UE rispetto alle proprie esportazioni intra-UE di beni e servizi (in %) necessario per compensare le perdite massime delle esportazioni UE-27-USA (in miliardi di USD) nel 2025



Fonti: UNComtrade, Eurostat, Allianz Research

Prezzi deboli, copertura dura: lettura tra le linee di mercato

I mercati azionari stanno scontando uno scenario di atterraggio morbido per l'economia statunitense. Gli economisti rimangono divisi sul fatto che la Fed stia inasprindo eccessivamente o se l'economia statunitense stia seguendo un percorso di atterraggio morbido perfetto, in cui il rallentamento dell'inflazione coincide con una crescita solida e un mercato del lavoro solido. Ma i mercati azionari sembrano aver preso una posizione chiara. Rispetto a tutti i percorsi di performance a due anni successivi alla conclusione dei passati cicli di inasprimento della Fed, l'attuale rally azionario post-inasprimento è il più forte dagli anni '60. Essendo molto al di sopra della media dei precedenti episodi di atterraggio morbido, l'S&P 500 attualmente supera persino gli sbarchi "Goldilocks" degli anni '90 e dei primi anni 2000 (Tabella 3). Dall'ultimo rialzo della Fed nel giugno 2023, l'S&P 500 ha guadagnato il 37%. Ma questo prezzo di mercato ottimistico è tutt'altro che stabile. L'annuncio del "Liberation Day" ha spinto l'S&P 500 a precipitare pesantemente, quasi toccando il mercato ribassista e il territorio di atterraggio duro (-19% da picco a minimo), prima di rimbalzare di nuovo a nuovi massimi storici una volta che le minacce tariffarie si sono

attenuate (Figura 6). Ciò suggerisce che l'equilibrio sottostante rimane fragile e può essere facilmente ribaltato dai rischi geopolitici.

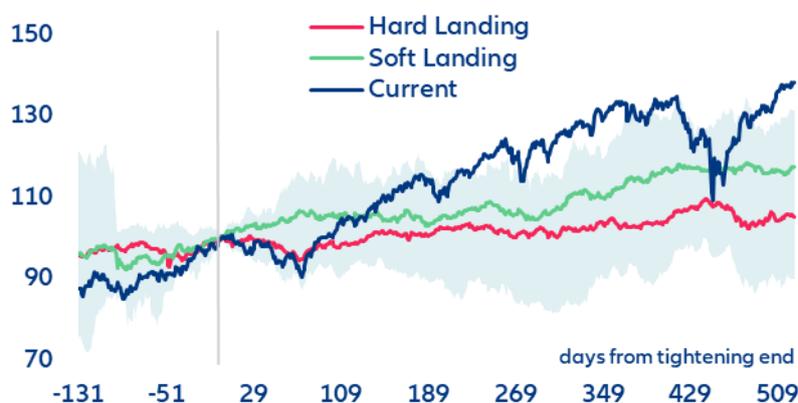
Tabella 3: Inasprimento della politica monetaria statunitense dal 1965 e tipo di atterraggio

Ciclo di inasprimento della Fed	Tipo di atterraggio
1965-1966	Morbido
1967-1969	Morbido
1972-1974	Duro
1977-1980	Duro
1980-1981	Duro
1983-1984	Morbido
1988-1989	Morbido
1993-1995	Morbido
1999-2000	Morbido
2004-2006	Duro
2015-2019	Duro

Basato su: Blinder, Alan S. 2023. "Atterraggi, morbidi e duri: la Federal Reserve, 1965-2022". *Giornale di prospettive economiche* 37 (1): 101-20.

Fonte: Allianz Research

Figura 6: S&P 500 prima e dopo la fine della stretta monetaria (Fine del serraggio = 100)



Fonti: LSEG Workspace, Allianz Research

Note: L'area ombreggiata copre una gamma di risultati dal 1965.

D'altra parte, il mercato obbligazionario sta inviando messaggi ambigui. I rendimenti dei Treasury USA a 10 anni si sono mossi tra le medie storiche per gli atterraggi duri e morbidi (Figura 7). Dopo un inizio ottimistico, il rendimento statunitense a 10 anni non è tornato in territorio di atterraggio morbido dal "Liberation Day". Al contrario, l'inclinazione della curva dei rendimenti statunitensi è chiaramente in territorio di atterraggio morbido e si è irripidita più che in tutte le precedenti fasi di atterraggio morbido (Figura 8). Pertanto, sebbene il livello della curva dei rendimenti statunitense offra poche indicazioni, la pendenza sembra fortemente favorevole a uno scenario di atterraggio morbido. Ma c'è di nuovo un segnale di avvertimento: la maggior parte dell'irripidimento è dovuta all'aumento del premio a termine nella parte lunga della curva. Poiché il premio a termine incarna le componenti di rischio del rendimento (non le aspettative di crescita o inflazione), il segnale di atterraggio morbido del pendio è in qualche modo mitigato.

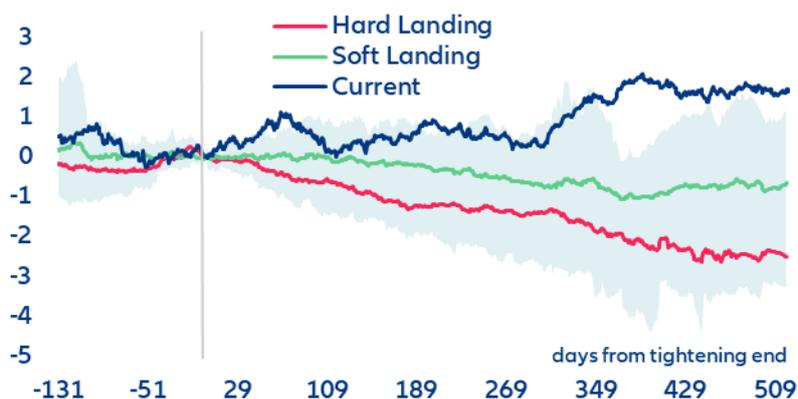
Figura 7: Variazioni del rendimento USA a 10 anni prima e dopo la fine della stretta monetaria (Fine dell'inasprimento = 0, variazioni in pp)



Fonti: LSEG Workspace, Allianz Research

Note: L'area ombreggiata copre una gamma di risultati dal 1965.

Figura 8: Variazioni dello spread dei rendimenti USA a 3m-10Y (pendenza) prima e dopo la fine della stretta monetaria (Fine dell'inasprimento = 0, variazioni in pp)



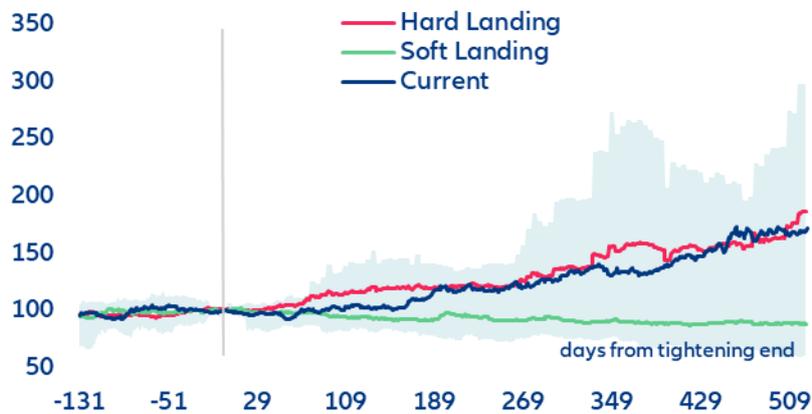
Fonti: LSEG Workspace, Allianz Research

Note: L'area ombreggiata copre una gamma di risultati dal 1965.

I prezzi dell'oro stanno inviando un segnale pessimistico, facendo eco al duro atterraggio stagflazionistico degli anni '70. Ma date le tendenze geopolitiche, questa volta potrebbe essere diverso. L'oro racconta una storia diversa e più preoccupante. Mentre gli investitori azionari scommettono su uno scenario euforico di atterraggio morbido e gli investitori obbligazionari stanno ancora cercando di prendere una decisione, l'oro è l'unica grande asset class saldamente in territorio di atterraggio duro. Sebbene il suo percorso di performance non abbia ancora raggiunto i gravi episodi di atterraggio duro degli anni '70 stagflazionistici (Figura 9), ciò suggerisce che una quantità significativa di capitale si sta coprendo contro i rischi economici di coda o i timori di inflazione sullo sfondo di un deficit fiscale estremamente elevato (di fatto il più alto nella storia recente al di fuori delle recessioni). Tuttavia, c'è anche un'altra spiegazione. Dopo che le nazioni occidentali hanno congelato le riserve valutarie russe in seguito all'invasione dell'Ucraina, diverse altre banche centrali hanno iniziato a diversificare lentamente i titoli del Tesoro statunitensi, i Bund e simili, e a mettere le loro riserve in qualcosa che nessun altro può trattenere: l'oro. Quindi, a

differenza degli episodi di atterraggio duro degli anni '70, l'attuale rally dell'oro ha anche una forte componente geopolitica.

Figura 9: Prezzi dell'oro prima e dopo la fine della stretta monetaria negli Stati Uniti
(Fine del serraggio = 100)



Fonti: LSEG Workspace, Allianz Research

La coesistenza di narrazioni di atterraggio duro e morbido sottolinea l'elevata incertezza del ciclo attuale, rafforzando la nostra posizione cauta e di avversione al rischio. Per ora, il potente slancio delle azioni statunitensi rimane la forza predominante, soffocando la maggior parte dei segnali divergenti. Tuttavia, questo slancio è più fragile di quanto sembri. L'oro e i segmenti del mercato obbligazionario servono a ricordare che i rischi sottostanti di atterraggio duro non sono scomparsi. Scommettere sull'aumento della crescita e sul calo dell'inflazione è diventato un trade affollato e il potenziale di rialzo è scarso. Di conseguenza, se gli scenari dovessero convergere, è piuttosto probabile che ciò avvenga sul lato negativo innescato da una crescita vacillante, da una ripresa dell'inflazione o da uno shock geopolitico. Ribadiamo quindi la nostra cauta visione di avversione al rischio, con un rialzo azionario limitato da qui, e ci aspettiamo che i rendimenti obbligazionari rimangano all'interno di un range o leggermente inferiori nei mercati rifugio, in particolare nei Bund tedeschi.

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.