

Allianz Research | 09 Maggio 2025

La volatilità del mercato energetico e gli effetti a catena della guerra commerciale sulla Germania e sulle valute asiatiche

In sintesi

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

Lluís Dalmau
Economista per il Medio Oriente e
l'Africa
Lluís.Dalmau@allianz-trade.com

Björn Griesbach
Senior Investment Strategist
bjorn.griesbach@allianz.com

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

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

Patrizio Krizan
Senior Investment Strategist
patrick.krizan@allianz.com

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

- **Volatilità del mercato energetico** Con una mossa aggressiva per recuperare quote di mercato e disciplinare i partner che hanno violato le quote di produzione, l'Arabia Saudita ha innescato un'impennata dell'offerta, spingendo l'OPEC+ ad aggiungere 411.000 barili al giorno nel solo mese di giugno, nonostante il greggio sia scivolato al minimo di 60 dollari al barile, ben al di sotto del pareggio fiscale di 90 dollari al barile. Lo scisto statunitense sta risentendo della pressione: i prezzi bassi lasciano i produttori del Permiano pericolosamente vicini al loro pareggio, costringendo a tagli di impianti di trivellazione e ritiri degli investimenti. Si prevede che la produzione statunitense nel 2025 sarà inferiore di 100.000 barili/giorno rispetto alle previsioni precedenti: trivellazione, baby, trivellazione non più. Ora ci aspettiamo che i prezzi del petrolio oscillino tra 65 e 70 USD/bbl per il resto dell'anno. Nel frattempo, l'Europa sta trovando sollievo nel mercato del gas: i prezzi sono scesi del 25% rispetto ai massimi di febbraio, offrendo una finestra per ricaricare gli stoccaggi che sono stati in gran parte esauriti durante il freddo inverno. Tuttavia, anche con i prezzi attuali, la regione deve affrontare un costo aggiuntivo di circa 10 miliardi di euro rispetto al 2024.
- **Gli effetti a catena della guerra commerciale** La probabile flessione commerciale derivante dalla guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina potrebbe aumentare la concorrenza cinese sul mercato europeo, con rischi particolari per la Germania. Nei prossimi tre anni, la Germania potrebbe assorbire il 14% degli scambi deviati (importazioni tedesche complessive +2,5%). Questo afflusso porterà a input cinesi più economici e aumenterà il valore aggiunto (VA) tedesco nei consumi finali fino al +0,12%, ma questo è compensato da un aumento del +0,47% del VA cinese nei consumi finali tedeschi, segnalando un declassamento della produzione interna. L'aumento della concorrenza e i cambiamenti nell'AV potrebbero mettere a dura prova i settori e le regioni vulnerabili, mettendo a nudo circa 500 mila posti di lavoro nel settore manifatturiero (7% del settore), con una stima di 17 000-25 000 posti di lavoro, pari allo 0,2%-0,3% dell'occupazione totale nel settore manifatturiero, potenzialmente a rischio. La flessione commerciale cinese potrebbe quindi rallentare la crescita economica tedesca da -0,2 a -0,3 punti percentuali in tre anni, con effetti a catena che si estenderanno ai principali partner della catena di approvvigionamento dell'UE, in particolare nell'Europa orientale.
- **Taiwan: un indicatore per la valuta in vista dei negoziati commerciali?** L'impennata senza precedenti del dollaro taiwanese del 6% in soli due giorni, la più grande degli ultimi decenni, riflette l'intensificazione della copertura da parte degli assicuratori nazionali e delle società a fronte di un'esposizione agli asset esteri senza copertura. Sebbene le voci di una manipolazione intenzionale della valuta durante i colloqui commerciali con gli Stati Uniti siano state smentite, questo apprezzamento evidenzia la vulnerabilità economica di Taiwan. Taiwan è il quinto più grande creditore estero al mondo con una massiccia posizione patrimoniale netta internazionale (NIIP) di 1,7 trilioni di dollari, di cui 300 miliardi di dollari in investimenti

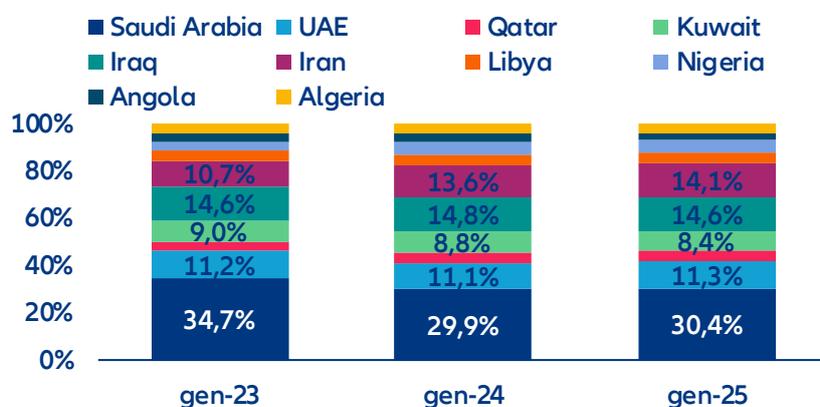
assicurativi sulla vita all'estero. Ciò getta un'ombra su altre economie asiatiche con ampi surplus commerciali, con ricadute già visibili dalla Malesia alla Corea del Sud. Tuttavia, un contagio di portata simile è improbabile, poiché l'eccezionale NIIP di Taiwan rende la sua situazione distinta tra i pari regionali. L'impennata del TWD segnala anche un cambiamento nelle tensioni monetarie globali, sollevando timori di una nuova fase di instabilità finanziaria, che ricorda l'Accordo del Plaza del 1987.

La volatilità del mercato energetico

L'aumento della produzione di petrolio dell'Arabia Saudita è la sua ultima mossa in termini di quote di mercato.

I mercati petroliferi globali hanno già iniziato il 2025 con il piede sbagliato, appesantiti dall'indebolimento della domanda e dal rallentamento dell'attività economica. Ma nonostante la guerra commerciale abbia fatto crollare i prezzi del petrolio ai bassi 60 dollari al barile (bbl) - livelli mai visti dal 2021 - l'Arabia Saudita sta spingendo per accelerare l'allentamento dei freni alla produzione dell'OPEC. Entro la metà dell'anno, il gruppo avrà ripristinato circa 1 milione di barili al giorno (bpd) di offerta, riducendo circa il 40% dei tagli attuati dal 2022, mentre i tagli rimanenti dovrebbero essere completamente annullati entro ottobre. Ciò pone le basi per un'impennata dell'offerta di petrolio in un momento in cui la crescita della domanda globale è vacillante, anche la produzione non-OPEC è in aumento e i prezzi del greggio sono al di sotto del livello necessario per bilanciare il bilancio dell'Arabia Saudita (circa 90 USD/bbl). L'Arabia Saudita sta di fatto abbandonando il suo obiettivo non ufficiale di 100 USD/bbl e segnalando una brusca svolta verso la tolleranza di un periodo prolungato di prezzi bassi in un tentativo aggressivo di recuperare quote di mercato e "disciplinare" gli altri membri dell'OPEC+, in particolare Iraq e Kazakistan, che hanno violato le quote di produzione, nonché di inviare un segnale positivo alla Casa Bianca, che ha chiesto una maggiore produzione in vista della visita del presidente Trump a Riyadh prevista per la fine di questo mese. Tuttavia, di fronte alla prospettiva di un eccesso di offerta, i governi dipendenti dal petrolio dell'OPEC si stanno preparando a soffrire per il bilancio, con alcuni che si preparano a emettere più debito e tagliare la spesa per compensare le entrate perse. Ora ci aspettiamo che i prezzi del petrolio oscillino tra 65 e 70 USD/bbl per il resto dell'anno. È difficile vedere i prezzi scendere ulteriormente, mentre le notizie positive sulla domanda o sulle tensioni geopolitiche potrebbero far salire i prezzi.

Figura 1: Quote di mercato dei produttori OPEC



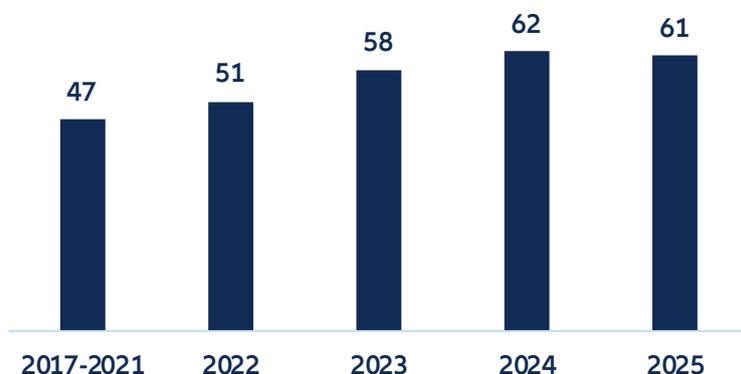
Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

"Drill, baby, drill"? Non mentre i bassi prezzi del petrolio stringono le viti sull'industria dello scisto statunitense.

La produzione di greggio degli Stati Uniti è ancora vicina ai massimi storici (circa 13,7 milioni di barili al giorno), ma il motore della crescita sta vacillando, con l'Energy Information Administration (EIA) che ha tagliato le sue previsioni di crescita della produzione per il 2025 di 100.000 barili al giorno (+300.000 barili al giorno previsti). In effetti, il rovescio della medaglia dell'impennata della produzione dell'OPEC e del calo dei prezzi per gli Stati Uniti è la pressione che esercita sui produttori di scisto, che rappresentano oltre i due terzi della produzione nazionale di petrolio. Il prezzo medio di pareggio nel bacino Permiano – il cuore del boom dello scisto – si attesta tra 61 USD/bbl e 65 USD/bbl. Con il West Texas Intermediate (WTI) che di recente è stato scambiato a 60 gradi, i margini sono sottilissimi, costringendo a riconsiderare i piani di crescita e le prospettive finanziarie. Al di fuori dei punti deboli del Permiano, l'economia non sembra molto migliore. Ad esempio, il bacino del fiume Powder del Wyoming ha bisogno di circa 58 dollari al barile per raggiungere il pareggio. L'aumento dei costi aggrava la compressione: i dazi sulle tubazioni in acciaio e su altre attrezzature hanno fatto aumentare i costi dei pozzi di quasi il +10%, intaccando ulteriormente i profitti. Le aziende di scisto stanno rispondendo rapidamente al nuovo contesto dei prezzi. Alcuni piccoli produttori statunitensi hanno frenato le trivellazioni e i progetti di pozzi pianificati sono stati accantonati: i trivellatori indipendenti riferiscono di aver ridotto lo sviluppo. I giganti dei servizi petroliferi come Halliburton e

Baker Hughes hanno avvertito di un'attività di perforazione più debole che colpisce i loro ricavi. Anche gli investimenti nel settore dovrebbero diminuire a due cifre nel 2025. Anche le fusioni e acquisizioni a monte si stanno raffreddando: i dealmaker si trovano ad affrontare un divario tra acquirenti e venditori sul valore degli asset in un contesto di prezzi più bassi, facendo presagire il contesto più difficile dal 2020 per lo scisto.

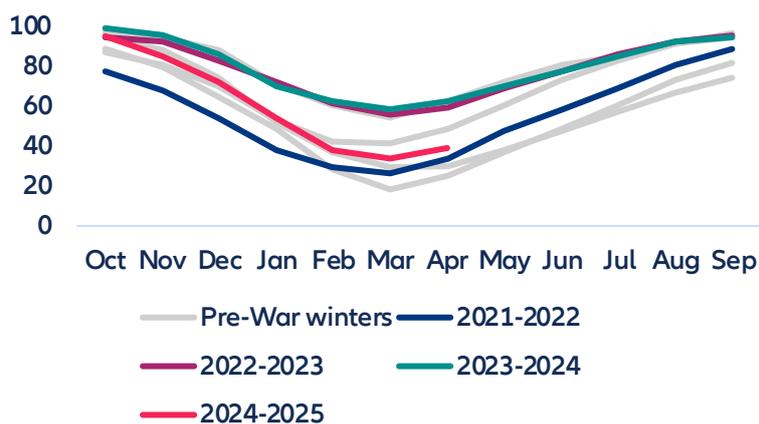
Figura 2: Prezzi di breakeven del WTI per i produttori statunitensi di scisto nel bacino Permiano (USD/bbl)



Fonti: Sondaggio FED di Dallas aprile 2025, Allianz Research

Nel frattempo, l'Europa può ricostituire le riserve di gas esaurite con un "affare". Dopo due anni di estrema volatilità, il mercato europeo del gas naturale sta godendo di un periodo di relativa calma nel 2025. I prezzi di riferimento del gas sono scesi bruscamente dai massimi invernali. All'inizio di febbraio, i prezzi del gas in Europa hanno toccato brevemente i livelli più alti degli ultimi due anni, a causa di un'ondata di freddo e di una bassa produzione di energia eolica. L'inverno 2024/25 è stato più freddo e meno ventoso rispetto all'anno precedente, il che significa che lo stoccaggio di gas è stato ridotto più velocemente nonostante fosse quasi pieno alla fine del 2024. All'inizio della primavera, i livelli di stoccaggio dell'UE erano scesi a circa il 34%, il livello più basso dopo l'inverno dal 2022 (cfr. figura 3). Sul lato positivo, in primavera i prezzi del gas erano scesi di oltre il 25% rispetto al picco di febbraio. La minore domanda stagionale, con l'affievolirsi delle esigenze di riscaldamento e l'aumento della produzione di energia rinnovabile, ha dato un po' di respiro al mercato. Allo stesso tempo, la debolezza dell'attività economica in tutta Europa e l'incertezza sui dazi statunitensi hanno frenato il consumo di gas industriale: la produzione nei settori ad alta intensità di gas (prodotti chimici, acciaio, fertilizzanti, ecc.), soprattutto in Germania, deve ancora riprendersi. Questa diminuzione della domanda ha tolto ulteriore pressione al sistema del gas. Di conseguenza, i futures europei sul gas per la consegna estiva sono scambiati intorno ai 40 EUR/MWh. Questi prezzi più bassi, sebbene non economici per gli standard storici, sono un gradito sollievo e hanno aperto un momento strategico per l'Europa per rifornire le sue riserve di gas dopo un pesante calo invernale. L'obiettivo europeo è quello di raggiungere il 90% di stoccaggio entro il 1° novembre. Per raggiungere questo obiettivo sarà necessario un massiccio sforzo di rifornimento durante l'estate. L'UE ha bisogno di circa 57,7 miliardi di metri cubi (bcm) di gas iniettato durante la stagione di ricarica, circa 25,8 miliardi di metri cubi in più rispetto al 2024. Ai prezzi attuali, la bolletta aggiuntiva del gas sarebbe di circa 10 miliardi di euro. I trader di gas si stanno muovendo con cautela perché molti partecipanti al mercato prevedono un ulteriore calo dei prezzi nei prossimi mesi a causa della bassa domanda. Ma i responsabili politici devono stare attenti a non ritardare troppo a lungo il rifornimento per evitare una corsa agli acquisti che potrebbe far impennare i prezzi a fine estate. Se le iniezioni di stoccaggio saranno attenuate in un arco temporale più lungo e se l'utilizzo di gas nel settore energetico rimarrà modesto durante la primavera mite, l'Europa potrebbe persino vedere i prezzi del gas scendere ulteriormente dai livelli attuali prima dell'estate. Sebbene i prezzi del gas più bassi siano in parte dovuti al debole slancio economico, la dinamica attuale è una sorta di tregua per l'Europa: dà all'Europa il tempo di prepararsi per il prossimo inverno senza la frenesia e i prezzi alle stelle che hanno definito la corsa al gas dello scorso anno. Proprio come gli esportatori di petrolio sono alle prese con il rovescio della medaglia di un'economia più lenta, i consumatori europei ne stanno beneficiando. In sostanza, la stessa debolezza della domanda che ha portato il petrolio in surplus sta fornendo un po' di respiro tanto necessario per il gas naturale europeo.

Figura 3: Livello di stoccaggio del gas in Europa (%)

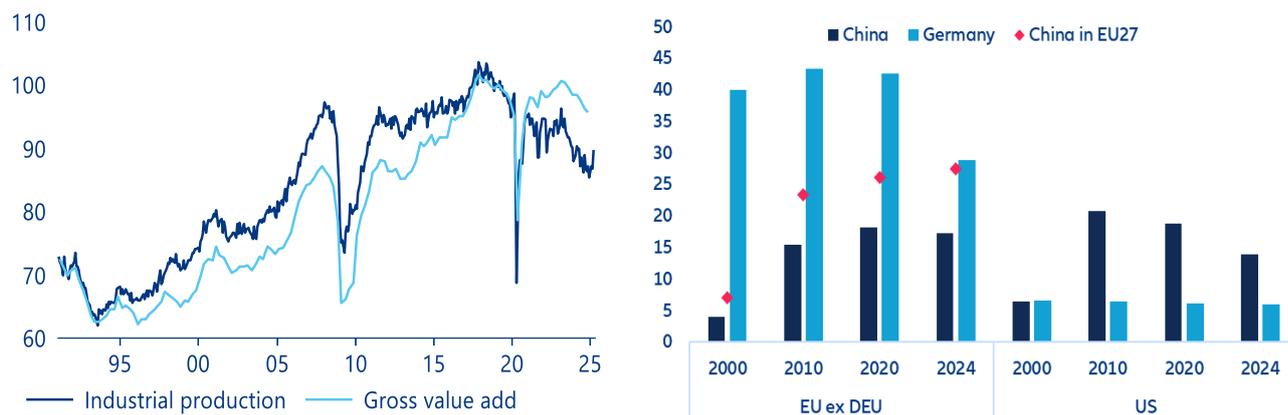


Fonti: AGSI, Allianz Research

Gli effetti a catena della guerra commerciale

La Germania deve già affrontare una forte concorrenza da parte della Cina e la guerra commerciale aggraverà la situazione. Il modello industriale tedesco orientato all'esportazione è sempre più sotto pressione a causa dell'intensificarsi della concorrenza cinese, della minore domanda, degli alti costi energetici e di un difficile contesto di politica commerciale globale. Le preoccupazioni per la "deindustrializzazione" sono in aumento, soprattutto con la debole produzione industriale interna (Figura 4, a sinistra). Tuttavia, il valore aggiunto lordo dell'industria ha resistito meglio dal 2021, suggerendo che la redditività e la creazione di ricchezza potrebbero essere più resilienti di quanto non lascino intendere i numeri della produzione. Per adattarsi, le aziende tedesche si stanno spostando verso prodotti ad alta tecnologia, ricerca e sviluppo e servizi integrati, poiché competere sui prezzi con economie a basso salario come la Cina non è più praticabile. Tuttavia, la Germania ha costantemente perso quote di mercato sia a livello globale che all'interno dell'UE, anche in patria. Dal 2000 la quota della Cina nelle importazioni sofisticate dell'UE è cresciuta costantemente, mentre quella della Germania è diminuita dal 2010 e in modo particolarmente marcato dal 2020 al 2024, quando è diminuita di -14 punti percentuali, e si è aperto un divario di 10 punti percentuali tra le quote delle importazioni cinesi nell'UE-27, esclusa la Germania, rispetto all'inclusione (figura 4, a destra). Settori come i macchinari, i veicoli, l'elettronica, la chimica e il farmaceutico, fondamentali per l'industria tedesca, sono stati i più colpiti. Con l'escalation della guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina dall'aprile 2025, la Cina sta reindirizzando sempre più le esportazioni verso l'Europa, amplificando le pressioni competitive sulla produzione tedesca.

Figura 4: Produzione industriale e valore aggiunto lordo, indice (a sinistra) e quote delle importazioni di prodotti manifatturieri sofisticati da Cina e Germania, in % (a destra)

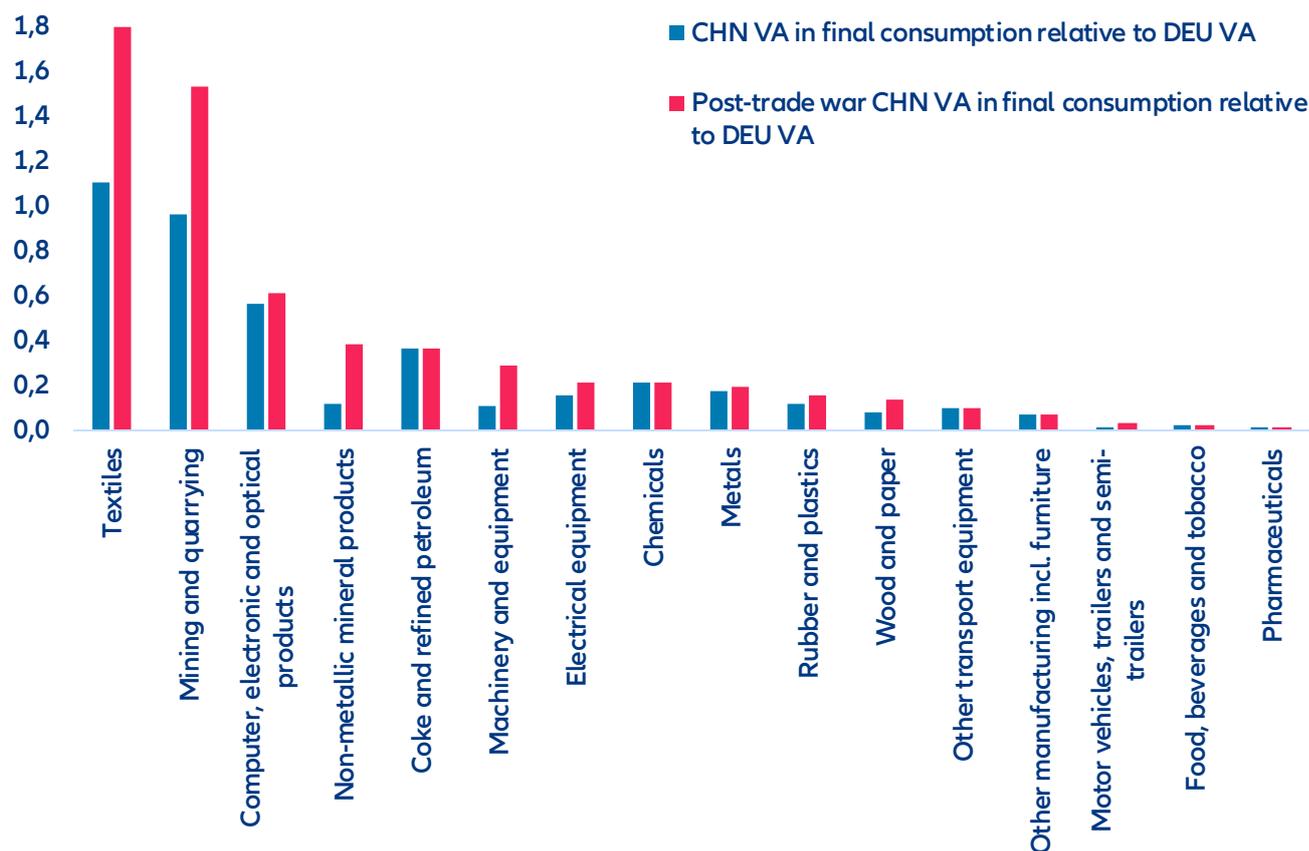


Fonti: LSEG Datastream, UNComtrade, Allianz Research. Note: I prodotti manifatturieri sofisticati sono: prodotti chimici e prodotti chimici, prodotti farmaceutici di base e preparati farmaceutici, prodotti in metallo, ad eccezione di macchinari e attrezzature, computer, prodotti elettronici e ottici, apparecchiature elettriche, macchinari e attrezzature, veicoli a motore, rimorchi e semirimorchi, altre attrezzature di trasporto.

Nei prossimi tre anni, la Germania potrebbe assorbire il 14% della deviazione delle esportazioni cinesi causata dalla guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina, aumentando le importazioni tedesche dalla Cina del +2,5%.

Supponendo che le perdite delle esportazioni cinesi verso gli Stati Uniti raggiungano un massimo di 239 miliardi di dollari nel nostro scenario di base di guerra commerciale, e sulla base degli attuali modelli di importazione tedeschi, settori come macchinari e attrezzature, con una quota di importazioni cinesi del 19%, potrebbero affrontare un'impennata di 10,4 miliardi di dollari delle importazioni cinesi su 54 miliardi di dollari riallocati a livello globale in quel settore. Altri settori vulnerabili sono i tessuti, i prodotti minerali non metalliferi, le apparecchiature elettriche, i computer e i veicoli a motore. Si prevede che la Germania assorbirà 32,8 miliardi di dollari, rappresentando il 14% della deviazione delle esportazioni cinesi derivante dalla guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina. Ciò porterebbe a un aumento del +19% delle importazioni tedesche dalla Cina e a un aumento del +2,5% delle importazioni tedesche complessive in tre anni, ovvero a un tasso di crescita annuo del +0,8%. Di conseguenza, questi cambiamenti avranno un impatto sulle strutture a valore aggiunto (VA) in vari settori industriali tedeschi. Sulla base dell'ulteriore assunzione cinese, il tessile registrerebbe il più alto aumento del consumo finale tedesco cinese rispetto al consumo interno (+0,07 punti percentuali), seguito da miniere e cave (+0,6 punti percentuali), prodotti minerali non metalliferi (+0,3 punti percentuali), macchinari e attrezzature (+0,2 punti percentuali) e apparecchiature elettriche (+0,1 punti percentuali) (Figura 5). Questi spostamenti mettono ulteriormente sotto pressione settori già vulnerabili alla concorrenza cinese. Al rialzo, gli input intermedi più economici dalla Cina potrebbero ridurre i costi degli input da -0,1% a -0,25%, aumentando modestamente il VA tedesco nei consumi finali da +0,05% a +0,12%. Tuttavia, si tratta di un dato modesto rispetto all'atteso aumento del +0,47% del VA cinese nei consumi finali tedeschi, evidenziando la sostituzione della produzione nazionale.

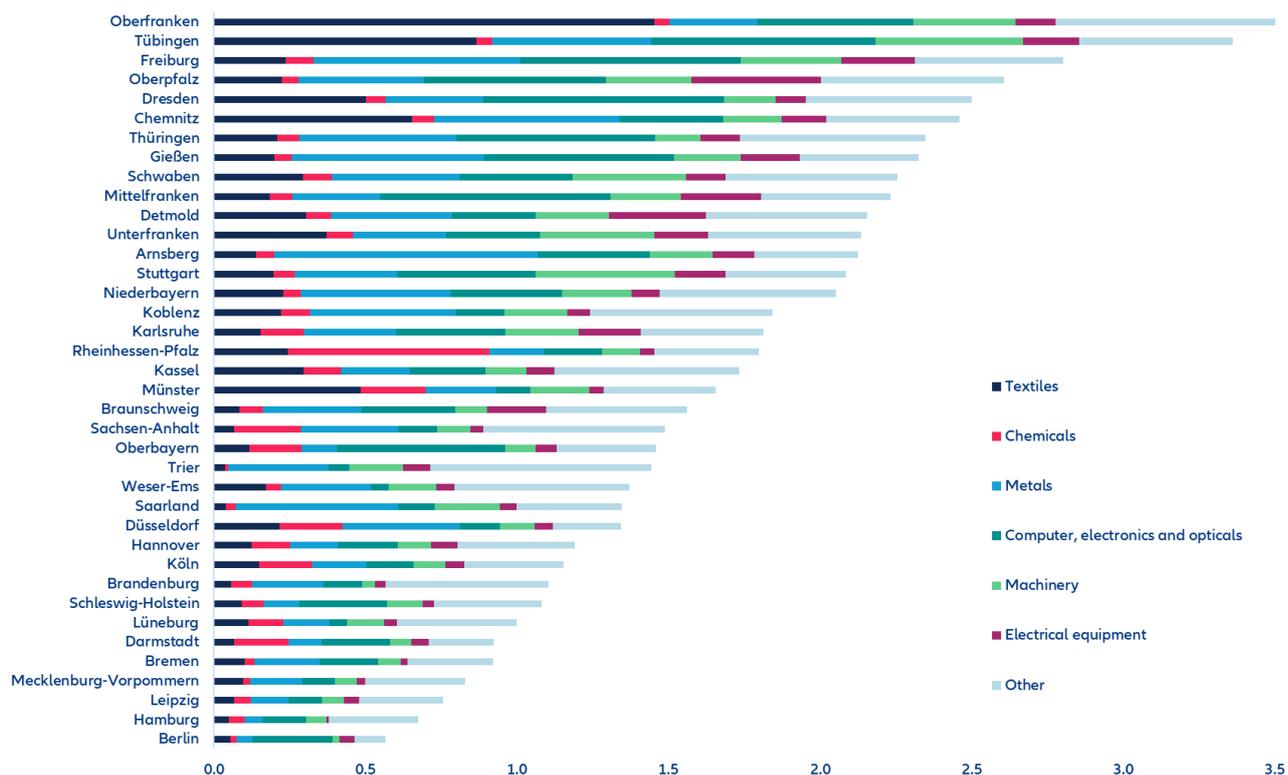
Figura 5: Variazione della quota di CHN VA nei consumi finali rispetto all'VA tedesco prima e dopo la guerra commerciale, in %



Fonti: OCSE TIVA, Allianz Research. Note: si applica l'aumento stimato delle importazioni cinesi dovuto alla guerra commerciale USA-CHN insieme al rapporto tra le importazioni lorde cinesi in Germania e il valore aggiunto dei consumi.

La concorrenza cinese sulle importazioni potrebbe intensificare le pressioni strutturali in un mercato del lavoro tedesco già teso. L'aumento della concorrenza cinese nelle importazioni e i cambiamenti nel VA potrebbero esporre circa 500 mila, o il 7%, dei posti di lavoro nel settore manifatturiero in Germania, con una stima di 17.000-25.000 posti di lavoro, o dallo 0,2% allo 0,3% dell'occupazione manifatturiera totale, potenzialmente a rischio. I settori più colpiti includono macchinari e attrezzature, tessili e prodotti della lavorazione di minerali non metalliferi, con perdite di posti di lavoro che variano in base all'esposizione di ciascun settore e all'importanza per il mercato del lavoro complessivo. Mentre il settore dei macchinari e delle attrezzature si trova ad affrontare una significativa vulnerabilità occupazionale, con il 31% dei posti di lavoro esposti, si prevede che la limitata concorrenza cinese aggiuntiva dovuta alla flessione degli scambi si tradurrà solo in una modesta perdita di posti di lavoro dell'1%. Per contro, il settore tessile, con il 13% di vulnerabilità e il 2% di posti di lavoro a rischio, e il settore dei prodotti minerali non metalliferi, con il 10% di vulnerabilità e l'1% a rischio, devono far fronte a maggiori pressioni concorrenziali, nonostante la loro base occupazionale complessiva più ridotta. Anche l'impatto regionale è concentrato. Aree come Oberfranken e Tübingen (industrie tessili e informatiche) e Friburgo (computer e metalli) sono tra le più esposte, riflettendo la loro struttura industriale (Figura 6). Queste pressioni si aggiungono a un mercato del lavoro già teso, caratterizzato da due anni di recessione, alti costi energetici, debole domanda globale di esportazioni tedesche e pressioni dovute all'aumento del protezionismo.

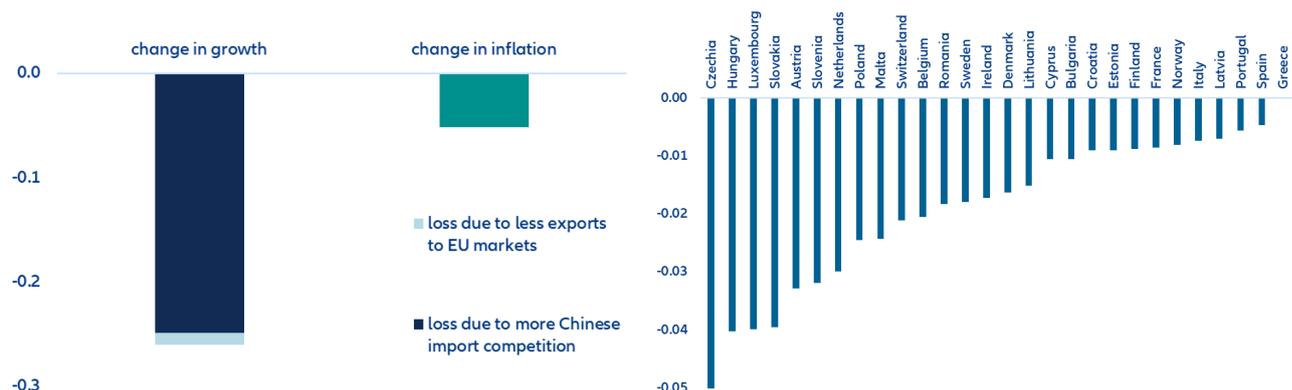
Figura 6: Vulnerabilità dell'occupazione allo shock della concorrenza delle importazioni cinesi per regione e settore, indice



Fonti: Eurostat, statistiche strutturali sulle imprese (SBS) e TiVA dell'OCSE. Nota: l'esposizione all'occupazione è calcolata moltiplicando, per ciascun settore, il valore aggiunto cinese incorporato nei consumi finali in percentuale del valore aggiunto totale a livello nazionale per la quota di occupazione in un settore in ciascuna regione NUTS2. Valori più alti indicano una maggiore vulnerabilità alla concorrenza delle importazioni cinesi nel settore manifatturiero.

La conseguente decelerazione della crescita economica della Germania potrebbe avere effetti a catena limitati tra i principali partner della catena di approvvigionamento dell'UE. Nei prossimi tre anni, il PIL tedesco potrebbe diminuire fino a -0,26 punti percentuali (Figura 7, a sinistra), principalmente a causa dell'aumento della concorrenza cinese nel suo mercato interno (-0,25 punti percentuali). Al contrario, la riduzione della competitività tedesca nei mercati dell'UE – derivante dal fatto che altri paesi dell'UE, esclusa la Germania, assorbono circa 47 miliardi di dollari, ovvero il 19,6% della riallocazione delle esportazioni cinesi causata dalla guerra commerciale in corso – modificherebbe anche le dinamiche commerciali tedesche all'interno delle economie dell'UE. Le perdite commerciali risultanti per la Germania potrebbero raggiungere fino a -10,5 miliardi di dollari, traducendosi in un'ulteriore riduzione di -0,01 punti percentuali negli scambi commerciali con i partner dell'UE. Sebbene l'effetto macroeconomico appaia gestibile, l'esposizione effettiva alla guerra commerciale aggiunge un'ulteriore riduzione di -1,3 punti percentuali della crescita tedesca nei prossimi tre anni. L'inflazione dovrebbe rispondere solo leggermente, con una diminuzione prevista di -0,05 punti percentuali in tre anni. I paesi dell'UE legati alla Germania attraverso le catene di approvvigionamento subirebbero effetti di ricaduta dal rallentamento tedesco. Mentre l'impatto complessivo sul PIL dell'Eurozona è stimato a -0,07 punti percentuali in tre anni, i paesi più esposti includono la Repubblica Ceca (-0,05 punti percentuali), l'Ungheria, il Lussemburgo e la Slovacchia (ciascuno a -0,04 punti percentuali, Figura 7, a destra). Sebbene queste cifre possano sembrare modeste, potrebbero essere aggravate dall'esposizione di ciascun paese ai flussi commerciali cinesi reindirizzati e dagli effetti più ampi della guerra commerciale, in particolare attraverso i collegamenti di esportazione verso il mercato statunitense.

Figura 7: Variazione della crescita del PIL e dell'inflazione dovuta alla deviazione delle esportazioni cinesi nell'arco di tre anni, in punti percentuali (a sinistra) e all'effetto di ricaduta del PIL transnazionale di uno shock economico tedesco, in punti percentuali (a destra)



Fonti: OCSE, Banca Mondiale, Oxford Economics, Allianz Research. Note: le perdite all'esportazione del mercato dell'UE sono calcolate utilizzando le strutture di esportazione di UNComtrade.

Taiwan: un indicatore per la valuta in vista dei negoziati commerciali?

Il dollaro taiwanese ha registrato un'impennata drammatica, segnando il più grande rally di due giorni degli ultimi decenni (+6% rispetto all'USD). Questo forte apprezzamento, che lunedì ha raggiunto un massimo di quasi tre anni a 29,65 USD/TWD, è stato inizialmente alimentato dalle speculazioni sui potenziali negoziati commerciali con gli Stati Uniti che potrebbero richiedere a Taiwan di rafforzare la sua valuta (Figura 8). Tuttavia, la banca centrale e i funzionari commerciali di Taiwan hanno negato qualsiasi richiesta di questo tipo da parte degli Stati Uniti. Ciononostante, l'impennata senza precedenti del 6% della valuta in soli due giorni può essere attribuita all'aumento delle attività di copertura valutaria da parte di società e assicuratori che detengono quantità significative di attività estere non coperte. Sorgono preoccupazioni più ampie sulla competitività economica di Taiwan, sull'impatto sulle industrie locali – in particolare esportatori e assicuratori – e, soprattutto, sul fatto che Taiwan possa essere un modello per altri mercati in Asia o oltre. Guardando alle altre valute, si può già vedere un certo contagio con il ringgit malese e il won coreano che vengono trascinati insieme al dollaro taiwanese (Figura 9). Tuttavia, se si allarga il campo d'azione alle grandi valute dei mercati sviluppati come lo yen e l'euro, diventa anche chiaro che la maggior parte di queste valute sta semplicemente recuperando terreno in termini di apprezzamento rispetto al dollaro in termini di inizio anno, mentre altre, in particolare lo yuan cinese o la rupia indiana, hanno ancora spazio per recuperare.

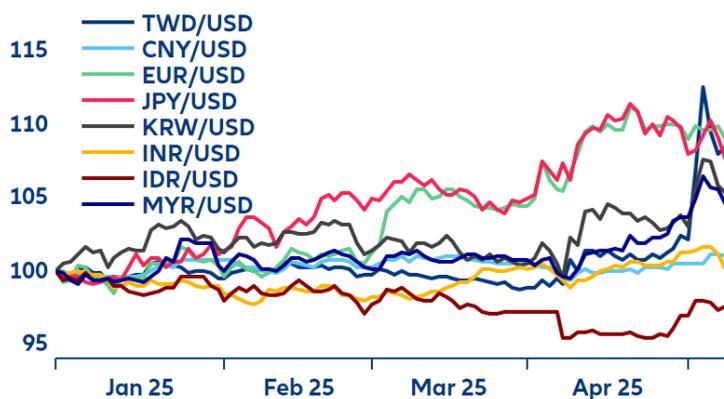
Figura 8: Tasso di cambio dollaro di Taiwan



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research, ultimo datato: 8 maggio 2025

Taiwan è il quinto più grande creditore estero al mondo in termini assoluti, con una delle più grandi industrie assicurative sulla vita a livello globale. Gli assicuratori sulla vita taiwanesi hanno investito molto nei mercati esteri, con investimenti esteri per un totale di circa 300 miliardi di dollari, secondo gli ultimi rapporti. Ciò è stato determinato dai tassi d'interesse interni relativamente bassi e dalla necessità di abbinare le passività a lungo termine con rendimenti potenzialmente più elevati all'estero, con conseguente sostanziale esposizione in valuta estera senza copertura, stimata in circa 100 miliardi di dollari. Questa esposizione diventa particolarmente rilevante durante i periodi di volatilità valutaria come la recente impennata del dollaro taiwanese. Gli assicuratori si trovano ora ad affrontare una crescente pressione per adeguare le loro strategie di copertura per mitigare i rischi di cambio. Più in generale, Taiwan vanta una delle maggiori posizioni patrimoniali nette sull'estero (NIIP), pari a oltre 1,7 trilioni di dollari, pari al 229% del PIL (alla fine del 2023). Questo spiega perché gli investitori di Taiwan sono così sensibili alle fluttuazioni valutarie brusche e rapide, in quanto queste possono avere un impatto significativo sulla ricchezza complessiva della nazione.

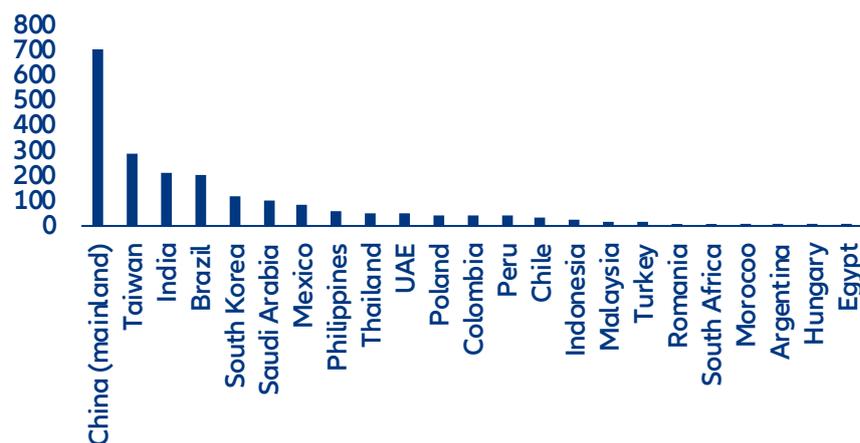
Figura 9: Valute rispetto all'USD da inizio anno, indicizzate 100 = 01/01/2025



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research, ultimo datato: 8 maggio 2025

Taiwan emerge anche come il secondo maggiore detentore di titoli del Tesoro statunitensi dopo la Cina. Dall'inizio della guerra in Ucraina nel febbraio 2022, Taiwan è diventata un attore ancora più grande nel mercato del Tesoro statunitense. Taiwan detiene attualmente 295 miliardi di dollari in titoli del Tesoro USA, il che lo rende il decimo maggiore detentore estero di debito governativo statunitense a livello globale (Figura 10). Queste cifre sono aumentate fortemente nel tempo grazie ai continui e ampi avanzi delle partite correnti. Altre nazioni dell'Asia hanno mantenuto le loro partecipazioni da febbraio 2022 (Corea del Sud, +1%), mentre anche la maggior parte delle nazioni del sud-est asiatico ha aumentato le proprie partecipazioni (Malesia, +43%; Indonesia, +21%; Thailandia, +19%; Filippine, +13%). L'altra faccia della medaglia è la Cina, che ha scaricato oltre 300 milioni di dollari di titoli del Tesoro USA dall'inizio della guerra in Ucraina, che hanno scatenato sanzioni considerevoli che hanno preso di mira le riserve russe nelle banche centrali estere. La Cina, insieme ad altri paesi come il Brasile (-14%) e il Marocco (-9%), ne ha preso atto e ha scaricato di conseguenza.

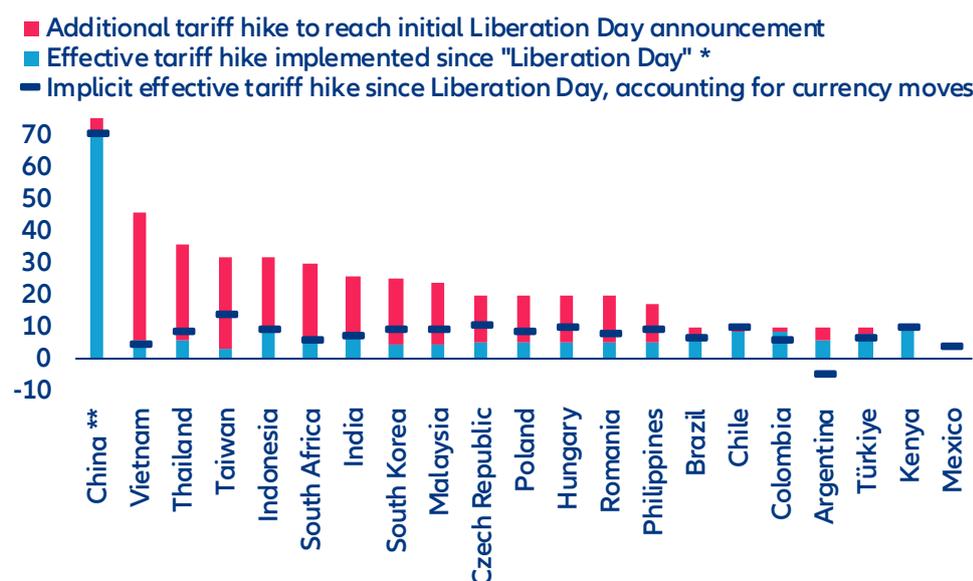
Figura 10: Possesto estero del Tesoro USA per paese, miliardi di dollari



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Gli esportatori taiwanesi potrebbero dover affrontare ulteriori perdite all'esportazione fino a 8 miliardi di dollari (0,8% del PIL) se l'apprezzamento persiste. Gli esportatori asiatici sono stati particolarmente presi di mira dalle politiche commerciali degli Stati Uniti per la Festa della Liberazione, inizialmente soggette ai maggiori aumenti tariffari. Le successive esclusioni settoriali sono riuscite a ridurre l'impatto, in particolare grazie alle esenzioni su alcuni prodotti elettronici (cfr. [A cosa prestare attenzione il 17 aprile 2025](#)). Stimiamo che le perdite all'esportazione per i principali esportatori asiatici (esclusi Cina e Giappone) potrebbero ammontare a 35 miliardi di dollari nel 2025, rispetto ai 70 miliardi di dollari degli annunci iniziali. Mentre in teoria la guerra commerciale potrebbe portare a un deprezzamento delle valute che mitiga in parte l'impatto degli aumenti dei dazi, la realtà è stata diversa. Taiwan si trova ora ad affrontare il doppio colpo degli aumenti dei dazi e di una valuta locale più forte rispetto al dollaro: gli aumenti impliciti effettivi dei dazi si attestano ora a 14 punti percentuali, rispetto ai 3 punti percentuali prima delle ultime mosse valutarie e quasi a metà strada rispetto all'aumento iniziale dei dazi previsto per il Giorno della Liberazione (si veda la Figura 11). Se il rafforzamento del dollaro taiwanese rispetto all'USD dovesse rivelarsi duraturo e senza alcuna misura di mitigazione, gli esportatori taiwanesi potrebbero registrare ulteriori perdite di esportazioni fino a 8 miliardi di dollari (0,8% del PIL) nel resto dell'anno. Tuttavia, è probabile che si tratti di un limite superiore, poiché ci aspettiamo che le esportazioni taiwanesi rimangano competitive, date le specializzazioni settoriali e il fatto che il tasso di cambio del dollaro taiwanese rispetto al dollaro era solo dell'1,4% più forte rispetto alla media degli ultimi 30 anni, al 6 maggio.

Figura 11: Aumenti dei dazi statunitensi sui principali mercati emergenti dal "Giorno della Liberazione" (pp)



* tenere conto di tutte le esclusioni settoriali

** L'ulteriore aumento dei dazi della Cina per raggiungere l'annuncio iniziale del "Giorno della Liberazione" è di 55 punti percentuali; per un totale di 125 punti percentuali di aumento dei dazi (tenendo conto delle ritorsioni)

Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Gli altri mercati emergenti sono a rischio? La Corea del Sud, la Thailandia, la Malesia e la Cina hanno posizioni patrimoniali nette sull'estero (NIIP) positive che un significativo avanzo commerciale con gli Stati Uniti, il che suggerisce che potrebbero anche essere a rischio di apprezzamento (Tabella 1). Tuttavia, Taiwan si distingue per la maggiore qualità con un NIIP significativamente superiore a quello dei suoi omologhi asiatici (229% del PIL, contro il 17,6% della Cina, il 59% della Corea del Sud, lo 0% della Malesia e l'8,1% della Thailandia). Ciò rende meno probabile, almeno per ora, un episodio di apprezzamento guidato dalla copertura come quello vissuto da Taiwan altrove. La Cina, la cui presunta debolezza valutaria è oggetto di un'attenzione ricorrente da parte degli Stati Uniti, è anche meno esposta alle pressioni di apprezzamento a causa del suo conto capitale relativamente chiuso, che la isola dalle brusche oscillazioni valutarie guidate dal mercato. Inoltre, è probabile che le autorità cinesi continuino a dare priorità alla stabilità valutaria, come dimostra il modesto apprezzamento dello 0,5% del renminbi rispetto al dollaro USA dal Giorno della Liberazione.

Tabella 1: Panoramica del rischio valutario dei mercati emergenti

Country	Currency move YTD	Tariff rate announced on Liberation Day	Exchange rate regime	NIIP (% of GDP)	US trade balance (% GDP)	Capital openness index (1 = more open)	US Treasury currency manipulation report
Brazil	8.1%	10%	Floating	-34	-0.18	0.16	Yes
Mexico	5.4%	0%	Free Floating	-32	8.77	0.70	Yes
Chile	6.0%	10%	Free Floating	-17	-0.63	0.70	
Colombia	2.3%	10%	Floating	-45	-0.16	0.42	
Peru	2.6%	10%	Floating	-40	-1.03	1.00	
Argentina	-14.4%	10%	Crawl-like arrangement	9	-0.73	0.28	
Czech Republic	10.5%	20%	Free Floating	-7	0.93	1.00	
Poland	9.6%	20%	Free Floating	-28	0.32	0.70	
Hungary	11.4%	20%	Floating	-35	3.71	1.00	
Romania	7.1%	20%	Crawl-like arrangement	-41	0.81	0.88	
Turkey	-8.4%	10%	Floating	-22	0.16	0.16	
China	1.2%	34%	Crawl-like arrangement	18	1.69	0.16	Yes
Taiwan	9.8%	32%	Managed float	229	6.64		Yes
India	1.4%	26%	Floating	-10	1.32	0.16	
South Korea	4.7%	25%	Floating	59	2.98	1.00	Yes
Malaysia	5.6%	24%	Floating	0	6.98	0.42	Yes
Indonesia	-2.2%	32%	Floating	-18	1.32	0.42	
Thailand	4.0%	36%	Floating	8	8.36	0.42	Yes
Philippines	4.8%	17%	Crawl-like arrangement	-14	1.01	0.45	
Vietnam	-1.8%	46%	Crawl-like arrangement	-90	25.16	0.42	Yes
South Africa	3.6%	30%	Floating	28	1.87	0.16	
Egypt	0.3%	10%	Stabilized arrangement	-72	-0.49	0.42	
Morocco	10.1%	10%	Pegged	-43	-1.37	0.16	
Nigeria	3.9%	14%	Stabilized arrangement	-24	0.89	0.30	
Kenya	0.2%	10%	Managed float	-54	0.39	0.70	

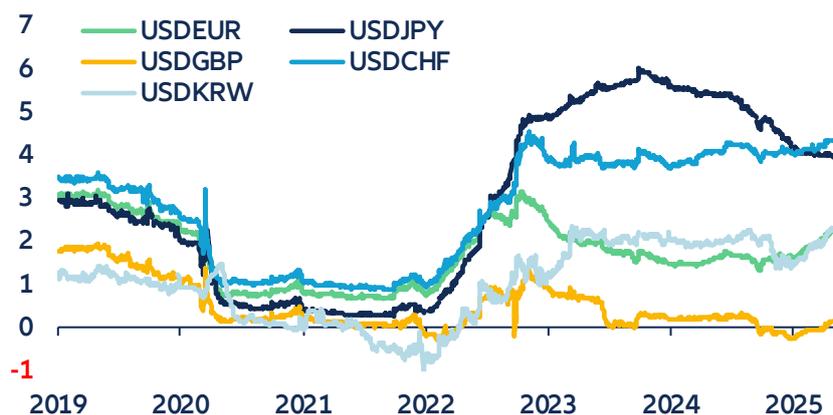
Note 1: Kenya, Nigeria, Peru, Taiwan and Egypt are referencing 2023 Net IIP. US Trade balance is also referencing 2023.

Note 2: Capital openness Index makes reference to the Chinn-Ito Index which assesses a country's degree of capital account openness.

Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Guadagno a breve termine, dolore a lungo termine: la corsa all'hedging alimenta la propria spirale di apprezzamento. All'indomani dei recenti eventi a Taiwan, sempre più investitori, dai grandi proprietari di asset come fondi pensione e assicurazioni ai partecipanti al dettaglio, si stanno chiedendo se coprire gli investimenti e i ricavi all'estero. Secondo JPMorgan, gli ETF azionari statunitensi con copertura valutaria domiciliati al di fuori degli Stati Uniti hanno registrato forti afflussi quest'anno, mentre le controparti senza copertura hanno perso terreno. Tuttavia, per molte valute, la copertura è proibitiva, soprattutto rispetto al dollaro USA. Nel caso dello yen giapponese, i costi di copertura sono vicini al 4% annualizzato, il che significa che gli investitori giapponesi preferiscono detenere titoli di Stato nazionali (10 anni all'1,32%) piuttosto che coprire il rischio valutario sui Treasury USA a 10 anni (10 anni al 4,29%, con una copertura valutaria dello 0,31% su un orizzonte di 3 mesi). Lo stesso vale per molte altre valute, compresi i mercati emergenti come il won coreano. La copertura collettiva non fa che aggravare il problema. Se gli investitori di un paese si proteggono contemporaneamente dalla debolezza del dollaro, spingono al rialzo le proprie valute, creando un apprezzamento che si autoavvera, come si è visto a Taiwan. A breve termine, ciò si traduce in un classico dilemma del prigioniero: chi si copre in anticipo guadagna, mentre chi ritarda perde, amplificando la volatilità invece di mitigarla.

Figura 12: Costo della copertura valutaria a tre mesi rispetto all'USD, annualizzato in %



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Taiwan è diventata un banco di prova per i movimenti valutari durante i negoziati commerciali con gli Stati Uniti, ma questo gioco di potere potrebbe essere costoso per tutte le parti. Le recenti turbolenze nel mercato valutario taiwanese sono un segno che le economie asiatiche legate all'USD iniziano a passare da movimenti valutari difensivi a movimenti valutari aggressivi in un contesto di negoziati commerciali statunitensi. La banca centrale taiwanese possiede 580 miliardi di dollari di riserve valutarie (71% del PIL), il che riflette una storia di interventi attivi per indebolire la valuta. Tuttavia, la sua decisione di astenersi dall'intervenire durante l'ultima volatilità del mercato suggerisce un notevole cambiamento nell'orientamento della politica monetaria. Questa è una sfida aperta al quadro monetario post-Bretton-Woods, il cui contratto implicito era che le economie esportatrici riclassero le eccedenze in titoli del Tesoro USA, sopprimessero la volatilità e i costi di finanziamento degli Stati Uniti in cambio dell'accesso al mercato e, infine, delle garanzie per la difesa. Il dollaro taiwanese è diventato il primo grande banco di prova e segnerà agli altri paesi le opzioni nei prossimi negoziati commerciali con gli Stati Uniti. Ma questo gioco di potere è costoso per entrambe le parti. Gli Stati Uniti devono affrontare la volatilità dei rendimenti e l'aumento dei costi di finanziamento, soprattutto nella parte lunga della curva. Le autorità taiwanesi si trovano di fronte al dilemma tra l'apprezzamento di TWD e l'imposizione di copertura o liquidazione dei costi agli assicuratori sulla vita nazionali o il riacquisto di titoli del Tesoro statunitensi, ritardando le sofferenze valutarie ma affrontando un rischio ancora maggiore se la fiducia degli Stati Uniti peggiora. Con un USD più debole ma una domanda estera ancora solida alle aste dei Treasury statunitensi, il governo degli Stati Uniti sembra per ora più forte. Ma con il passare del tempo e l'aumento delle esigenze di rifinanziamento, la sua posizione potrebbe diventare più vulnerabile. Vediamo due rischi principali derivanti dalle attuali turbolenze della TWD. A breve termine, una ricaduta su altri mercati potenzialmente più grandi potrebbe innescare difficoltà finanziarie ed economiche sia nei mercati sviluppati che in quelli emergenti. A più lungo termine, il rischio che lo shock dell'apprezzamento TWD sia solo il preludio di uno scenario del 1987 in cui un dollaro più debole e una riduzione della domanda estera di debito statunitense potrebbero fragilizzare il mercato dei Treasury statunitensi e creare una stretta sui finanziamenti che porta a una massiccia correzione degli asset rischiosi. Questa situazione non si è ancora verificata, ma i possibili fattori scatenanti sono in atto.

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.