3 APRILE 2025

L'impatto delle nuove misure tariffarie

Le nuove tariffe

Il nostro precedente scenario si basava su un' ipotesi di tariffe statunitensi più elevate su Canada, Messico e UE (+12,5pp in calo nel tempo) e su un aumento permanente di 30pp nell'aliquota tariffaria effettiva sulla Cina (composta da 20pp già in vigore e 10pp in arrivo più avanti quest'anno). Inoltre, ci aspettavamo un aumento di 4,5pp nell'aliquota tariffaria effettiva media ponderata sul resto del mondo. Questo scenario relativamente ottimistico era riflesso anche nei prezzi degli asset finanziari, che incorporavano un premio al rischio piuttosto ridotto.

L'annuncio di Donald Trump di ieri ha portato notevoli cambiamenti. Rappresenta uno dei maggiori aumenti tariffari nella storia degli Stati Uniti. Probabilmente porterà l'aliquota tariffaria effettiva dal livello di circa il 2,5%, prima della presidenza Trump, al 22%. Il livello più alto dal 1910.

Le tariffe annunciate sono significativamente più elevate di quanto noi o il mercato avessimo previsto.

L'impatto economico delle tariffe, delle ritorsioni e dell'incertezza sui dazi.

Tariffe più elevate hanno un impatto sulla crescita economica e sull'inflazione attraverso molteplici canali:

1. Prezzi più elevati dei beni importati venduti negli Stati Uniti che portano a un aumento dei prezzi alla produzione e dei prezzi al consumo.

2. Calo del potere d'acquisto che riduce la spesa dei consumatori.

3. In caso di ritorsioni, tariffe più elevate sulle esportazioni statunitensi danneggerebbero l'attività economica degli Stati Uniti.

4. L'incertezza sostenuta in merito ai dazi (periodo temporale e possibili nuove modifiche) pesa negativamente sia sul sentiment dei consumatori che su quello delle aziende.

Vediamo dunque un più elevato rischio di uno scenario di stagflazione (bassa crescita e alta inflazione) per l'economia statunitense. La stagione degli utili del primo trimestre, così come i sondaggi presso le aziende e i consumatori, saranno importanti da monitorare per valutare gli impatti su occupazione e investimenti. C'è persino la possibilità che i dazi possano aumentare ulteriormente qualora gli altri paesi decidessero di reagire. Ciò implica che l'incertezza relativa alle politiche tariffarie probabilmente rimarrà molto alta nel prossimo futuro.

Cambiamenti nella nostra strategia di investimento

Le numerose incertezze e gli annunci di ieri suggeriscono un approccio più cauto nell'asset allocation nei prossimi mesi. La nostra ipotesi di base, secondo la quale i dazi sarebbero stati utilizzati principalmente come strumento di negoziazione, è ora messa in discussione. L'amministrazione Trump sembra determinata a mantenere i dazi elevati per un lungo periodo e a vederli come una fonte ricorrente di entrate governative e un mezzo per forzare il rimpatrio delle catene di approvvigionamento. Riteniamo che ciò avrà un impatto negativo sulla crescita globale almeno per i prossimi mesi. Gli annunci sui dazi stanno anche avendo un impatto negativo sull'inflazione statunitense. Inizialmente avevamo previsto un picco entro la fine dell'anno, ma ora sembra molto meno probabile.

Ci aspettiamo che la crescita economica nell'area euro segua un andamento a "J". Gli effetti negativi dell'aumento delle tariffe e le incertezze residue non saranno compensati dagli effetti positivi dei grandi programmi di spesa per le infrastrutture e la difesa recentemente annunciati.

È quindi probabile che le cose peggiorino prima di migliorare, sia in termini di sentiment che di crescita economica. L'effetto netto dell'aumento dei dazi sulle aspettative di inflazione nell'area euro sarà probabilmente negativo, almeno nei prossimi mesi. Abbiamo già preso in considerazione una moderata accelerazione dell'inflazione nei prossimi anni a seguito dello stimolo economico. L'impatto negativo dell'aumento dei dazi dovrebbe più che compensare questo effetto, almeno nei prossimi mesi (non ci aspettiamo importanti ritorsioni da parte dell'Europa).

Tassi, reddito fisso e USD: Non cambiamo le nostre prospettive per la Fed, ci aspettiamo ancora due tagli dei tassi, con un tasso terminale al 4%. Le pressioni inflazionistiche aumenteranno, ma dovrebbero essere temporanee. I rischi legati ad un calo della crescita economica più elevato del previsto dovrebbero convincere la Fed a continuare a tagliare i tassi nonostante l'inflazione rimanga al di sopra del 2%. Continuiamo a prevedere che la BCE taglierà i tassi due volte, portando il tasso sui depositi al 2%. Nel breve termine, l'incertezza rimane elevata ed è probabile che la tendenza verso rendimenti più bassi negli Stati Uniti persista. Gli investitori prediligeranno beni rifugio. In questo contesto, diventiamo tatticamente positivi sui Treasury USA e abbiamo rivisto il nostro obiettivo a 3 mesi per il rendimento sul decennale americano al 4%.

Non vediamo alcun motivo per modificare le nostre stime nel medio periodo sui rendimenti dei titoli governativi a 10 anni. La nostra previsione a 12 mesi rimane al 4,25% negli Stati Uniti e al 2,50% in Germania. Manteniamo il giudizio positivo sui titoli di Stato core dell'euro e sulle obbligazioni societarie investment grade dell'eurozona.

Vediamo due motivi per un recupero dell'USD dopo la attuale fase di debolezza: i) l'aumento dell'inflazione negli Stati Uniti dovuto all'aumento dei dazi porterà probabilmente a minori aspettative di tagli dei tassi negli Stati Uniti, mentre le aspettative di un andamento a J per la crescita nell'Eurozona potrebbero portare ad attese di ulteriori tagli dei tassi e ii) l'incertezza prolungata e l'avversione al rischio sono state storicamente di supporto per l'USD. Ci aspettiamo che il cambio EUR/USD ritorni in area 1,05 e si attesti su questo livello in un'ottica a12 mesi.

Azioni: come già accennato, il risultato dell'annuncio dei dazi di ieri è evidentemente negativo per la crescita a livello globale e comporta persino il rischio di stagflazione per l'economia statunitense. Di conseguenza, rivediamo la nostra posizione sulle azioni che è stata per lungo tempo positiva e abbassiamo il giudizio da Sovrappeso a Neutrale. Inoltre, abbassiamo il giudizio sul mercato azionario americano statunitense da Neutrale a Sottopeso. Gli effetti degli annunci sui dazi dovrebbero avere un impatto negativo sui consumi, facendo aumentare al contempo i costi dei fattori produttivi delle imprese. Pertanto, gli utili potrebbero subire pressioni su due fronti, il che non sembra essere ancora riflesso nelle stime degli analisti. Un altro motivo di preoccupazione è il livello ancora elevato di concentrazione nei titoli delle mega-cap statunitensi. Le valutazioni sono ancora ben al di sopra delle medie storiche, le società potrebbero dover affrontare pressioni regolamentari negli Stati Uniti, mentre sembrano un bersaglio ovvio delle misure di ritorsione europee. Ribadiamo la preferenza negli Stati Uniti per l'indice S&P equiponderato. Al di fuori degli Stati Uniti, manteniamo le nostre preferenze regionali, ma consigliamo di rivedere un'eventuale elevata esposizione al commercio globale ed ai segmenti particolarmente sensibili ai dazi statunitensi. Più a lungo persisteranno le incertezze sugli scambi commerciali e verranno mantenuti questi elevati livelli di tariffe, più negative saranno le conseguenze complessive. Monitoreremo attentamente le probabilità di recessione, i nostri indicatori preferiti in questo senso sono le richieste iniziali di sussidi di disoccupazione sul fronte macroeconomico e gli spread sul credito high yield americano (tramite credit default swap) sul fronte mercato obbligazionario. In caso di movimenti sostanziali, potremmo rivedere ulteriormente il posizionamento azionario.

METTITI IN CONTATTO CON NOI

INVESTMENT STRATEGY FOCUS

privatebanking.bnpparibas.it

DISCLAIMER

Il documento è stato redatto da BNP Paribas Wealth Management e BNL- BNP Paribas (la "Banca") e contiene dati, informazioni e pareri riferiti alla data indicata sullo stesso documento.

Per variazioni delle condizioni di mercato, la Banca potrebbe modificare le valutazioni espresse nel Documento, senza che ciò obblighi la Banca ad aggiornare o modificarne le informazioni ivi contenute.

Il documento ha natura squisitamente informativa e non costituisce né può essere considerato come un'offerta di vendita, di sottoscrizione o di acquisto di strumenti/prodotti finanziari di qualsiasi natura, né come sollecitazione o raccomandazioni di investimento.

Si ricorda che: ogni decisione d'investimento è di esclusiva competenza del cliente. Eventuali decisioni di investimento in strumenti/prodotti finanziari distribuiti dalla Banca andranno prese dall'investitore dopo aver letto attentamente i documenti informativi e precontrattuali relativi agli specifici prodotti (quali, fascicolo /prospetto informativo, condizioni di assicurazione/contratto, scheda prodotto, documento "KIID" per i fondi, ecc.), forniti all'investitore prima della sottoscrizione.

Il cliente deve essere consapevole che le operazioni su prodotti e strumenti finanziari sono soggette alle fluttuazioni di mercato e ai rischi connaturati a tali prodotti/strumenti finanziari e che gli investimenti non danno garanzia di risultati futuri e possono esporre al rischio di perdita parziale o totale del capitale investito. In ogni caso BNL -BNP Paribas non è responsabile dei risultati delle operazioni effettuate dall'investitore tramite la Banca, anche se conseguenti a raccomandazioni d'investimento, a seguito di raccomandazioni della Banca o ai risultati dalle stesse prodotte.

Il presente documento s'intende strettamente personale e riservato ai clienti e potenziali clienti di BNL BNP Paribas. È fatto divieto di riprodurre, distribuire ad altre persone, pubblicare e in generale diffondere, direttamente o indirettamente, in tutto o in parte, il presente documento e/o ogni informazione in esso contenuta.

© BNP Paribas (2025). Tutti i diritti riservati.

Immagini di Getty Images.