

Allianz Research | 17 Aprile 2025

Guerra commerciale tra Cina e USA, i mercati obbligazionari e il mondo del lavoro statunitense durante la recessione

Ludovic Subran
Capo economista
ludovic.subran@allianz.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

Maria Latorre
Consulente di settore
maria.latorre@allianz-trade.com

Sivagaminathan Sivasubramanian
Analista ESG e Dati
sivagaminathan.sivasubramanian@allianz-trade.com

Garance Tallon
Assistente di ricerca

In sintesi

Guerra commerciale: la Cina può giocare in difesa? Le ultime esenzioni dell'amministrazione statunitense su prodotti come laptop, tablet e smartphone porteranno un po' di sollievo agli esportatori asiatici, ma l'aliquota tariffaria sulla Cina rimane al 103% (-27 punti percentuali). Per mitigare l'impatto, le aziende cinesi possono prendere in considerazione la possibilità di reindirizzare attraverso i paesi vicini o deviare verso altri mercati di esportazione. Mentre, in teoria, c'è la capacità di reindirizzare fino al 64% delle esportazioni cinesi solitamente dirette negli Stati Uniti, ciò metterebbe a dura prova altri porti asiatici, catene di approvvigionamento globali e spedizioni marittime. Nei prossimi tre anni, la diversificazione commerciale potrebbe portare a un aumento delle importazioni dalla Cina fino al +6% annuo nell'UE, nel Regno Unito, in Vietnam, a Taiwan, in Malesia, in Indonesia, in Messico, a Singapore, in Arabia Saudita e in Nigeria. Ma in ultima analisi, le aziende statunitensi nei settori dell'elettronica, degli elettrodomestici e del tessile non possono fare a meno dell'industria manifatturiera cinese, date le dipendenze critiche. Mentre le preoccupazioni geopolitiche possono risparmiare le aziende del settore elettronico, quelle del tessile potrebbero non essere così fortunate e potrebbero subire un colpo sui margini.

I mercati obbligazionari stanno cavalcando la tempesta I rialzi dei dazi hanno innescato uno storico repricing del mercato obbligazionario: i rendimenti statunitensi sono aumentati (+46 pb a 30 anni in una settimana), l'USD si è deprezzato e i rendimenti tedeschi sono scesi, segnalando un possibile spostamento degli investimenti globali dagli asset statunitensi. Mentre chi vende rimane speculativo, gli investitori istituzionali dei paesi nel mirino della politica estera di Trump (in particolare la Cina) hanno un incentivo. Guardando al futuro, nonostante la volatilità, continuiamo a vedere il rendimento a 10 anni degli Stati Uniti stabilizzarsi intorno al 4,0% entro la fine del 2025, trainato dall'allentamento monetario e dalla debole crescita economica. Anche il tasso di cambio EUR/USD dovrebbe ancora muoversi verso 1,12 entro la fine dell'anno, con il ribilanciamento dei flussi di capitale e la riduzione dei differenziali dei tassi di interesse reali. La BCE è pronta a tagliare i tassi di riferimento di 25 punti base in ciascuna delle prossime riunioni, fino all'1,5% entro settembre 2025, passando a un territorio accomodante poiché l'inflazione scenderà al di sotto dell'obiettivo e persiste un output gap negativo.

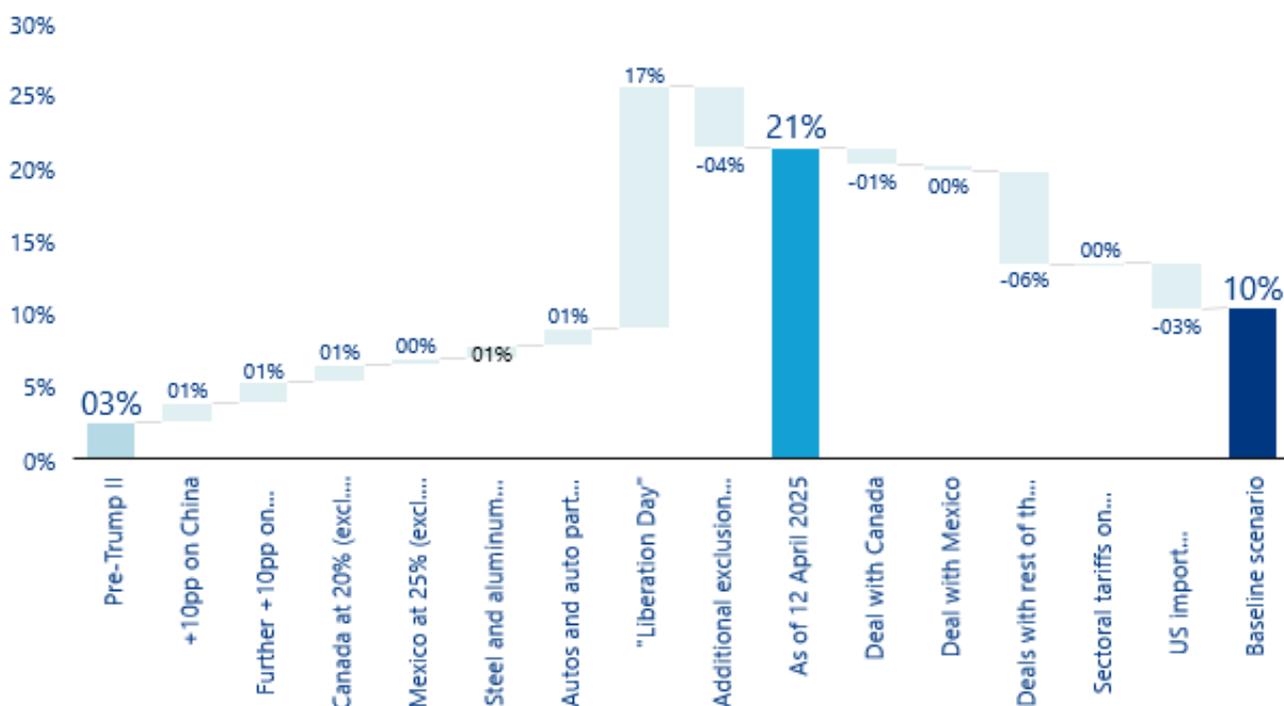
Il mercato del lavoro statunitense: quanto può indebolirsi? Il mercato del lavoro statunitense ha resistito nonostante i crescenti venti contrari dell'economia e gli indicatori prospettici suggeriscono che questa resilienza dovrebbe continuare nel 2° trimestre 2025. Il tasso di posti di lavoro vacanti sarà il primo a segnalare una recessione (prevista nel 2° e 3° trimestre), ma non ci aspettiamo licenziamenti di grandi dimensioni. L'economia statunitense si trova di fronte a una combinazione unica di vincoli di offerta (più di quanto si pensi convenzionalmente) e una politica di immigrazione sempre più restrittiva. Pertanto, le aziende hanno maggiori probabilità di accumulare manodopera scarsa rispetto ai

precedenti episodi recessivi, prevenendo un'impennata della disoccupazione. Inoltre, i profitti record offrono un cuscinetto per sostenere le tariffe per ora. Ciononostante, prevediamo che il tasso di disoccupazione raggiungerà un picco del 5% entro il 1° trimestre del 2026. Ma è improbabile che i licenziamenti federali guidati dal DOGE scuotano il mercato del lavoro: anche se i dipendenti federali licenziati o licenziati non trovano un altro lavoro (ma rimangono nella forza lavoro), questo da solo farebbe salire il tasso di disoccupazione di appena +0,3 punti percentuali nel 2025. Il costante deterioramento del mercato del lavoro è uno dei motivi per cui ci aspettiamo che la Fed acceleri i tagli dei tassi tra la fine del 2025 e l'inizio del 2026, dopo un'impennata dell'inflazione indotta dai dazi in estate.

Guerra commerciale: la Cina può giocare in difesa?

Decifrare la guerra commerciale: ulteriori esenzioni riducono l'aliquota dei dazi all'importazione globali degli Stati Uniti di -4,2 punti percentuali al 21,4% e l'aliquota dei dazi all'importazione degli Stati Uniti nei confronti della Cina di -27 punti percentuali al 103 per cento. L'11 aprile, la Casa Bianca ha pubblicato un'estensione dell'elenco dei beni esentati dagli aumenti tariffari del "Giorno della Liberazione" per includere prodotti come laptop, tablet e smartphone. Di conseguenza, l'esenzione si applica ora al 32% delle importazioni statunitensi, invece del 24% precedente, portando il dazio globale sulle importazioni degli Stati Uniti al 21,4% invece del 25,5% precedente (si veda la Figura 1). Gli esportatori asiatici in particolare beneficiano del cambiamento: il 70% delle importazioni statunitensi da Taiwan è ora esente dagli ultimi aumenti tariffari (rispetto al 18% iniziale), il 45% per la Thailandia (rispetto al 18% iniziale), il 39% per il Vietnam (rispetto al 12% iniziale), il 58% per la Malesia (rispetto al 33% iniziale), il 48% per le Filippine (rispetto al 23% iniziale) e il 44% per la Cina (rispetto al 23% iniziale). Detto questo, stimiamo che l'aliquota effettiva dei dazi all'importazione dagli Stati Uniti nei confronti della Cina si attesti ancora a un esorbitante 103%, diminuita di -27 punti percentuali grazie alle esenzioni aggiuntive, ma ancora molto più alta rispetto a prima del 2 aprile (si veda la tabella 1). Nel nostro scenario di base, un accordo tra Stati Uniti e Cina potrebbe essere raggiunto entro la fine dell'anno, ma alla fine l'aliquota dei dazi statunitensi sulle importazioni dalla Cina sarà superiore di +60 punti percentuali rispetto a prima dell'insediamento della seconda amministrazione Trump.

Figura 1: Aliquota dei dazi all'importazione effettivi globali degli Stati Uniti (media ponderata, %)



Fonti: varie, Allianz Research.

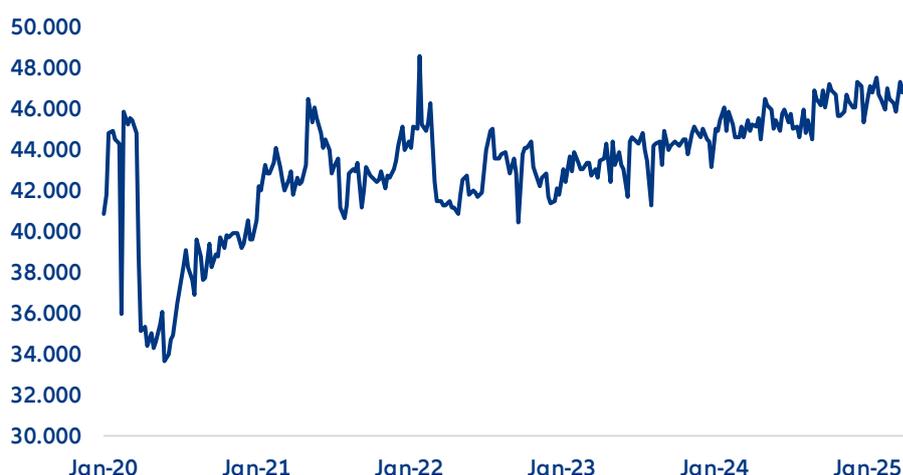
Tabella 1: Tariffe statunitensi

	US imports		US tariff rate				Baseline scenario (accounting for deals to partly reverse "Liberation Day" by year-end but also certain sectoral tariff hikes and US import diversification)
	USD bn (2024)	share of total (2024)	Pre-Trump II	Before "Liberation Day"	"Liberation Day" (tariff hikes and accounting for sectoral exclusions), as of 10 April	"Liberation Day" (tariff hikes and accounting for sectoral exclusions), as of 12 April	
Argentina	7	0%	0.7%	3.1%	8.8%	8.8%	3.1%
Australia	17	1%	0.1%	1.9%	9.9%	9.9%	9.9%
Bangladesh	9	0%	15.1%	15.4%	25.3%	25.3%	25.3%
Brazil	44	1%	1.0%	4.4%	10.9%	10.9%	4.4%
Cambodia	13	0%	6.5%	6.6%	15.0%	15.0%	15.0%
Canada	422	13%	0.1%	10.4%	10.4%	10.4%	1.6%
Chile	17	1%	0.0%	4.3%	12.5%	12.5%	12.5%
China	463	14%	13.0%	33.0%	129.7%	102.7%	73.0%
Colombia	18	1%	0.2%	5.2%	13.4%	13.4%	13.4%
Ecuador	9	0%	0.4%	0.6%	6.2%	6.2%	6.2%
EU	618	18%	1.3%	3.8%	9.2%	9.1%	3.8%
Hong Kong	6	0%	1.4%	1.4%	98.1%	97.8%	61.4%
India	91	3%	2.4%	3.9%	11.0%	10.1%	6.8%
Indonesia	30	1%	4.6%	5.0%	13.8%	13.4%	13.8%
Japan	152	5%	1.5%	8.9%	13.8%	13.4%	8.9%
Kenya	1	0%	0.3%	0.4%	10.4%	10.4%	10.4%
Malaysia	54	2%	0.7%	1.0%	7.7%	5.3%	7.7%
Mexico	510	15%	0.3%	3.7%	3.7%	3.7%	0.9%
New Zealand	6	0%	1.1%	1.4%	10.4%	10.3%	10.4%
Norway	7	0%	0.6%	1.4%	6.1%	6.0%	6.1%
Pakistan	5	0%	9.7%	10.0%	19.9%	19.9%	19.9%
Philippines	15	0%	1.5%	1.7%	9.4%	6.9%	9.4%
Saudi Arabia	13	0%	0.3%	0.5%	3.9%	3.9%	3.9%
Singapore	44	1%	0.1%	0.5%	5.4%	4.5%	5.4%
South Africa	15	0%	0.4%	3.9%	8.8%	8.8%	8.8%
South Korea	135	4%	0.2%	8.0%	13.6%	12.5%	8.0%
Switzerland	64	2%	0.7%	1.4%	7.4%	7.4%	7.4%
Taiwan	119	4%	1.2%	2.1%	10.4%	5.1%	2.1%
Thailand	66	2%	1.4%	2.2%	10.4%	7.7%	2.2%
Türkiye	18	1%	3.5%	4.8%	12.8%	12.7%	12.8%
UAE	8	0%	2.4%	2.5%	7.4%	7.4%	7.4%
UK	69	2%	0.9%	3.6%	9.2%	9.1%	3.6%
Vietnam	142	4%	4.1%	4.5%	13.2%	10.5%	4.5%
Global	3359	100%	2.5%	8.7%	25.5%	21.4%	10.3%

Fonti: varie, Allianz Research.

Per mitigare l'impatto, le aziende cinesi potrebbero ricorrere al reindirizzamento fino al 64% delle esportazioni attraverso altri paesi asiatici che devono affrontare tariffe statunitensi più basse. Ma ciò metterebbe i porti al limite della capacità e probabilmente aumenterebbe la vulnerabilità delle catene di approvvigionamento globali e del trasporto marittimo. Il reindirizzamento del commercio significa che le aziende cinesi farebbero più affidamento sui paesi vicini per la trasformazione, l'assemblaggio o il trasporto di merci che sono parzialmente o addirittura prevalentemente prodotte in Cina. In questo modo, questi prodotti possono essere riesportati negli Stati Uniti con l'origine di un'altra nazione a tariffe più basse. Il dirottamento delle esportazioni cinesi è fattibile a livello tattico, in particolare per i beni ad alto margine e a basso volume (ad esempio alcuni elettrodomestici ed elettronica, robotica, ecc.). Tuttavia, come strategia su larga scala, il dirottamento deve affrontare limiti logistici e geopolitici, tra cui la capacità limitata dei porti marittimi e il crescente controllo da parte delle autorità di regolamentazione statunitensi. Da un punto di vista logistico, la capacità portuale tra i pari regionali della Cina rappresenta la sfida principale. Tra i primi dieci paesi esportatori asiatici, esclusa la Cina (si veda la Figura 2), gli scali settimanali sono aumentati costantemente dalla fine della pandemia, raggiungendo circa 47.200 la scorsa settimana, solo il 3% in meno rispetto al picco di 48.600 di metà 2022. Ciò suggerisce una capacità residua di circa 1.400 scali settimanali che potrebbero, in teoria, essere utilizzati per le esportazioni cinesi dirottate. Questa capacità disponibile copre circa il 64% del volume che la Cina spedisce tipicamente negli Stati Uniti, mentre il 54% del valore delle esportazioni cinesi negli Stati Uniti sta affrontando aumenti tariffari. Quindi, in teoria, i porti del resto dell'Asia potrebbero assorbire il dirottamento dalla Cina. Tuttavia, ciò li metterebbe al limite della loro capacità e metterebbe potenzialmente a dura prova le catene di approvvigionamento globali e il trasporto marittimo. Inoltre, se regioni come l'Europa si allontanassero dai mercati statunitensi e incoraggiassero legami commerciali più profondi con le nazioni dell'Asia-Pacifico, ciò aumenterebbe la pressione sui porti regionali già congestionati.

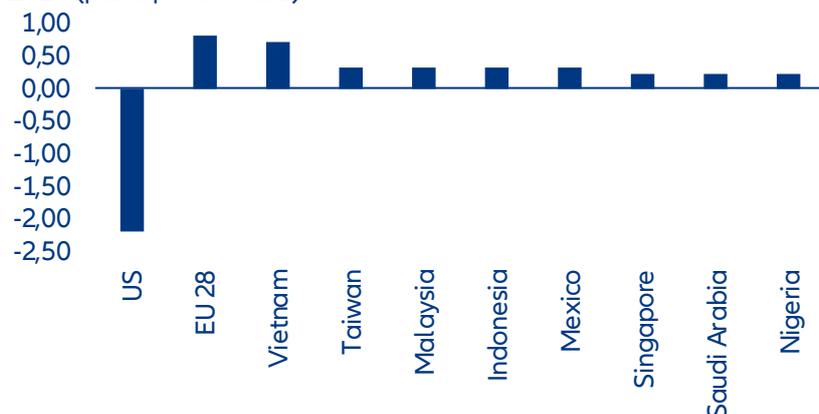
Figura 2: Numero di scali nei principali 10 partner commerciali della Cina in Asia, dati settimanali



Fonti: Bloomberg, Allianz Research. Paesi considerati: Vietnam, Thailandia, Taiwan, Corea del Sud, Singapore, Malesia, Giappone, Indonesia, India e Hong Kong.

Un'altra strategia potrebbe essere la diversificazione del commercio verso altri mercati di esportazione. L'UE, il Regno Unito, il Vietnam, Taiwan, la Malesia, l'Indonesia, il Messico, Singapore, l'Arabia Saudita e la Nigeria sono i paesi che hanno maggiori probabilità di assorbire le esportazioni cinesi non più vincolate agli Stati Uniti. Supponendo che questa deviazione commerciale si protragga nell'arco di tre anni, le importazioni dalla Cina in questi paesi potrebbero aumentare fino al +6% all'anno. I mercati emergenti in fase di rapida industrializzazione e urbanizzazione possono generare domanda di macchinari, materiali per infrastrutture e beni di consumo cinesi. Inoltre, la forza manifatturiera, i prezzi competitivi e la resilienza della catena di approvvigionamento della Cina ne fanno un partner privilegiato per il commercio, le infrastrutture e i progetti tecnologici. L'esperienza della guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina sotto la prima amministrazione Trump è istruttiva. Nel triennio tra il 2017 e il 2019, la quota delle esportazioni cinesi verso gli Stati Uniti è scesa di -2,2 punti percentuali, attestandosi al 16,8%. Si tratta di una chiara rottura negativa rispetto al trend di lungo periodo che ha preceduto la prima guerra commerciale, quando la quota delle esportazioni cinesi verso gli Stati Uniti è variata di appena -1,4 punti percentuali nei 18 anni dal 2000 al 2017. Al contrario, si è osservata una rottura positiva per l'UE-28, il Vietnam, Taiwan, la Malesia, l'Indonesia, il Messico, Singapore, l'Arabia Saudita e la Nigeria. Nel periodo 2017-2019 la quota delle esportazioni cinesi verso queste destinazioni è aumentata nettamente più rapidamente rispetto al periodo 2000-2017 (+4,3 punti percentuali, al 29,7%). Supponendo che le perdite delle esportazioni cinesi verso gli Stati Uniti a causa della guerra commerciale possano raggiungere i 234 miliardi di dollari e che questo importo venga deviato verso i suddetti mercati nell'arco di tre anni, le loro importazioni dalla Cina aumenterebbero fino a un +6% annualizzato.

Figura 3 - Variazione della quota di esportazioni della Cina durante la prima guerra commerciale USA-Cina, 2017-2019 (punti percentuali)



Fonti: ITC, Allianz Research.

Il mondo (compresi gli Stati Uniti) non può fare a meno della produzione cinese. Sebbene il ruolo della Cina come "fabbrica del mondo" si sia evoluto, data una certa diversificazione rispetto ad altre nazioni asiatiche, la concentrazione di impianti di produzione della Cina continua a sostenere il suo ruolo centrale nel commercio globale e nelle catene di approvvigionamento. Esaminando la percentuale di impianti di produzione situati in Cina per settore, a livello globale, (Figura 4), è chiaro che l'elettronica (35%), gli elettrodomestici (32%) e il tessile (31%) hanno le radici più radicate nel panorama industriale del paese. In effetti, questi tre settori rimangono fortemente dipendenti dalla Cina per la produzione, con una quota significativa delle loro catene di approvvigionamento globali radicate nei centri di produzione cinesi. Ciò significa che questi sono i settori i cui beni diventeranno più costosi negli Stati Uniti nel contesto dei nuovi dazi più elevati poiché, parallelamente, la percentuale di impianti di produzione situati negli Stati Uniti è rispettivamente solo del 6%, 3% e 9%. Allo stesso tempo, se i consumatori americani non sono disposti a pagare prezzi più alti e la Cina non è in grado di assicurarsi partner commerciali alternativi per compensare la perdita della domanda statunitense, il paese potrebbe affrontare una sovrapproduzione di elettronica, elettrodomestici e tessili nei prossimi trimestri, mentre ridimensiona i livelli di produzione.

Esaminando le catene di approvvigionamento delle aziende americane, nessun settore negli Stati Uniti ha (in media) più del 12% dei suoi impianti di produzione situati in Cina. Ciò significa che, a livello aggregato, il rischio di carenze produttive negli Stati Uniti è relativamente contenuto, ma singoli settori o aziende potrebbero essere più a rischio. Tuttavia, l'elettronica e il tessile sono, ancora una volta, i settori più fragili, con le aziende statunitensi che hanno rispettivamente il 10% e l'11% dei loro impianti situati in Cina, il che significa che un decimo sia dei prodotti finiti che dei componenti per la produzione locale proviene dalla Cina. Pertanto, nel contesto dell'attuale guerra commerciale bilaterale, le imprese statunitensi di questi settori potrebbero trovarsi ad affrontare un accesso più costoso o perturbato ai fattori produttivi chiave. Caso per caso, alcune grandi aziende statunitensi – come Apple e Intel – sono pubblicamente note per essere vulnerabili alla produzione o alla domanda cinese. Questo spiega l'ultima decisione dell'amministrazione Trump di esentare telefoni, computer e chip dalle tariffe del Giorno della Liberazione. Apple ha quasi l'11% delle sue strutture in Cina (il 29% negli Stati Uniti), con il suo principale fornitore Hon Hai (33% del COGS di Apple) cinese. Per Intel, sebbene solo il 6% dei suoi fornitori abbia sede in Cina, questo paese rappresenta quasi il 30% dei ricavi totali. Da un punto di vista strategico, sia Apple che Intel dovrebbero essere protette in quanto sono fondamentali per la leadership tecnologica, l'innovazione e la difesa degli Stati Uniti, nonché cruciali per la creazione di posti di lavoro. Il tessile e l'abbigliamento rimangono quindi l'unico settore con un'elevata esposizione alla produzione cinese che finora non è stato protetto dalla guerra commerciale. Le aziende di questo settore avranno difficoltà a rifornirsi a livello nazionale a prezzi competitivi, il che significa che i produttori statunitensi dovranno trovare rapidamente fornitori alternativi o dovranno affrontare un deterioramento dei margini.

Figura 4: % di impianti di produzione situati in Cina, per settore (media globale) e media delle aziende statunitensi



Fonti: Bloomberg, Allianz Research. Per la media settoriale globale abbiamo selezionato le 20 maggiori società (capitalizzazione di mercato) per settore

I mercati obbligazionari stanno cavalcando la tempesta

Il Giorno della Liberazione ha innescato uno storico repricing del mercato obbligazionario. I dazi radicali annunciati il 2 aprile e il successivo tira e molla su interruzioni temporanee e contro-tariffe hanno provocato uno shock sismico ai mercati dei capitali globali, con i mercati obbligazionari che ne hanno subito il peso. Il rendimento dei Treasury statunitensi a 30 anni è salito di 46 pb nel corso della settimana, il rialzo settimanale più marcato in oltre due decenni. Nel frattempo, lo spread di rendimento tra Treasury e Bund a 10 anni si è ampliato di 50 punti base, senza precedenti. Questa netta divergenza ha segnato una completa inversione del rapido restringimento osservato solo poche settimane prima, quando l'inaspettata inversione a U fiscale della Germania aveva fatto impennare i rendimenti dei Bund rispetto ai Treasury statunitensi (Figura 5).

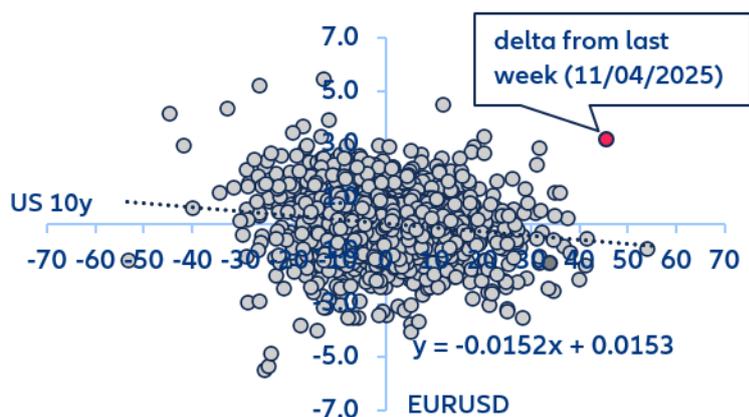
Figura 5: Spread dei titoli di Stato transatlantici, pb



Fonti: Bloomberg, Allianz Research

Il disinvestimento dagli Stati Uniti è il fattore più probabile alla base del sell-off. Circolano diverse teorie per spiegare i drammatici movimenti dei rendimenti statunitensi, alcune più plausibili di altre. Un fattore scatenante potrebbe essere la reazione ritardata dei mercati che passano dalla domanda di beni rifugio ai driver fondamentali. Come spesso accade durante gli episodi di incertezza geopolitica o politica, dopo il Giorno della Liberazione gli investitori si sono inizialmente riversati su beni rifugio come i Treasury statunitensi e il dollaro. Tuttavia, man mano che le implicazioni del cambiamento di politica monetaria sono diventate più chiare, l'attenzione si è rivolta alle sue conseguenze inflazionistiche. Si prevede che i dazi alimenteranno l'inflazione, ritardando potenzialmente la capacità della Federal Reserve di tagliare i tassi. I mercati hanno rapidamente rivisto al rialzo le loro aspettative, guidando una rivalutazione del futuro percorso della politica monetaria e aumentando i rendimenti, in particolare nella parte lunga della curva. Tuttavia, una spiegazione più strutturale e forse più preoccupante sta prendendo piede: un'ondata di disinvestimenti globali dai Treasury statunitensi e dagli Stati Uniti in generale. Ciò è supportato dal raro verificarsi di un aumento dei rendimenti statunitensi insieme a un indebolimento del dollaro (Figura 6). Di solito, rendimenti più elevati attirano capitali esteri e rafforzano la valuta. Il fatto che sia accaduto il contrario suggerisce che i principali detentori non solo vendevano titoli del Tesoro, ma anche convertivano i proventi in altre valute, possibilmente riallocandoli sui mercati europei. Questa teoria è corroborata dal calo dei rendimenti in Europa, soprattutto in Germania, e dal comportamento degli spread degli swap. Negli Stati Uniti, gli spread swap si sono ridotti, indicando che i Treasury stavano diventando più convenienti rispetto alle aspettative composte delle banche centrali (tassi swap). Al contrario, gli spread tedeschi si sono ampliati, indicando un aumento della domanda e delle valutazioni dei Bund (Figura 7).

Figura 6: Variazione settimanale dei rendimenti USA a 10 anni e del tasso di cambio EURUSD, pb, %



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Note: Ogni punto è un'osservazione settimanale. I dati risalgono al 01/01/2000.

Gli investitori istituzionali dei paesi nel mirino della politica estera di Trump sono incentivati a vendere le loro partecipazioni negli Stati Uniti. La questione di chi sta vendendo rimane speculativa, poiché i dati sulle partecipazioni istituzionali o sulla bilancia dei pagamenti vengono pubblicati con lunghi ritardi o non vengono pubblicati affatto. Tuttavia, le voci di mercato hanno indicato la Cina e i grandi fondi pensione in Canada e Danimarca. Per la Cina, la combinazione delle accresciute tensioni geopolitiche con gli Stati Uniti e il precedente stabilito dal congelamento degli asset russi dopo l'attacco all'Ucraina offrono un forte incentivo a ridurre l'esposizione agli asset statunitensi. Detto questo, senza dati concreti, queste affermazioni rimangono aneddotiche anche se coerenti con il comportamento osservato dal mercato. I primi segnali di una mancanza di interesse per gli asset statunitensi possono essere visti anche dagli investitori retail. Gli investitori non domiciliati negli Stati Uniti hanno smesso di acquistare ETF azionari statunitensi a febbraio e da marzo si sono trasformati in modesti venditori di fondi obbligazionari statunitensi.

Figura 7: Spread swap (swap a 10 anni – rendimento dei titoli di Stato a 10 anni), pb

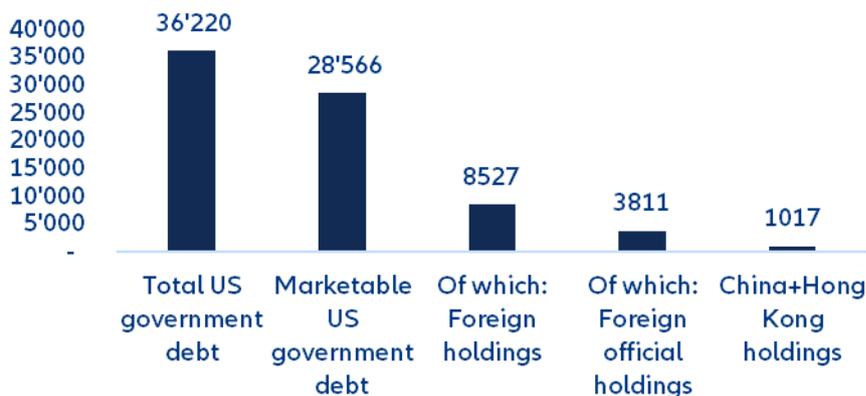


Fonti: Bloomberg, Allianz Research

I timori di ulteriori riduzioni delle partecipazioni estere di Treasury statunitensi sono validi, ma potrebbero essere sopravvalutati. A gennaio, la Cina deteneva 760 miliardi di dollari di titoli del Tesoro, circa il 2,6% dei 29 trilioni di dollari di debito governativo negoziabile degli Stati Uniti (Figura 8, Hong Kong possiede altri 255 trilioni di dollari). Sebbene significativa, questa quota è diminuita costantemente negli ultimi anni. Inoltre, il mercato ha precedentemente assorbito cambiamenti molto più ampi nella domanda. Ad esempio, nell'aprile 2020, durante l'apice della pandemia, la Federal Reserve ha acquistato 911 miliardi di dollari di Treasury in un solo mese,

dimostrando che sono possibili cambiamenti su larga scala nella domanda e nell'offerta e che la Fed avrebbe il potere di intervenire se la stabilità finanziaria fosse a rischio.

Figura 8: Debito pubblico totale degli Stati Uniti e partecipazioni estere, miliardi di dollari



Fonti: Tesoro USA, Allianz Research

Note: Le partecipazioni estere sono da gennaio 2025, il debito totale da marzo 2025

Le turbolenze del mercato obbligazionario hanno indotto l'amministrazione statunitense a pensarci due volte.

La velocità e la portata del movimento nei mercati obbligazionari hanno chiaramente attirato l'attenzione dei responsabili politici statunitensi. Con i ricordi del "momento Truss" del Regno Unito del 2022 ancora freschi, il rischio di una simile crisi di fiducia nel mercato dei Treasury statunitensi viene preso sul serio. In risposta alle turbolenze, l'amministrazione Trump ha annunciato una pausa di 90 giorni sui dazi appena imposti. Il presidente Trump ha riconosciuto che la decisione è stata suggerita dalle preoccupazioni del mercato, affermando che "le persone stavano diventando yippy [...] un po' spaventato", aggiungendo "Il mercato obbligazionario è molto complicato", riflettendo un riconoscimento insolitamente sincero della sensibilità dei mercati finanziari. In prospettiva, ciò avvalorava l'ottimismo secondo cui il peggio della guerra commerciale potrebbe essere alle spalle.

Volatilità in vista, ma guardando oltre il rumore ci aspettiamo tassi più bassi con il proseguimento dell'allentamento delle banche centrali.

Il percorso da seguire dipenderà in larga misura dai prossimi passi dell'amministrazione statunitense. Se il governo dovesse riprendere la sua spinta tariffaria o adottare misure aggiuntive considerate inflazionistiche o fiscalmente non sane, i mercati obbligazionari potrebbero reagire nuovamente bruscamente. Tuttavia, una volta che l'attuale volatilità si sarà attenuata, ci aspettiamo che i fondamentali si riaffermino. L'aumento dei rendimenti statunitensi rafforza l'attrattiva relativa dei Treasury, in particolare per gli investitori a lunga duration alla ricerca di asset liquidi e di alta qualità. Nonostante le recenti vendite, il mercato dei Treasury statunitensi rimane impareggiabile in termini di dimensioni e profondità e queste caratteristiche forniscono un cuscinetto naturale contro i deflussi prolungati. Il nostro scenario di base rimane invariato: vediamo il rendimento a 10 anni degli Stati Uniti stabilizzarsi intorno al 4,0% entro la fine del 2025, sostenuto da un forte allentamento della politica monetaria, poiché ci aspettiamo che la Fed riduca il tasso di riferimento al 2,75% a partire dalla fine del 2025. Sui mercati forex, continuiamo a prevedere che il tasso di cambio EUR/USD si muova verso 1,12 entro la fine dell'anno, con il ribilanciamento dei flussi di capitale e la riduzione dei differenziali dei tassi d'interesse reali.

La BCE è destinata a continuare il suo ciclo di allentamento al di sotto della neutralità, dati i venti contrari dell'economia e le forze di disinflazione.

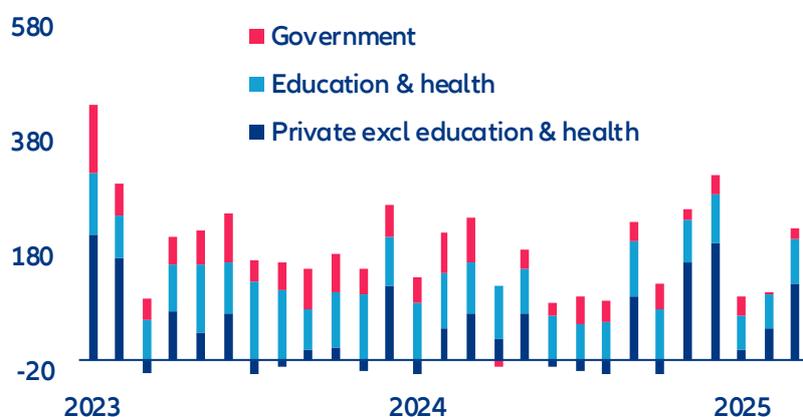
Nella prossima riunione del 17 aprile, la BCE dovrebbe abbassare nuovamente il tasso sui depositi di 25 punti base, portandolo al 2,25%. I timori per l'inflazione sono passati in secondopiano, con l'inflazione complessiva che è scesa al 2,2% a/a e l'inflazione core al 2,4% a marzo, quest'ultima ai minimi da tre anni. Esaminando anche i dettagli, le preoccupazioni si sono dissipate. L'inflazione dei servizi è diminuita, la crescita dei salari è in calo e gli indicatori anticipatori dei sondaggi sui responsabili degli acquisti (PMI) mostrano un allentamento delle pressioni sui prezzi in futuro. Soprattutto, a causa dell'aggressiva guerra commerciale, le forze disinflazionistiche dovrebbero guadagnare ulteriore trazione e spingere l'inflazione ben al di

sotto dell'obiettivo del 2% a breve. I prezzi del petrolio sono scesi del 13% da inizio anno, mentre l'euro ha guadagnato il 4% da inizio anno. L'eccesso di capacità in Cina a causa della riduzione della domanda dagli Stati Uniti si intensificherà e porterà a pressioni al ribasso sui prezzi al di fuori della Cina a causa della deflazione delle importazioni. Allo stesso tempo, ci aspettiamo un altro anno di crescita economica debole (2025: +0,8%) al di sotto del potenziale, ampliando così l'output gap negativo. Pertanto, la BCE sarà costretta a spostare la politica monetaria in territorio accomodante. Gli esperti della BCE hanno stimato il tasso nominale neutrale all'1,75%-2,25%. Alla luce degli ulteriori venti contrari dell'economia, ci aspettiamo che la BCE continui a ridurre il tasso di riferimento all'1,5% entro settembre 2025. Nel frattempo, la stretta quantitativa è destinata a continuare, con la BCE che non reinveste le obbligazioni in scadenza nel suo programma APP e PEPP, portando a una riduzione delle consistenze obbligazionarie di circa 40 miliardi di euro al mese. I rischi sono elevati e asimmetrici al ribasso. La spinta fiscale indotta dalla Germania non sarà in grado di controbilanciare i venti contrari derivanti dall'intensificarsi degli attriti commerciali provenienti dagli Stati Uniti. Ma la BCE mantiene un notevole margine di manovra per contenere l'ampliamento degli spread dell'Eurozona in caso di stress finanziario. La prima risposta più probabile sarebbe un arresto della stretta quantitativa, che ridurrebbe l'emissione netta di titoli di Stato dell'Eurozona di circa 480 miliardi di euro all'anno, superando di gran lunga l'aumento attualmente discusso della spesa per la difesa finanziata dal debito (140 miliardi di euro all'anno, che aumenterebbe la spesa per la difesa in tutta l'UE dal 2,2% al 3% del PIL).

Mercato del lavoro USA: quanto può indebolirsi?

Il mercato del lavoro statunitense ha resistito bene nonostante i crescenti venti contrari dell'economia, tra cui un forte aumento dell'incertezza politica. L'aumento di 228.000 unità delle buste paga non agricole a marzo suggerisce che il mercato del lavoro statunitense rimane solido. Le buste paga private, escludendo l'istruzione e la sanità (la componente più ciclica del lavoro) hanno aperto la strada (Figura 9), in particolare nel settore dei servizi (in particolare il commercio al dettaglio e i trasporti e il magazzinaggio), anche se l'occupazione manifatturiera è aumentata a malapena. Il tasso di disoccupazione è aumentato solo marginalmente al 4,2%. Le buste paga totali del governo sono aumentate di +19.000 unità, un po' al di sotto della media recente. All'interno del governo, le buste paga del governo federale sono diminuite solo di -4.000 unità, nonostante la spinta guidata dal DOGE per licenziare i dipendenti federali. Questa resilienza riflette presumibilmente alcune delle resistenze legali contro il licenziamento dei dipendenti in prova. Gli annunci di tagli di posti di lavoro del Challenger per marzo e le richieste iniziali settimanali di disoccupazione fino alla fine di marzo confermano la resilienza del mercato del lavoro statunitense fino a poco tempo fa¹.

Figura 9: Ripartizione delle buste paga non agricole (posti di lavoro 000, mensili)



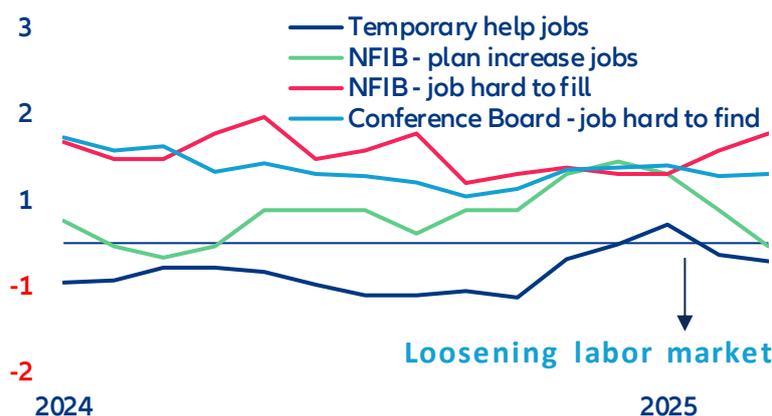
Fonti: LSGE Workspace, Allianz Research

¹ Gli annunci di taglio di posti di lavoro per il settore privato da parte del Challenger si sono ritirati a marzo. È aumentato notevolmente per il settore governativo, ma non si è tradotto in effettive perdite di posti di lavoro a causa della resistenza legale contro il licenziamento dei dipendenti in prova.

Gli indicatori prospettici suggeriscono che questa resilienza dovrebbe continuare nel 2° trimestre del 2025.

Esaminiamo quattro variabili per prevedere i risultati del mercato del lavoro per i prossimi tre mesi: l'indagine NFIB sulla quota di aziende che prevedono di aumentare l'occupazione e la quota che segnala difficoltà nel coprire una posizione lavorativa; l'indagine del Conference Board su quanto sia facile per le famiglie trovare un lavoro e la crescita dei lavori di aiuto temporaneo dall'indagine sulle retribuzioni non agricole (Figura 10). Storicamente, queste quattro variabili hanno avuto la tendenza a rilevare lo slancio del mercato del lavoro statunitense per i prossimi due mesi. Sebbene attualmente stiano inviando segnali contrastanti, nel complesso non indicano un deterioramento del mercato del lavoro nei prossimi due mesi. Per fare un confronto, nelle ultime due recessioni statunitensi (2020 e 2008²), esaminiamo tre dati fondamentali: la crescita dell'occupazione, il tasso di disoccupazione e il tasso di posti di lavoro vacanti (Figura 11). Per catturare lo slancio sottostante e tagliare il rumore, i dati sono espressi in variazione di 6m/6m % (occupazione) e di 6m/6m % pt (tasso di disoccupazione e tasso di posti di lavoro vacanti). Ciò che si può dedurre dalle due recessioni precedenti è che il tasso di posti di lavoro vacanti è peggiorato nella prima. Durante la recessione del 2008, anche quattro mesi dopo l'inizio della recessione, il tasso di disoccupazione e la crescita dell'occupazione non si sono deteriorati in modo marcato³.

Figura 10: Indicatori prospettici del mercato del lavoro statunitense (z-score)

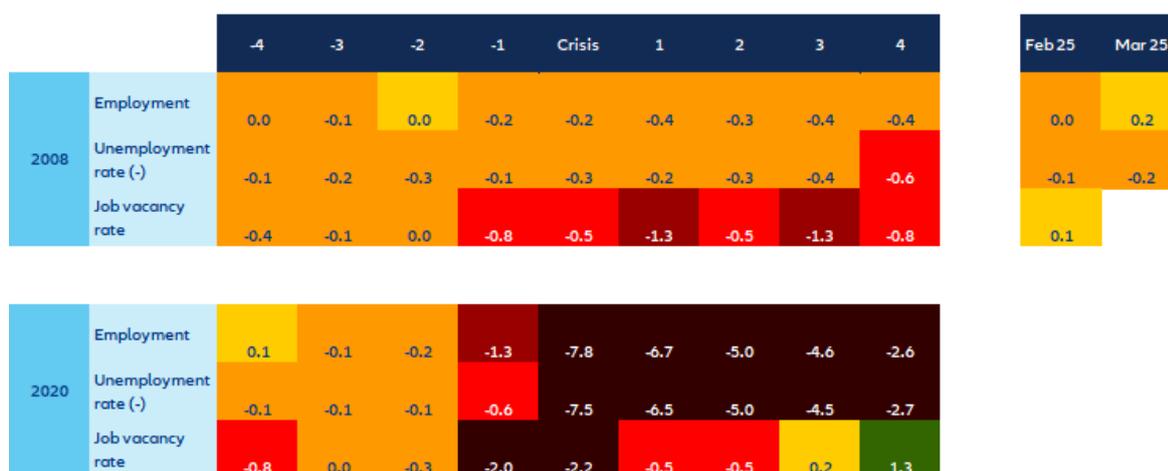


Fonti: LSGE Workspace, Allianz Research

² Stimiamo che la recessione del 2008 sia iniziata nel marzo 2008 piuttosto che nel dicembre 2007, come dichiarato dal NBER, perché prima del marzo 2008 la maggior parte dei dati sull'attività non indicava una recessione.

³ Esaminiamo tre variabili fondamentali: la crescita dell'occupazione, il tasso di disoccupazione e il tasso di posti di lavoro vacanti (Figura X3). Per cogliere lo slancio di fondo e tagliare il rumore, i dati sono espressi in variazione di 6m/6m % (occupazione) e di 6m/6m pp (tasso di disoccupazione e tasso di posti di lavoro vacanti).

Figura 11: Indicatori del mercato del lavoro nelle precedenti recessioni statunitensi (z-score)



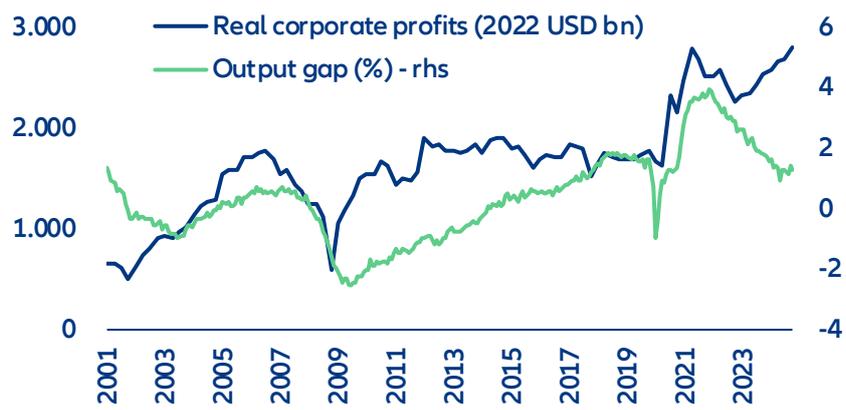
Fonti: LSGE Workspace, Allianz Research

Nota: la crescita dell'occupazione è espressa in % 6m/6m di variazione e il tasso di posti di lavoro vacanti/tasso di disoccupazione in 6m/6m pp.

Nonostante gli effetti inflazionistici dei forti aumenti dei dazi e l'incertezza politica persistentemente elevata, non ci aspettiamo licenziamenti di grandi dimensioni, poiché le aziende statunitensi stanno ancora godendosi solidi profitti e devono anche affrontare un'elevata carenza di manodopera. Ciononostante, ci aspettiamo che il tasso di disoccupazione aumenti, raggiungendo un picco del 5% entro il 1° trimestre del 2026. Oltre allo stato relativamente solido dei bilanci e del reddito delle famiglie statunitensi⁴, il limitato deterioramento del mercato del lavoro nei prossimi due mesi è un altro fattore di resilienza. In primo luogo, il livello di capacità inutilizzata nell'economia statunitense rimane molto limitato. In effetti, il nostro output gap interno – che è costruito sulla base di misure di indagine come l'utilizzo della capacità industriale o il tasso di quite – è ancora in territorio ampiamente positivo (Figura 12) e più elevato rispetto alle stime alternative dell'output gap. Ciò indica che le imprese sono più limitate dall'offerta di quanto si pensi convenzionalmente e, in questo contesto, più propense a trattenere i propri dipendenti. In particolare perché la rigida politica sull'immigrazione sta aumentando la scarsità di manodopera. In effetti, l'orario di lavoro per dipendente è diminuito costantemente dall'indomani della crisi del Covid-19, il che indica una strategia di adattamento degli orari piuttosto che dell'organico alle mutevoli circostanze economiche. In secondo luogo, gli utili societari (in termini corretti per l'inflazione) sono elevati (figura 12). Le società statunitensi, nel complesso, hanno riserve per navigare attraverso i dazi e probabilmente favoriranno profitti temporaneamente inferiori piuttosto che licenziamenti di massa. Nel frattempo, è improbabile che i licenziamenti federali guidati dal DOGE scuotano il mercato del lavoro. I licenziamenti di dipendenti non in prova in agenzie come il Dipartimento dell'Istruzione e l'USAID inizieranno a manifestarsi nei dati nei prossimi mesi. Nel solo mese di ottobre, il rapporto sull'occupazione probabilmente catturerà l'impatto di 75.000 dipendenti federali che hanno scelto le dimissioni differite. In totale, ci aspettiamo che l'occupazione federale diminuisca di quasi 200.000 unità quest'anno, oltre il 10% degli aumenti annuali dell'occupazione. Ma anche in uno scenario estremo in cui i dipendenti federali licenziati o che si dimettono non trovano un altro lavoro (ma rimangono nella forza lavoro), il tasso di disoccupazione aumenterebbe di appena +0,3 punti percentuali nel 2025.

⁴ Vedi [Allianz | Cosa guardare | 20 marzo 2025](#)

Figura 12: Output gap e utili reali delle imprese



Fonti: LSGE Workspace, 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.

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.