

Allianz Research | 05 Settembre 2025

La tristezza del ritorno a scuola in Francia, la BCE in attesa e nessuna pausa estiva per la guerra commerciale

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

Lluís Dalmau Tavoli
Economista Africa e Medio Oriente
lluis.dalmau@allianz-trade.com

Guillaume Dejean
Consulente Senior di Settore
guillaume.dejean@allianz-trade.com

Bjoern Griesbach
Responsabile della ricerca Macro e
dei mercati dei capitali
bjoern.griesbach@allianz.com

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

In sintesi

Francia: Blues per il ritorno a scuola *La rentrée* prende il via con un altro voto di fiducia l'8 settembre dopo lo stallo politico sul bilancio 2026. È improbabile che il governo del primo ministro Bayrou sopravviva, rendendo un bilancio annacquato (20 miliardi di euro contro i 44 miliardi di euro originari) il risultato più probabile entro la fine dell'anno, anche se la razionalizzazione delle agenzie pubbliche, un controllo più stretto della spesa sanitaria, minori trasferimenti ai governi locali e la riduzione o la rimozione delle scappatoie fiscali inefficienti dovrebbero rimanere. Lo spread OAT si stabilizzerebbe a circa 80-90 punti base, mentre il deficit di bilancio della Francia si stabilizzerebbe probabilmente a circa il -5% del PIL nel 2026, anche se il prossimo governo ricorresse a una legge speciale invece di approvare un bilancio formale. Lo scenario peggiore (15% di probabilità) sarebbe quello di nuove elezioni anticipate, che potrebbero colpire duramente la crescita in un contesto di condizioni di finanziamento più rigide (spread OAT a 100-110 pb) e mantenere il deficit intorno al -5,4% l'anno prossimo. Ma se gli spread francesi raggiungessero i 100-120 pb, la BCE probabilmente rallenterebbe o interromperebbe l'attuale ritmo di inasprimento quantitativo (QT) e un movimento verso i 120-150 pb potrebbe innescare il Transmission Protection Instrument (TPI), che riporterebbe gli spread nell'intervallo 80-90 pb.

BCE: Pausa più lunga La BCE dovrebbe mantenere invariati i tassi di riferimento al 2% nella prossima riunione dell'11 settembre. Alla luce del recente aumento dell'inflazione, dell'attenuarsi dell'incertezza sulla guerra commerciale e della chiusura della finestra di crescita alimentata dagli stimoli fiscali da parte della Germania, abbiamo ora rimosso i due ulteriori tagli dei tassi che erano stati programmati dopo il Labor Day. Sebbene permanga una giustificazione economica per un modesto allentamento aggiuntivo, la comunicazione della BCE è diventata marcatamente più aggressiva rispetto all'ultima riunione di politica monetaria: in assenza di uno shock di rilievo, l'attuale orientamento di politica monetaria rimarrà invariato. Ciononostante, l'Eurozona continua ad affrontare sfide crescenti, tra cui l'aumento dei costi di finanziamento a fronte di elevati disavanzi fiscali e la crescente fragilità politica ed economica nelle economie principali, in particolare Francia e Germania. In sostanza, stiamo rivedendo il nostro scenario di base, passando dall'anticipare un ulteriore allentamento monetario – con rischi orientati al rialzo – all'assenza di ulteriori tagli, con i rischi ora inclinati al ribasso. Il continuo aumento dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine probabilmente riaccenderà il dibattito sul ritmo della stretta quantitativa.

Nessuna pausa estiva per la guerra commerciale Le aziende hanno continuato a diversificare le catene di approvvigionamento, con il risultato che gli Stati Uniti importano meno dalla Cina (9% del totale a luglio 2025 rispetto al 14% nel 2024) e più dai mercati a tariffe più basse (Sud-est asiatico, India e Taiwan, insieme 24% a luglio 2025 rispetto al 17% nel 2024). Di conseguenza, nel mese di luglio, l'aliquota tariffaria effettiva riscossa è stata inferiore alle attese, pari al 10%. Ma

potrebbe raggiungere il 14% già a settembre, rispetto al 17% senza le strategie di mitigazione delle imprese, dato lo spazio limitato per un'ulteriore diversificazione della catena di approvvigionamento (senza importanti impegni di investimento) e le tariffe più elevate in vigore dopo gli accordi commerciali estivi. Inoltre, l'incertezza persiste in quanto diverse indagini settoriali della Sezione 232 devono essere concluse entro la fine dell'anno. L'aumento dei dazi di +25 punti percentuali su tutti i prodotti attualmente oggetto di indagine potrebbe aumentare ulteriormente l'aliquota tariffaria statunitense fino a +3 punti percentuali. Nel frattempo, se approvato, l'accordo UE-USA dovrebbe portare l'aliquota tariffaria statunitense sull'UE al 12% e potenzialmente aiutare l'UE a recuperare le quote di mercato statunitensi perse finora quest'anno (-2 punti percentuali), in particolare su aeromobili, parti e apparecchiature per semiconduttori. Ma alcune concessioni potrebbero ostacolare le ambizioni dell'UE in materia di appalti per la difesa, privacy dei dati, riduzione delle emissioni e approvvigionamento energetico.

Francia: Blues per il ritorno a scuola

La stagione del ritorno a scuola in Francia prende il via con l'ennesimo voto di fiducia. Il primo ministro Bayrou ha chiesto un voto di fiducia l'8 settembre per garantire l'approvazione del suo ambizioso piano di bilancio (pacchetto fiscale totale di 44 miliardi di euro, pari all'1,4% del PIL), volto a ridurre il disavanzo pubblico dal 5,8% nel 2024 al 4,6% nel 2026 (5,4% previsto dal governo per il 2025). Con quasi la metà di esso sotto forma di aumenti delle tasse, il bilancio di Bayrou ridurrebbe di -0,6 punti percentuali la crescita del PIL nel 2026, mentre probabilmente non raggiungerebbe il suo obiettivo fiscale a causa di (1) ipotesi ottimistiche sui risparmi sanitari e sulla riscossione delle tasse e (2) la mancanza di una strategia chiara e coerente di tagli strutturali alla spesa per raggiungere l'obiettivo di -2,8% del PIL entro il 2029.

La risposta del mercato riflette i rischi di bilancio a lungo termine piuttosto che l'incertezza politica a breve termine. A 80 pb, lo spread dei titoli di Stato a 10 anni rispetto alla Germania rimane al fair value e vicino alle nostre previsioni. In termini di livelli, ci troviamo all'estremità superiore dell'intervallo dall'annuncio delle elezioni anticipate nel giugno 2024. Più preoccupante è il livello assoluto dei rendimenti, che ora è il più alto dal 2009 nella parte molto lunga della curva dei rendimenti. La Francia è ora vista dai mercati come un emittente non core, più vicino all'Italia, e lo spread può aumentare ulteriormente a seconda degli sviluppi politici della prossima settimana. Diverse revisioni dei rating del credito sono in arrivo, tra cui Fitch (AA- con outlook negativo) il 12 settembre, Moody's (Aa3 stabile) il 24 ottobre e S&P (AA- con outlook negativo) il 28 novembre.

Figura 1: Proiezioni per i disavanzi di bilancio francesi e la crescita del PIL in diversi scenari

	Budget annacquato (50% di probabilità)	Governo provvisorio, Legge speciale (30% di probabilità)	Elezioni anticipate (15% di probabilità)	Vince Bayrou (5% di probabilità)
Disavanzo di bilancio (% del PIL)	5.0	5.1	5.4	4.9
Crescita del PIL	1.1	1.0	0.6	0.9

Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

In definitiva, è improbabile che il governo Bayrou ottenga il voto di fiducia, rendendo un bilancio annacquato il risultato più probabile entro la fine dell'anno, come previsto¹. In questo scenario di base, gli spread OAT sarebbero di 80-90 pb e il bilancio potrebbe essere ritardato fino all'inizio del 2026 a causa di difficili negoziati con i partiti politici. Ci aspettiamo un consolidamento fiscale dell'ordine di 20 miliardi di euro, ovvero circa la metà del piano fiscale di Bayrou. Il costo del pacchetto fiscale in termini di crescita nel 2026 sarebbe modesto. Oltre all'allentamento delle condizioni finanziarie sulla scia dell'allentamento dei mercati finanziari, la spesa privata non ne risentirebbe duramente. Il disavanzo di bilancio raggiungerebbe il 5% del PIL nel 2026, in calo rispetto al 5,5% di quest'anno. Il debito pubblico francese dovrebbe salire al 117% del PIL nel 2025 e al 119% nel 2026. Gli interessi passivi raggiungerebbero il 2,5% del PIL nel 2026 (77 miliardi di euro), dal 2,3% del 2025 (68 miliardi di euro). Ci aspetteremmo che il bilancio annacquato mantenga, almeno in parte, alcuni elementi del piano Bayrou, tra cui la razionalizzazione delle agenzie pubbliche, la razionalizzazione e un controllo più stretto della spesa sanitaria, la riduzione dei trasferimenti ai governi locali e la riduzione o l'eliminazione delle scappatoie fiscali inefficienti. Ma probabilmente escluderebbe il congelamento generalizzato delle prestazioni sociali, l'eliminazione di due giorni festivi e il congelamento degli scaglioni dell'imposta sul reddito delle persone fisiche.

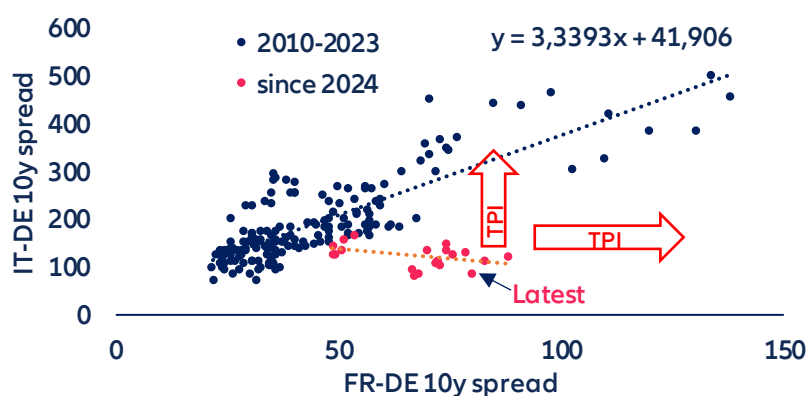
¹ [Cosa guardare: 18 luglio 2025](#)

In alternativa, il governo potrebbe optare per una legge speciale invece di una legge di bilancio (30% di probabilità), che farebbe salire gli spread OAT a 90-100 punti base. In questo scenario, anche se Bayrou non riuscisse a ottenere il voto di fiducia, il presidente Macron potrebbe chiedergli di rimanere in carica, a capo di un governo ad interim. Il perdurare dello stallo politico manterrebbe le condizioni finanziarie e gli spread OAT leggermente più stretti rispetto allo scenario di bilancio annacquato, ma i risultati macroeconomici e fiscali sarebbero in qualche modo simili. Stimiamo che affidarsi alla Legge Speciale realizzerebbe circa la metà del piano fiscale di Bayrou (20 miliardi di euro). Nel complesso, la crescita potrebbe essere leggermente inferiore (+1%) e il disavanzo leggermente superiore a -5,1% nel 2026. Tuttavia, questo scenario aumenterebbe la pressione sul presidente affinché chieda elezioni anticipate nel 2026.

Elezioni anticipate e una grave crisi politica spingerebbero gli spread OAT a 100-110 punti base, ma ciò sembra improbabile (15% di probabilità). In questo scenario, le lotte politiche interne aumenterebbero, aumentando la pressione sul presidente Macron affinché si dimetta. La crescita del PIL si ridurrebbe a +0,6% nel 2026 sulla scia dell'inasprimento delle condizioni finanziarie e della frammentazione politica. Sarebbe nominato un governo ad interim, probabilmente ricorrendo alla Legge Speciale (cioè 20 euro di consolidamento fiscale). Il disavanzo di bilancio rimarrebbe stabile (circa il 5,4% del PIL) a causa della bassa crescita che pesa sulla riscossione delle entrate. La vittoria di Bayrou sul voto di fiducia e l'approvazione del bilancio "così com'è" rimane il risultato meno probabile (5%).

Affinché la BCE possa attivare lo strumento di protezione della trasmissione, gli spread OAT devono essere molto più ampi. Qualunque cosa accada, è improbabile che la BCE attivi il suo Transmission Protection Instrument (TPI), che segnerebbe di fatto un ritorno al quantitative easing (QE). Isabel Schnabel, membro del consiglio direttivo della BCE, ha chiarito che il recente ampliamento degli spread francesi riflette un problema interno, con i mercati che giustamente scontano premi al rischio più elevati a causa del deterioramento dei fondamentali fiscali. Ciononostante, la cosiddetta "BCE put" rimane in vigore, limitando implicitamente i movimenti degli spread già oggi. Nel caso in cui dovessimo assistere a un forte contagio in altri paesi o a segnali di "dinamiche di mercato disordinate" – i criteri della BCE per l'attivazione del TPI – ci aspettiamo che la banca centrale non esiterebbe a intervenire. A nostro avviso, se gli spread francesi dovessero salire rapidamente nell'intervallo 100-120 pb, la BCE probabilmente rallenterebbe o interromperebbe l'attuale ritmo di inasprimento quantitativo (QT). Un movimento verso i 120-150 pb potrebbe innescare l'attivazione del TPI. Questo dovrebbe riportare gli spread nell'intervallo 80-90 pb.

Figura 2: Correlazione tra spread dei titoli di Stato italiani e francesi, pb



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

La crescita del PIL francese rimane lenta, ostacolata dalla debolezza della domanda interna ed esterna. Stimiamo che l'incertezza politica e l'inasprimento delle condizioni finanziarie (rispetto a uno

scenario di "nessuna dissoluzione") nell'ultimo anno abbiano ridotto di -0,2 punti percentuali la crescita e aggiunto 4 miliardi di euro al disavanzo fiscale a causa della crescita più debole e dell'aumento dei tassi di interesse. La guerra commerciale e l'aumento dei dazi statunitensi al 13% dall'1,3% precedente colpiranno le esportazioni francesi di 5 miliardi di euro (-0,2% del PIL). In prospettiva, stimiamo una crescita del PIL a +0,1% t/t nel 3° trimestre e a +0,2% t/t nel 4° trimestre 2025, trainata da una domanda interna modesta, con le famiglie che frenano i consumi di beni e risparmiano di più. Gli investimenti delle imprese si sono contratti per il quarto trimestre consecutivo nel 2° trimestre 2025, probabilmente influenzati dall'incertezza politica e dagli aumenti delle imposte sulle imprese, con i margini delle imprese che sono scesi di 1,4 punti percentuali al 31,4% del valore aggiunto lordo dal picco del 2024. Le nostre previsioni di crescita del PIL sono del +0,6% per il 2025 e del +1,1% per il 2026. Prevediamo una ripresa nel 2026, alimentata dalla riduzione dell'incertezza commerciale, da un rimbalzo economico tedesco, da una (debole) ripresa del settore edile e da una graduale normalizzazione dei tassi di risparmio delle famiglie. Ciononostante, i rischi per le prospettive del PIL per il 2026 sono orientati al ribasso a causa del persistere di stalli politici. Nel complesso, senza il consolidamento fiscale, la Francia avrebbe bisogno di crescere del +2,3-2,4% per stabilizzare il rapporto debito/PIL, una prospettiva remota.

BCE: Pause più lunghe

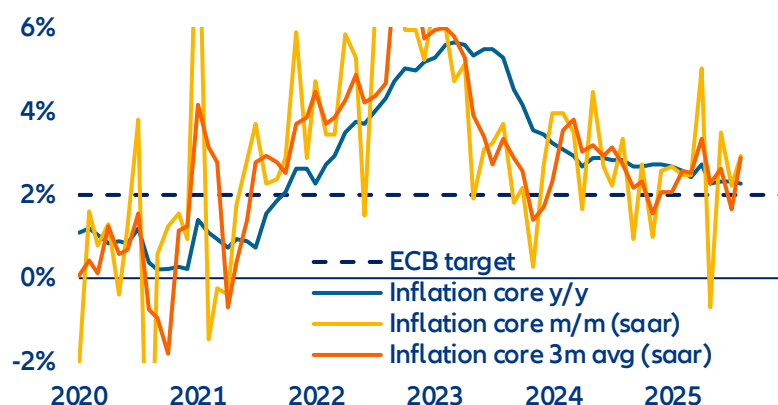
La BCE è destinata a rimanere in attesa più a lungo a causa delle voci da falco, nonostante i rischi al ribasso. La BCE manterrebbe invariato il tasso sui depositi al 2,0 per cento quando il Consiglio direttivo si riunirà l'11 settembre. Con il ritorno dell'inflazione, l'attenuarsi dell'incertezza derivante dalla guerra commerciale e il restringimento della finestra di crescita trainata dagli stimoli fiscali, in particolare dalla Germania, abbiamo eliminato i due ulteriori tagli dei tassi precedentemente previsti dopo il Labor Day. Mentre l'economia dell'Eurozona continua a operare al di sotto del potenziale – e una semplice regola di Taylor giustificerebbe comunque un ulteriore allentamento – la retorica della BCE si è notevolmente inasprita.

I responsabili politici ora sottolineano che l'attuale posizione è appropriata e dovrebbe rimanere invariata, in assenza di un grave shock. La presidente Lagarde ha dato il tono all'ultima conferenza stampa, spazzando via le preoccupazioni per il rafforzamento dell'euro e affermando che un temporaneo mancato raggiungimento dell'obiettivo di inflazione non è una ragione sufficiente per allentare ulteriormente. Ha anche osservato che gli effetti inflazionistici o deflazionistici della guerra commerciale rimangono poco chiari. Il membro del consiglio Isabel Schnabel ha fatto eco a questo messaggio, sottolineando che la posizione politica dovrebbe rimanere invariata a meno che non si verifichi uno shock significativo. È andata oltre, affermando che anche senza dazi di ritorsione da parte dell'Europa, la guerra commerciale è inflazionistica netta per l'Eurozona. Tuttavia, non tutti i funzionari sono d'accordo. Il governatore della banca centrale finlandese Olli Rehn ha avvertito che l'inflazione potrebbe tornare a scendere e che la BCE non dovrebbe escludere tagli dei tassi al di sotto del tasso neutrale, dati i rischi al ribasso derivanti dai dazi commerciali statunitensi. Queste opinioni divergenti sottolineano che il dibattito interno è tutt'altro che risolto, anche se i falchi hanno attualmente il sopravvento. Ciò diventa evidente anche quando si osservano i prezzi di mercato, con solo mezzo taglio scontato dai mercati fino alla metà del 2026 e nuovi aumenti nel 2027.

L'inflazione, i mercati del lavoro e l'accordo commerciale giustificano l'attuale orientamento politico. L'inflazione ha sorpreso al rialzo di recente, con l'inflazione complessiva che è salita al 2,1% a/a ad agosto (dal 2,0% di luglio) e l'inflazione core stabile al 2,3% a/a. Tuttavia, l'inflazione core sequenziale sta accelerando, con il tasso annualizzato a tre mesi al 2,9% (Figura 3). Le possibilità di ridurre significativamente l'inflazione in futuro sono diminuite. Nel frattempo, il mercato del lavoro rimane solido, con la disoccupazione al minimo storico del 6,2%. Tuttavia, i dati demografici giocano un ruolo in questo senso e il divario con il NAIRU è piccolo, suggerendo che il mercato del lavoro potrebbe non essere così ristretto come sembra. L'accordo commerciale USA-UE, concluso di recente,

ha comportato tariffe più elevate di quanto inizialmente previsto, ma rimane uno degli accordi più favorevoli a livello globale. È importante sottolineare che la risoluzione dell'incertezza sulla politica commerciale è positiva a breve termine. Inoltre, l'economia globale sembra resiliente al contesto di tariffe più elevate. Gli indici di sorpresa economica sono in territorio positivo, il che implica che i danni della guerra commerciale potrebbero essere stati sopravvalutati o restano da vedere. Ultimo ma non meno importante, il rilancio fiscale del 2026 in Germania dovrebbe sostenere la crescita in tutta l'Eurozona, chiudendo la finestra per ulteriori tagli dei tassi, anche se attualmente appropriati.

Figura 3: Inflazione di fondo dell'Eurozona, %



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Ma i rischi al rialzo per un tasso terminale del 2% sono bassi e i prezzi di mercato per i rialzi nel 2027 non sono plausibili. La stima della BCE per il tasso neutrale è compresa tra l'1,75% e il 2,25%, mentre il modello Holston-Laubach-Williams (HLW) lo colloca all'1,75%. Con un output gap attualmente negativo, sarebbe giustificato un orientamento di politica monetaria temporaneamente più accomodante (altri due tagli), come confermato dal nostro semplice modello della regola di Taylor (Figura 4). Da questo punto di vista, un tasso terminale del 2% ha più rischi al ribasso che al rialzo. Inoltre, se si guarda più lontano, la BCE storicamente non ha mai mantenuto i tassi al tasso neutrale stimato per un lungo periodo, sollevando dubbi sulla credibilità di un tasso neutrale del 2% o mettendo in discussione la previsione stessa (Figura 5). Da questo punto di vista, l'attuale prezzo di mercato di più di un rialzo dei tassi nel 2027 sembra altamente improbabile. Anche gli indicatori anticipatori meritano cautela. Gli aggregati monetari tornano a crescere, ma rimangono deboli. L'ultima indagine sul credito bancario ha evidenziato un aumento netto della domanda di prestiti alle imprese, ma è rimasta comunque al di sotto delle medie di lungo periodo. Lo stesso vale per il PMI composito, nonostante sia salito a 51,1 ad agosto, un massimo di 12 mesi. La fiducia dei consumatori e l'indicatore del clima economico della Commissione europea sono addirittura scesi di nuovo ad agosto e rimangono ben al di sotto delle norme storiche. Il nostro indicatore Z-score mediano anticipatore combinato si attesta a -0,4, un valore migliore rispetto a un anno fa, ma ancora lontano da un livello robusto che indicherebbe la crescita superiore al potenziale necessaria per colmare l'output gap negativo.

Figura 4: Tassi di riferimento della BCE, output gap e regola di Taylor, %

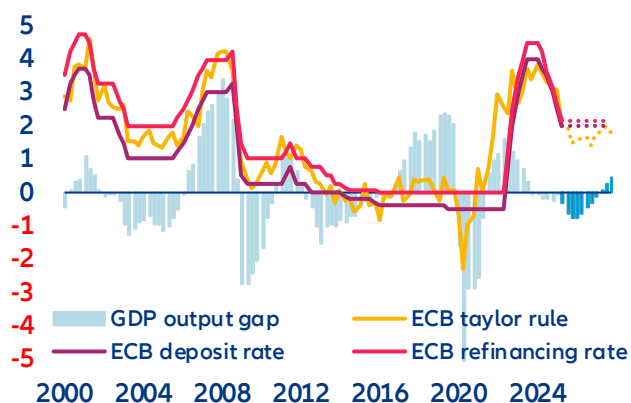
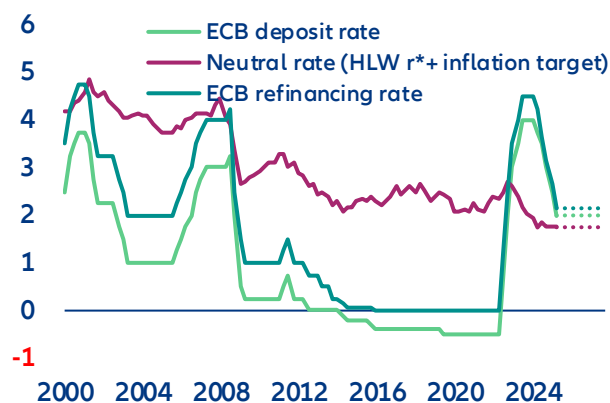


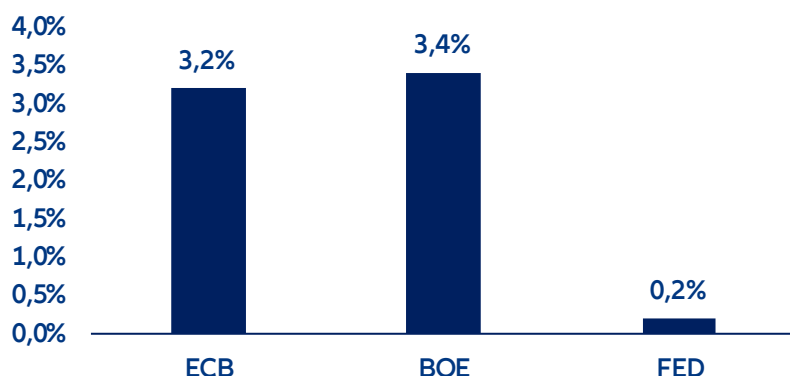
Figura 5: Tassi di riferimento della BCE rispetto al tasso neutrale Holsten-Laubach-Williams, %



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research Fonti: LSEG Datastream, FED New York, Allianz Research

I mercati finanziari aggiungono un ulteriore livellodi di rischio al ribasso, con il QT che torna al centro dell'attenzione. I rendimenti a lungo termine sono in aumento, con i rendimenti tedeschi a 30 anni che sono saliti oltre il 3,4% a settembre, segnando un massimo decennale, nonostante un anno di tagli dei tassi da parte della BCE. La Francia ha visto mosse simili. Sebbene i fattori globali svolgano un ruolo importante (ad esempio, l'aumento dei rendimenti a lungo termine negli Stati Uniti e il ribilanciamento dei fondi pensione olandesi), il ritmo aggressivo della stretta quantitativa (QT) della BCE è un fattore chiave. Attualmente, la BCE sta riducendo le sue disponibilità in titoli di Stato di circa 40 miliardi di euro al mese (3,2% del PIL dell'Eurozona), rispetto ai soli 5 miliardi di dollari al mese (0,2% del PIL) per la Fed (Figura 6). Questo rapido deflusso delle consistenze in obbligazioni sovrane rischia di provocare reazioni disordinate del mercato se i rendimenti a lungo termine continueranno a salire o se le preoccupazioni fiscali si intensificheranno. Il nostro modello di fair value suggerisce che un full stop al QT potrebbe ridurre i rendimenti a lungo termine di circa 20 pb, un'opzione che la BCE potrebbe dover prendere in considerazione in caso di peggioramento delle condizioni di mercato. Ultimo ma non meno importante, e inutile dirlo, se la Fed tagliasse più del previsto, date le pressioni politiche della Casa Bianca, la BCE potrebbe essere costretta ad aderire poiché l'euro salirebbe sicuramente a livelli ancora più alti. Livelli EUR/USD significativamente superiori a 1,20 inizierebbero certamente a essere problematici per la BCE.

Figura 6: Ritmo attuale della stretta quantitativa (solo titoli di Stato) in % del PIL



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Nota: da aprile 2025 la Fed ha limitato l'inasprimento quantitativo dei Treasury statunitensi a 5 miliardi di dollari al mese. Ciò si confronta con i circa 40 miliardi di euro al mese della BCE in media da gennaio 2025 e gli 8 miliardi di sterline al mese della BoE.

In conclusione: la BCE manterrà il tasso sui depositi stabile al 2,0% più a lungo e continuerà il QT al ritmo attuale, ma i rischi al ribasso dominano. Gli indicatori anticipatori suggeriscono una crescita lenta in vista e il tempo dirà se la guerra commerciale si rivelerà inflazionistica o deflazionistica per l'Eurozona. Le preoccupazioni fiscali e il rapido QT hanno esercitato un'ulteriore pressione sui mercati obbligazionari. Ma per il momento la BCE sembra disposta a tollerare una crescita modesta e costi di finanziamento reali elevati per mantenere la sua credibilità nella lotta all'inflazione e mantenere un cuscinetto nel caso in cui le condizioni dovessero deteriorarsi ulteriormente.

Nessuna pausa estiva per la guerra commerciale

Le politiche commerciali statunitensi si sono ulteriormente evolute durante l'estate, aumentando in teoria i dazi globali sulle importazioni statunitensi dal 13% di luglio al 17% di settembre. Dopo una raffica di notizie sui dazi a luglio, tra cui diversi accordi e l'adeguamento degli aumenti tariffari "reciproci", ²lo slancio è continuato ad agosto. Sono stati resi noti i dettagli dell'accordo UE-USA, che probabilmente fisserà l'aliquota tariffaria statunitense sulle importazioni dall'UE al 12% (rispetto all'1% alla fine del 2024 – cfr. figura 7). Ulteriori dazi sono stati imposti all'India, portando l'aliquota tariffaria statunitense sull'India al 32% (dall'11% di giugno e dal 2% alla fine del 2024). Inoltre, le tariffe su acciaio e alluminio sono state estese ad altri prodotti e l'esenzione de minimis è stata completamente revocata. Sul lato positivo, la tregua parziale con la Cina è stata prorogata di altri 90 giorni, fino al 10 novembre.

² Vedi [qui](#), [qui](#) e [qui](#) per maggiori dettagli.

Figura 7: Aliquota dei dazi all'importazione stimata dagli Stati Uniti per paese

	US imports		US tariff rate								Maximum export losses in the baseline scenario	
	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%	As of 1 September ***	Adding threat of 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%	8%	-1	-0.1%
Australia	17	1%	0.1%	2%	10%	10%	12%	12%	14%	10%	-2	-0.1%
Bangladesh	9	0%	15.1%	15%	25%	25%	25%	35%	35%	35%	-1	-0.2%
Brazil	44	1%	1.0%	4%	11%	11%	14%	32%	32%	26%	-7	-0.4%
Cambodia	13	0%	6.5%	7%	15%	15%	15%	23%	28%	23%	-1	-4.1%
Canada	422	13%	0.1%	10%	10%	10%	12%	15%	16%	10%	-41	-1.8%
Chile	17	1%	0.0%	0%	6%	6%	6%	7%	7%	5%	-1	-0.2%
China	463	14%	13.0%	33%	103%	39%	39%	40%	40%	40%	-96	-0.5%
Colombia	18	1%	0.2%	5%	13%	13%	14%	14%	15%	12%	-2	-0.6%
Ecuador	9	0%	0.4%	1%	6%	6%	6%	10%	10%	8%	-1	-0.5%
EU	618	18%	1.3%	4%	9%	9%	10%	13%	17%	12%	-52	-0.3%
Hong Kong	6	0%	1.4%	1%	94%	9%	9%	9%	9%	9%	-1	-0.1%
India	91	3%	2.4%	4%	10%	10%	11%	32%	36%	28%	-13	-0.3%
Indonesia	30	1%	4.6%	5%	13%	13%	14%	24%	25%	24%	-4	-0.2%
Japan	152	5%	1.5%	10%	14%	14%	15%	13%	15%	13%	-16	-0.3%
Kenya	1	0%	0.3%	0%	8%	8%	9%	9%	13%	7%	0	0.0%
Malaysia	54	2%	0.7%	1%	5%	5%	6%	13%	20%	13%	-4	-0.8%
Mexico	510	15%	0.3%	4%	4%	4%	4%	5%	5%	5%	-19	-1.4%
New Zealand	6	0%	1.1%	1%	10%	10%	11%	15%	15%	12%	-1	-0.2%
Norway	7	0%	0.6%	1%	6%	6%	7%	9%	11%	8%	0	-0.1%
Pakistan	5	0%	9.7%	10%	20%	20%	20%	29%	29%	24%	-1	-0.2%
Philippines	15	0%	1.5%	2%	7%	7%	7%	13%	16%	13%	-1	-0.2%
Saudi Arabia	13	0%	0.3%	1%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	0	0.0%
Singapore	44	1%	0.1%	0%	5%	5%	5%	10%	16%	7%	-2	-0.5%
South Africa	15	0%	0.4%	4%	9%	9%	11%	21%	21%	21%	-2	-0.5%
South Korea	135	4%	0.2%	8%	13%	13%	14%	16%	17%	16%	-17	-0.8%
Switzerland	64	2%	0.7%	1%	7%	7%	8%	25%	32%	19%	-7	-0.7%
Taiwan	119	4%	1.2%	2%	5%	5%	6%	9%	12%	8%	-6	-0.7%
Thailand	66	2%	1.4%	2%	8%	8%	9%	17%	20%	17%	-6	-1.0%
Türkiye	18	1%	3.5%	5%	13%	13%	15%	19%	19%	16%	-2	-0.2%
UAE	8	0%	2.4%	8%	13%	13%	21%	21%	21%	20%	-1	-0.3%
UK	69	2%	0.9%	4%	9%	6%	7%	7%	10%	7%	-4	-0.1%
Vietnam	142	4%	4.1%	4%	11%	11%	11%	22%	24%	22%	-15	-3.1%
Global	3359	100%	2.5%	9%	21%	12%	13%	17%	18%	14%	-325	-0.3%

* Before "Liberation Day": accounts for tariff hikes on US imports from China, Canada and Mexico, as well as US imports of steel, aluminum, autos and auto parts

** After "Liberation Day" and related decisions: tariff changes in the first half of April (+10pps basic hike on all countries, higher on China, with sectoral exclusions)

*** As of 1 September: accounts for decisions in July (deals, adjusted "reciprocal" tariffs, country-specific executive orders, higher tariffs on copper)

**** Adding threat of pharma and semiconductors at 25%. Except for the EU, where the tariff will be capped at 15%

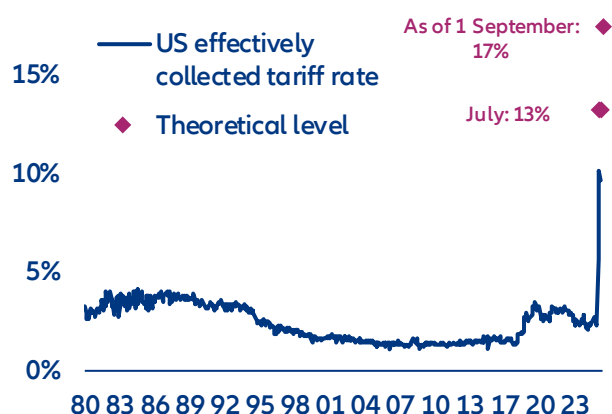
Fonti: varie, Allianz Research

L'aliquota tariffaria effettivamente riscossa si è rivelata inferiore a luglio al 10% (rispetto al 13% previsto), ma è probabile che aumenti in futuro. La nostra linea di base del 14% sembra plausibile.

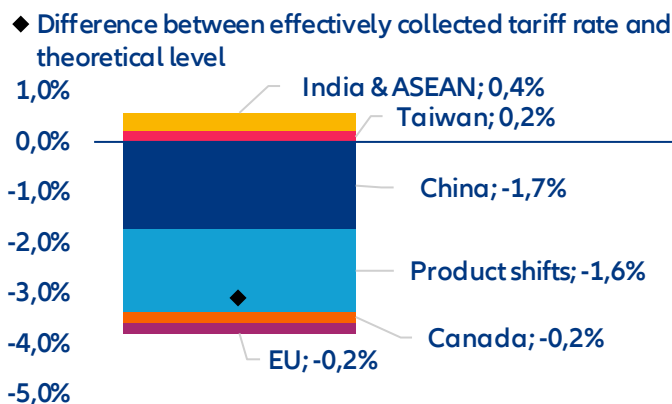
La differenza si spiega con un cambiamento nella struttura delle importazioni statunitensi, sia in termini di paese di origine che di prodotti. Sebbene le nostre stime sui dazi effettivi globali si basino sulla struttura delle importazioni statunitensi per il 2024, negli ultimi mesi sono già stati osservati cambiamenti. In particolare, la quota delle importazioni statunitensi provenienti dalla Cina è scesa dal 14% nel 2024 al 9% nel luglio 2025, il che significa che il contributo della Cina alla riscossione dei dazi è in realtà inferiore al previsto (di -2,5 punti percentuali, cfr. figura 8.b). Al contrario, la quota di importazioni statunitensi provenienti da altri Paesi che devono far fronte a tariffe più basse – in particolare India, Paesi ASEAN, Taiwan e Messico – è passata dal 32% nel 2024 al 41% nel giugno 2025. Oltre a ciò, è probabile che anche un peso maggiore per le importazioni di prodotti a dazio inferiore o esente da dazi contribuisca all'aliquota tariffaria riscossa inferiore a quella calcolata. Con un margine probabilmente limitato per un'ulteriore diversificazione della catena di approvvigionamento (in assenza di importanti impegni di investimento) e l'aumento dei dazi in vigore dall'estate, stimiamo che il tasso tariffario effettivo negli Stati Uniti potrebbe raggiungere il 14% già a settembre, rispetto al 17% senza le strategie di mitigazione delle imprese. Altri prodotti potrebbero anche essere a rischio poiché diverse indagini della Sezione 232 sono ancora in corso.

Figura 8: Tassi tariffari effettivi raccolti negli Stati Uniti rispetto ai tassi tariffari teorici

(a) Aliquota dei dazi all'importazione degli Stati Uniti (%)



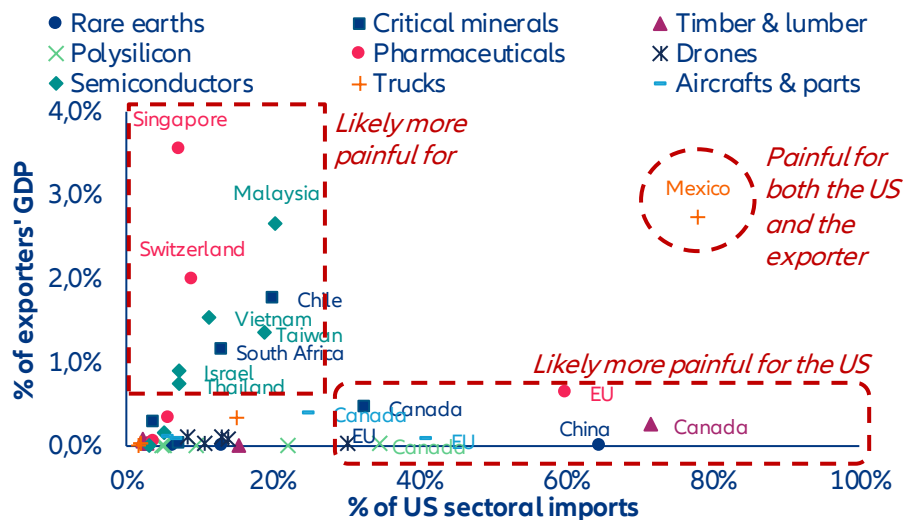
(b) Differenza tra tariffe effettivamente riscosse e tariffe teoriche, ripartizione



Fonti: US Census Bureau, US Bureau of the Fiscal Service, Allianz Research

L'aumento dei dazi di +25 punti percentuali su tutti i prodotti attualmente oggetto di indagini della Sezione 232 potrebbe aumentare il tasso di dazi all'importazione globale degli Stati Uniti fino a +3 punti percentuali. Ma farlo su minerali critici e terre rare, prodotti farmaceutici, aerei e parti sarà probabilmente troppo doloroso per gli Stati Uniti. Le indagini della Sezione 232 sui prodotti farmaceutici, sui semiconduttori e sul legname e il legname si concluderanno entro la fine del 2025. Altre indagini su minerali critici e terre rare, camion, aerei commerciali e parti, droni e parti polisilicio potrebbero richiedere fino al primo trimestre del 2026. Dopo aver ricevuto i risultati delle indagini, il presidente Trump ha 90 giorni di tempo per decidere come darvi seguito, ad esempio aumentando le tariffe o avviando negoziati con i partner commerciali. Stimiamo che gli aumenti dei dazi di +25 punti percentuali su tutti questi settori (tenendo conto del limite del 15 % per l'UE, come parte dell'accordo (si veda di seguito) potrebbero aumentare il tasso di dazi globali sulle importazioni degli Stati Uniti fino a +3 punti percentuali. Tuttavia, la forte dipendenza degli Stati Uniti da alcuni fornitori suggerisce che gli aumenti delle tariffe potrebbero essere troppo dolorosi da attuare. In particolare, gli Stati Uniti importano più di un terzo di alcuni prodotti da un singolo paese o area: il 72% del legname dal Canada, il 65% delle terre rare dalla Cina, il 60% dei prodotti farmaceutici dall'UE, il 49% degli aeromobili e delle parti dall'UE, il 36% degli aeromobili e delle parti dal Canada, il 35% del polisilicio dal Canada e il 33% dei minerali critici dalla Cina (vedi Figura 9). Poiché queste spedizioni rappresentano rispettivamente meno di circa mezzo punto percentuale del PIL dell'esportatore, l'onere di potenziali aumenti tariffari potrebbe finire per essere sostenuto maggiormente dagli Stati Uniti.

Figura 9 - Settori e beni attualmente oggetto di inchieste ai sensi della Sezione 232, principali esportatori verso gli Stati Uniti

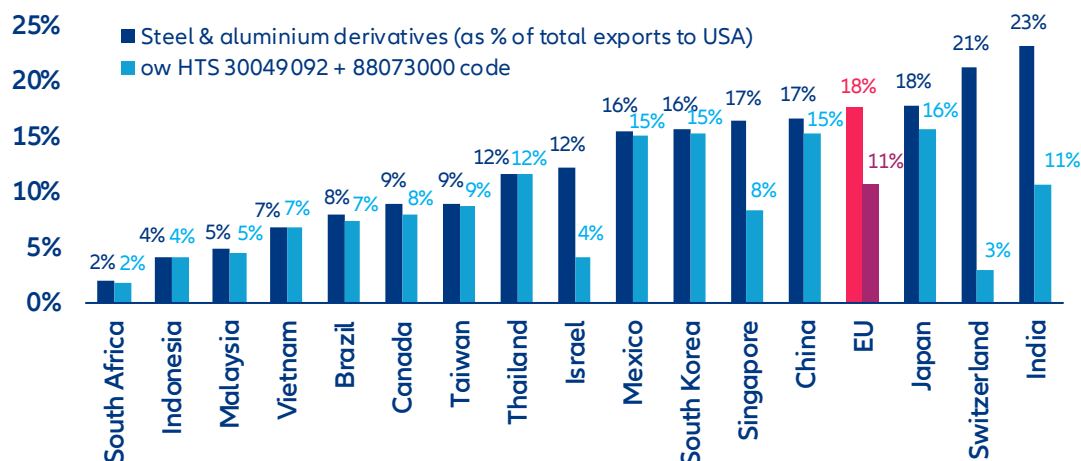


Fonti: UNCTAD, FMI, Casa Bianca degli Stati Uniti, Allianz Research

Le tariffe della Sezione 232 sui prodotti derivati dall'acciaio e dall'alluminio sono l'elefante nella stanza. I dazi della Sezione 232 su acciaio e alluminio (50% o +50 punti percentuali, a seconda delle merci) sono stati estesi a ulteriori prodotti derivati a giugno e agosto, che rappresentano una quantità significativa di importazioni: 430 miliardi di dollari, pari al 13% delle importazioni totali degli Stati Uniti. L'esatta applicabilità di questi aumenti tariffari resta da chiarire, poiché i documenti ufficiali suggeriscono che dovrebbero applicarsi solo al contenuto di acciaio e alluminio dei prodotti derivati, segnalato dagli esportatori alle dogane statunitensi. Per alcuni prodotti, la loro inclusione nell'elenco è dovuta solo al fatto che la loro confezione contiene acciaio o alluminio. Tuttavia, in teoria, gli esportatori più esposti a questi dazi aggiuntivi sarebbero l'India (23% delle esportazioni verso gli Stati Uniti), la Svizzera (21%), il Giappone (18%), l'UE (18%), la³ Cina (17%), Singapore (17%), la Corea del Sud (16%) e il Messico (16%) (cfr. figura 10). Inoltre, in questa fase non è del tutto chiaro cosa prevarrà tra queste tariffe più elevate sui prodotti derivati dall'acciaio e dall'alluminio e gli accordi negoziati di recente. Nel caso dell'UE, ad esempio, i settori farmaceutico e aeronautico dovrebbero essere esclusi dal campo di applicazione. Eliminando due prodotti derivati dall'acciaio e dall'alluminio che sono effettivamente classificati nei settori farmaceutico e aeronautico, il rapporto delle esportazioni esposte per l'UE scende all'11% (11% anche per l'India e 3% per la Svizzera – vedi Figura 10). In questo contesto, il rispetto dell'accordo UE-USA è fondamentale per evitare di subire ulteriori aumenti tariffari pesanti e dannosi. Nel frattempo, la dichiarazione congiunta specifica che l'Europa intende continuare a negoziare con i funzionari statunitensi per ottenere ulteriori adeguamenti sui dazi sui derivati dell'acciaio e dell'alluminio. Data l'ampia portata di questa tariffa per quanto riguarda il valore totale delle merci interessate, i termini dell'accordo UE-USA saranno esaminati da altri importanti partner commerciali degli Stati Uniti.

³ Ovvero circa 105 miliardi di dollari, con Germania, Francia, Italia e Irlanda le più esposte in valore, ma Slovenia, Ungheria, Croazia e Danimarca le più esposte in termini relativi.

Figura 10: Importazioni statunitensi di prodotti derivati dall'acciaio e dall'alluminio soggetti a dazi superiori al 50%, per i principali paesi

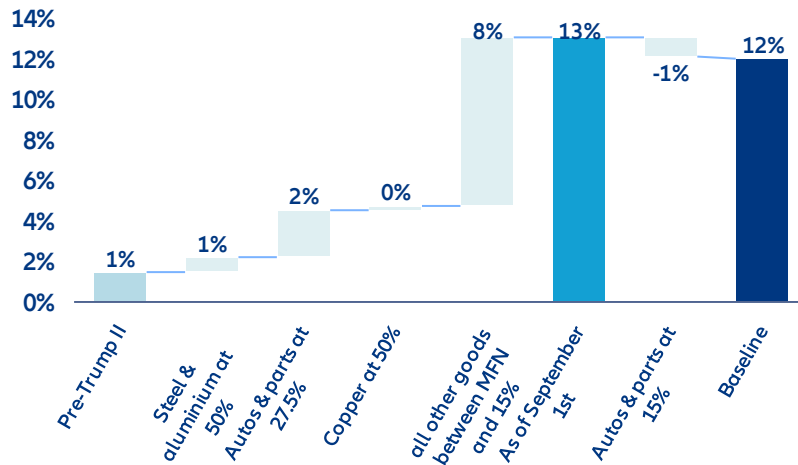


Nota: HTS 30049092 = Medicamenti nesoï, sotto forma di dosaggio e condizionati per la vendita al minuto / HTS 88073000 = Parti di aeromobili delle voci 8801, 8802, 8806, per aeroplani, elicotteri, aeromobili senza equipaggio, eliche/rotori/carrelli o/t, nesoï.

Fonti: Global Trade Alert, Allianz Research

L'aliquota tariffaria statunitense sulle importazioni dall'UE è ora del 13% (rispetto al 10% di giugno e all'1% del 2024) e dovrebbe scendere al 12% una volta che i dazi sulle auto dell'UE saranno ridotti, il che a sua volta è subordinato all'eliminazione dei dazi sui beni industriali statunitensi da parte dell'UE e alla fornitura di un accesso preferenziale al mercato di un'ampia gamma di prodotti agricoli e ittici. Il Parlamento europeo deve ancora approvare l'accordo, anche se il partito socialista di centro-sinistra, il secondo più grande a Strasburgo, e i Verdi hanno già espresso preoccupazioni. L'accordo riguarda settori chiave al centro delle relazioni commerciali tra Stati Uniti e UE, tra cui automobili, prodotti farmaceutici e semiconduttori. L'industria automobilistica, in particolare, vedrà i dazi ridotti dal 27,5% – l'aliquota applicata alla maggior parte dei paesi – al 15%, a condizione che l'UE rimuova i dazi sui beni industriali statunitensi. Le case automobilistiche europee hanno accolto l'accordo con sollievo poiché l'incertezza economica e i nuovi dazi nella prima metà del 2025 avevano già ridotto le esportazioni di auto europee: le esportazioni di auto tedesche negli Stati Uniti sono diminuite del -7% a/a nel primo semestre del 2025. Tuttavia, anche con la riduzione al 15%, le tariffe rimangono significativamente più alte rispetto al tasso pre-2024 del 2,5%, rappresentando una perdita sostanziale per le case automobilistiche. L'accordo UE-USA affronta in modo proattivo anche i prodotti farmaceutici, i semiconduttori e il legname, ma le indagini della Sezione 232 sono in corso per questi settori e potrebbero ancora essere imposte nuove tariffe dalla Casa Bianca. In base all'accordo, gli Stati Uniti hanno accettato di aumentare le tariffe dell'UE su questi settori al 15% solo se le indagini della Sezione 232 porteranno a tariffe superiori a tale livello per il resto del mondo. Nel complesso, l'aliquota tariffaria media dell'UE aumenterà temporaneamente al 13%, prima di scendere al 12% con il calo delle esportazioni di auto (cfr. figura 11) e in attesa di eventuali nuovi aumenti tariffari ai sensi della Sezione 232. In particolare, l'accordo UE-USA non affronta i dazi esistenti su acciaio e alluminio attualmente al 50%.

Grafico 11: aliquota tariffaria effettiva degli Stati Uniti sulle importazioni dell'UE

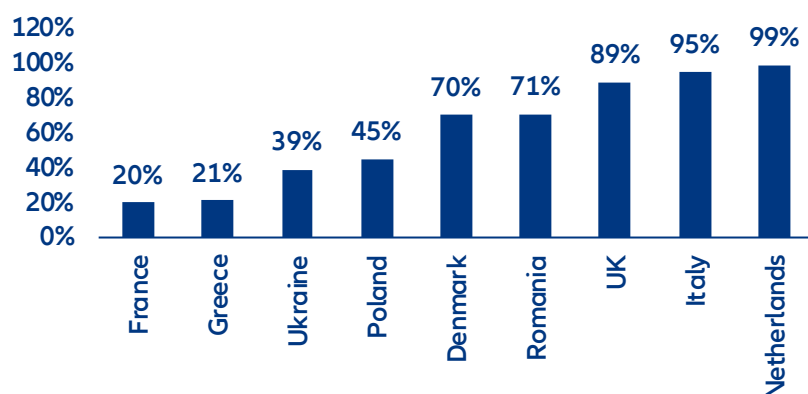


Fonti: Allianz Research

In particolare, l'accordo apre un accesso preferenziale al mercato di diversi prodotti agricoli e ittici che in precedenza erano esclusi dai produttori statunitensi. Nell'elenco sono inclusi frutta a guscio, latticini, frutta e verdura fresca e trasformata, alimenti trasformati, semi di piantagione, olio di soia e carne di maiale e bisonte. Inoltre, entrambe le parti hanno concordato di semplificare le misure sanitarie e fitosanitarie e le misure tecniche per il commercio, anche se ciò potrebbe richiedere anni per essere raggiunto e non si prevede che fornisca sollievo ai produttori statunitensi a breve termine. Si tratta di una vittoria significativa per l'industria lattiero-casearia statunitense, un elettorato chiave di Donald Trump, che fino ad ora ha dovuto affrontare grossi ostacoli per accedere al mercato dell'UE: nel 2024 ha esportato 167 milioni di dollari nell'UE, mentre l'UE ha esportato 2,8 miliardi di dollari negli Stati Uniti in prodotti lattiero-caseari.

Tuttavia, diverse potenziali concessioni potrebbero ostacolare le ambizioni dell'UE in materia di appalti per la difesa e privacy dei dati. L'UE ha impegnato investimenti privati per un valore di 600 miliardi di dollari (pari al 3,3% del PIL dell'UE nel 2024) in settori strategici, tra cui attrezzature e armi militari, entro il 2028, anche se ciò contraddice l'attuale ambizione dell'UE di aumentare le capacità di difesa interna e ridurre le dipendenze esterne per l'approvvigionamento di armi. Con gli Stati Uniti che sono di gran lunga il principale fornitore dell'UE e rappresentano circa i due terzi delle importazioni di armi dell'UE nel periodo 2020-2024 (secondo le statistiche SIPRI, si veda la Figura 12 per la ripartizione dei paesi), l'UE dovrebbe sembrare piuttosto incline a ridurre l'esposizione agli Stati Uniti e a favorire una maggiore produzione locale. In secondo luogo, l'UE si è impegnata ad acquistare almeno 40 miliardi di dollari di chip avanzati per sostenere lo sviluppo della sua infrastruttura di data center. Sembra un numero particolarmente elevato, considerando che negli ultimi anni l'UE ha importato tra i 5 e i 7 miliardi di dollari di semiconduttori dagli Stati Uniti all'anno. Sebbene rileviamo benefici positivi diretti per l'UE, in quanto garantirebbe entrate alle imprese europee specializzate in apparecchiature per la stampa di chip e consentirebbe all'UE di partecipare al treno dell'IA che dovrebbe guidare la futura crescita economica, tali benefici comporteranno effetti collaterali e una maggiore dipendenza delle imprese europee dall'infrastruttura di IA avanzata e dai servizi cloud statunitensi. In assenza di sufficienti alternative locali avanzate. Sebbene l'accordo non faccia alcun riferimento a un trattamento specifico per le aziende statunitensi per quanto riguarda l'applicazione del quadro normativo europeo incentrato sul digitale (DSA, DMA & AI Act), una maggiore dipendenza dagli Stati Uniti nei servizi digitali e nella tecnologia AI potrebbe comportare pressioni politiche per rallentare la regolamentazione per le aziende statunitensi.

Figura 12: Quota delle importazioni statunitensi di armi tra i principali importatori europei di armi (periodo 2019-2023)



Fonti: SIPRI, Allianz Research

L'accordo solleva anche preoccupazioni per la riduzione delle emissioni e l'approvvigionamento di energia. La piena attuazione del meccanismo di adeguamento del carbonio alle frontiere (CBAM), prevista per l'inizio del 2026, sarà fondamentale per raggiungere l'obiettivo dell'UE di raggiungere la neutralità carbonica entro il 2050. Ma l'accordo commerciale apre la porta a una certa "flessibilità" per le PMI statunitensi, che appare come una chiara minaccia al progetto di creare un mercato del carbonio. Se si facessero concessioni sulle importazioni statunitensi – cosa che non sembra essere il caso in questa fase – altre nazioni straniere potrebbero incolpare l'UE di concorrenza sleale e chiedere un trattamento equo in termini di regole sulle emissioni di carbonio. Infine, l'approvvigionamento energetico dell'UE dagli Stati Uniti è destinato ad aumentare, ma triplicare le importazioni sembra irrealistico. In base all'accordo, l'UE ha accettato di aumentare l'approvvigionamento di prodotti energetici di 750 miliardi di dollari fino al 2028, pari al 4,3% del PIL dell'UE. Si tratterebbe di un aumento sostanziale se si considera che nel 2023 (anno record delle importazioni di energia degli Stati Uniti nel blocco a seguito della guerra in Ucraina), l'UE ha acquistato 93 miliardi di dollari di prodotti energetici (il 43% dei quali era GNL). L'aumento delle importazioni annuali di energia degli Stati Uniti di 250 miliardi di dollari all'anno tra il 2026 e il 2028 porterebbe la quota delle importazioni di energia dagli Stati Uniti al 55% dall'attuale 18%. Tuttavia, ci sono diversi motivi per cui questa cifra è irraggiungibile. In primo luogo, l'UE non acquista energia, ma gli Stati membri. L'UE non può costringere gli Stati membri o le aziende ad acquistare dagli Stati Uniti, allo stesso modo in cui gli Stati Uniti non impongono alle loro aziende di vendere all'UE. In secondo luogo, l'approvvigionamento energetico degli Stati Uniti non può aumentare le esportazioni verso l'UE senza lasciare a mani vuote gli altri clienti esistenti. Si prevede che la produzione petrolifera degli Stati Uniti diminuirà nei prossimi anni e l'amministrazione Trump ha già promesso milioni di barili ad altri partner. Si prevede che nei prossimi anni negli Stati Uniti entrerà in funzione una maggiore capacità di GNL, che potrebbe effettivamente essere esportata in Europa. Tuttavia, le nuove forniture dovranno anche affrontare contratti di lunga durata firmati dagli Stati membri dell'UE, che impediranno agli acquirenti di passare al nuovo gas GNL statunitense. Il percorso più chiaro per aumentare gli acquisti di energia negli Stati Uniti del blocco deriva dall'eliminazione completa delle importazioni di energia dalla Russia, che creerebbe un divario di approvvigionamento di circa 25 miliardi di metri cubi di GNL e che potrebbe benissimo corrispondere alla nuova offerta statunitense. Quindi, questa parte dell'accordo dovrebbe probabilmente essere intesa più come un impegno che come un impegno.

Nel frattempo, ci sono anche segnali che l'UE sta cercando di diversificare gli Stati Uniti, con l'intensificarsi dei negoziati sull'accordo di libero scambio. Dopo due decenni di negoziati, l'accordo di libero scambio tra il MERCOSUR e l'UE, che la Commissione europea mira a finalizzare entro dicembre 2025, è ora in fase di approvazione finale tra gli Stati membri dell'UE per quanto riguarda le garanzie per gli agricoltori e i produttori agricoli, prima di passare al Parlamento europeo. L'accordo

di libero scambio India-UE, attualmente in fase di negoziazione, dovrebbe essere formalizzato entro la fine dell'anno. Se entrambi gli accordi di libero scambio saranno firmati entro la fine dell'anno, i proventi delle esportazioni dell'UE potrebbero superare i 10 miliardi di dollari una volta attuati. Negli ultimi mesi, diversi Stati membri dell'UE hanno proposto di avviare negoziati per aderire all'Accordo globale e progressivo per il partenariato transpacifico (CPTPP), composto da 12 membri, che comprende principalmente i paesi del Pacifico ma anche il Regno Unito (che ha aderito nel 2024). Ad eccezione dell'Australia e della Malesia – con i quali sono in corso negoziati per un accordo di libero scambio – e del Brunei, l'UE ha già firmato accordi di libero scambio con il resto degli Stati membri del CPTPP. Un accordo di libero scambio CPTP-UE aumenterebbe i proventi delle esportazioni di almeno 3,5 miliardi di dollari all'anno, senza considerare nuovi potenziali accordi non tariffari, sostenendo lo spostamento dell'UE verso il continente asiatico. Continuano altri negoziati con una posta in gioco alta per Bruxelles, anche con Indonesia, Filippine ed Emirati Arabi Uniti.

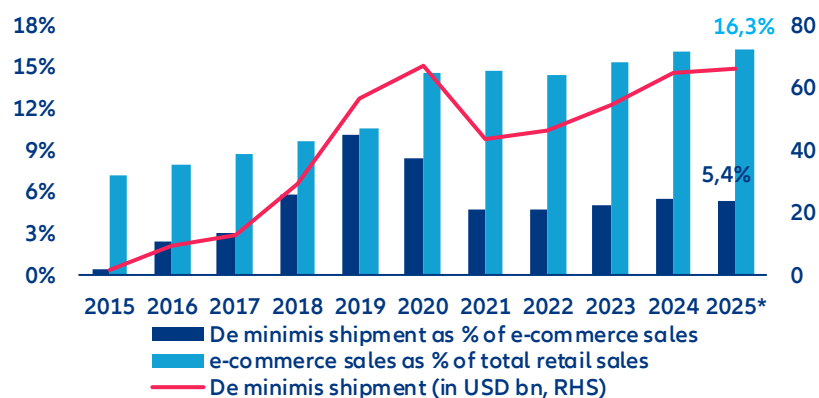
La fine dell'esenzione de-minimis: non molto impatto sui consumatori statunitensi, ma un potenziale modello per altri paesi. Inizialmente applicata solo alla Cina e a Hong Kong, la fine dell'esenzione de-minimis sulle spedizioni di basso valore (inferiori a 800 USD) è entrata in vigore per tutti i paesi a partire dal 29 agosto. Per un periodo temporaneo di sei mesi, fino al 28 febbraio 2026, i servizi doganali statunitensi applicheranno a ciascun pacco una flat tax basata sulla tariffa aggiornata della nazione più favorita (NPF) applicata a ciascun paese: 80 dollari quando l'aliquota tariffaria è inferiore al 16% (UE, Giappone, Corea del Sud), 160 dollari per la fascia 16-25% (Vietnam, Taiwan, Indonesia, Messico) e USD200 per oltre il 25% (Cina, Canada, India, Brasile). Trascorso tale periodo, l'aliquota NPF sarà applicata a tutti i pacchetti. Nel complesso, l'impatto sui consumi statunitensi e sull'economia in generale sarà probabilmente limitato, poiché le spedizioni de-minimis rappresentano solo poco più del 5% delle vendite di e-commerce negli Stati Uniti e l'1% delle vendite al dettaglio nazionali totali. Detto questo, le famiglie a basso reddito dovrebbero essere più colpite, in quanto, ad esempio, rappresentano quasi il 50% delle importazioni de-minimis di origine cinese, rispetto a poco più del 20% per i consumatori statunitensi più ricchi⁵.

È improbabile che i marketplace cinesi più colpiti escano dagli Stati Uniti, ma piuttosto aumentino gli investimenti nei magazzini situati negli Stati Uniti o nei paesi limitrofi. Shein e Temu rappresentano circa il 30% del totale delle spedizioni de-minimis registrate negli Stati Uniti (ovvero circa 400 milioni di pacchi nel 2024) e di conseguenza hanno aumentato i prezzi al dettaglio sui loro siti web statunitensi e ridotto i posizionamenti pubblicitari sulle piattaforme digitali statunitensi. Tuttavia, non ci aspettiamo che escano dagli Stati Uniti, che rappresentano circa il 30% delle entrate totali. La fine dell'eccezione de minimis dovrebbe piuttosto rafforzare il dominio degli operatori nazionali negli Stati Uniti, in particolare il leader Amazon, che rappresenta circa il 38% delle vendite di e-commerce locali. Ci aspettiamo anche una spinta dei marketplace cinesi in Europa, dove sono già ben consolidati, per riequilibrare i loro portafogli di ricavi. In questo contesto, il destino dell'esenzione de minimis potrebbe essere discusso nel prossimo futuro, poiché l'esperienza degli Stati Uniti è un potenziale modello per altri paesi. In particolare, l'UE ha già iniziato a discutere un inasprimento del quadro normativo per combattere la tendenza dell'ultra-fast fashion nella vendita al dettaglio di prodotti tessili.

⁴ Non possiamo attribuire completamente all'eliminazione dell'esenzione de-minimis il rallentamento in corso delle vendite nell'e-commerce: +5,6% a/a nel primo semestre 2025, ma un rapporto di crescita di 1,3x rispetto alle vendite al dettaglio nazionali rispetto a 3,3-3,4x nel 2023-2024.

⁵ Secondo un [documento di ricerca pubblicato all'inizio dell'anno](#)

Grafico 13: Valore de minimis delle importazioni e rapporto delle vendite di e-commerce negli Stati Uniti



*Stima annuale basata sull'andamento del 1° semestre 2025. Fonti: Censimento degli Stati Uniti, US Customs and Border Protection (CBP), 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 morbidità, (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.