

Focus Area Euro

La roulette dei dazi, quale effetto su Eurozona e Italia?

19 febbraio 2025

Secondo le nostre stime, l'impatto diretto di un dazio orizzontale al 10% da parte degli USA verso l'UE potrebbe essere pari allo 0,2-0,3% del PIL sia per l'Italia che per l'aggregato dell'area euro. Per l'economia italiana adottiamo un approccio di stima granulare che tiene conto dell'elasticità della domanda statunitense ai prezzi dei prodotti importati. Nell'ipotesi di dazi "reciproci", se essi fossero pari all'imposta sul valore aggiunto dei singoli paesi esportatori, l'impatto potrebbe ampliarsi fino a quasi raddoppiare; assumendo, invece, che la reciprocità sia basata sui soli dazi doganali, l'effetto sarebbe più moderato ma colpirebbe significativamente alcuni specifici settori come l'Automotive, e di conseguenza l'economia tedesca. L'eventualità di misure ritorsive, l'estensione del conflitto commerciale su scala globale, il sovrapporsi di misure protezionistiche settoriali più aggressive e la maggiore incertezza associata potrebbero amplificare l'impatto finale. Al contrario, il deprezzamento dell'euro contribuirebbe a sterilizzare in parte l'effetto dei maggiori dazi.

Research Department

Macroeconomic Research

Andrea Volpi

Economista - Area euro

Giuseppe Lista

Economista - Area euro

Dopo le minacce a Messico e Canada e l'aumento dei dazi verso la Cina, anche l'UE potrebbe presto essere bersaglio delle politiche protezioniste della nuova amministrazione USA. L'Unione Europea non è esplicitamente menzionata nel Memorandum del 20 gennaio "[America First Trade Policy](#)", che annuncia "misure appropriate, come una tariffa globale o altre politiche" per rimediare all'ingente deficit commerciale, ma potrebbe diventare un obiettivo a causa sia dell'ampio surplus bilaterale sia dei tentativi di tassare le aziende tecnologiche statunitensi. Il presupposto (infondato) è che i disavanzi commerciali dipendano da manipolazioni valutarie o da un trattamento iniquo dei prodotti statunitensi, non da squilibri macroeconomici (nel caso del saldo USA-UE, dal maggior dinamismo della domanda interna americana rispetto a quella europea). Il successivo [Memorandum on Reciprocal Trade and Tariffs](#) del 13 febbraio suggerisce **che l'Unione Europea sarà un probabile bersaglio delle misure americane a partire dal mese di aprile.**

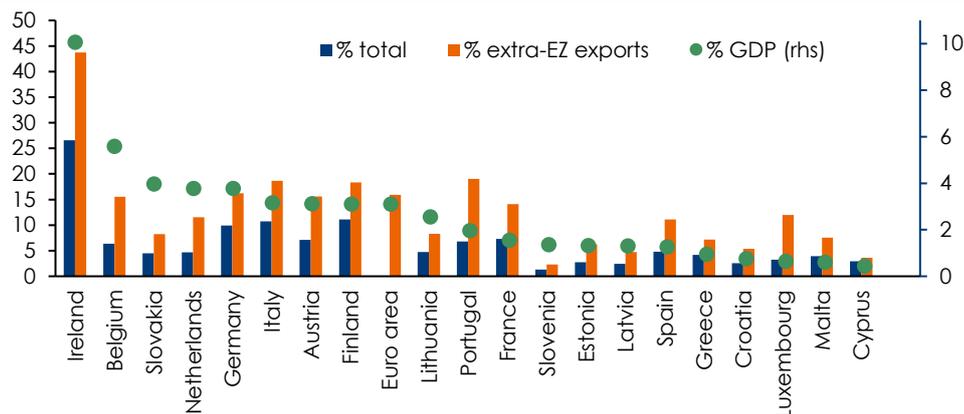
Data l'incoerenza e la variabilità degli annunci americani sulle politiche commerciali, è difficile dire se una tariffa del 10 o del 20% su tutti i prodotti importati dall'UE sia un'opzione probabile. Non si possono escludere annunci espliciti in tal senso simili a quelli visti nelle settimane scorse verso Canada e Messico, con la successiva apertura di un negoziato che potrebbe mettere sul tavolo maggiori acquisti di armamenti, energia o prodotti agricoli dagli USA, e/o la rinuncia a inasprire la tassazione sui colossi USA high-tech (nel 2018, un negoziato simile, aperto per scongiurare dazi sulle auto, incluse maggiori acquisti di GNL e soia). Inoltre, **è possibile che gli Stati Uniti attuino un aumento generalizzato delle tariffe su specifici settori o gruppi di prodotti** (auto, chimica/farmaceutica, macchinari, metalli), che quindi colpirebbero anche l'UE.

L'impatto diretto sull'economia europea e italiana, vista la limitata esposizione alla domanda statunitense, **potrebbe risultare complessivamente moderato** (stimiamo intorno allo 0,2% del PIL). In ogni caso, l'eventuale processo di stop-and-go, con annunci e poi rinegoziazioni (verosimilmente lunghe), porterebbe soprattutto a un **aumento dell'incertezza** che frenerebbe l'attività economica (in particolare gli investimenti delle imprese), anche nel caso in cui alla fine i minacciati dazi non fossero implementati. **Gli effetti negativi sull'attività economica sarebbero però decisamente amplificati nel caso di misure ritorsive applicate dall'UE contro gli Stati Uniti, o di un'escalation su scala globale della guerra commerciale.**

L'esposizione dell'Eurozona al commercio con gli Stati Uniti

L'economia dell'area euro è molto legata al commercio internazionale: l'export di beni pesa per circa il 20% del PIL e gli scambi europei rappresentano quasi il 15% del commercio globale. **Gli Stati Uniti sono la principale destinazione dell'export europeo**, seguiti da Regno Unito e Cina: rappresentano circa il 16% del totale dei flussi commerciali esterni all'Eurozona. **Il peso sul PIL è comunque modesto, intorno al 3%**. Per confronto, si ricordi che l'export verso gli Stati Uniti vale oltre il 20% del PIL per il Canada e quasi il 30% per il Messico.

Export di beni verso gli Stati Uniti delle economie dell'area euro



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

La dipendenza dalla domanda statunitense varia, comunque, molto da paese a paese. I più esposti sono Irlanda (10,1% del PIL) e Belgio (5,6%), mentre Cipro, Malta, Croazia e Grecia sono le economie dove il peso dell'export verso gli USA è inferiore all'1% del PIL. Il dato irlandese è però "gonfiato" dall'elevato numero di compagnie di leasing di aerei basate nel Paese. **Tra le principali economie, Germania (3,8% del PIL) e Italia (3,2%) sono decisamente più esposte rispetto a Francia (1,6%) e Spagna (1,3%).**

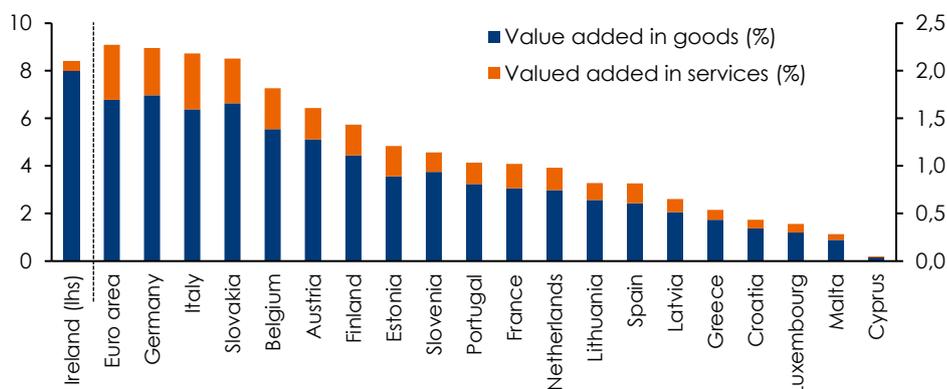
Export di beni verso gli Stati Uniti delle economie dell'area euro

| | Export to US (EUR Bn) | % total | % extra-EZ exports | % GDP | % Value added in exports to US |
|------------------|--------------------------|-------------|-----------------------|------------|-----------------------------------|
| Austria | 14.7 | 7.1 | 15.6 | 3.1 | 1.6 |
| Belgium | 33.3 | 6.3 | 15.5 | 5.6 | 1.8 |
| Cyprus | 0.1 | 3.0 | 3.6 | 0.4 | 0.0 |
| Germany | 157.7 | 9.9 | 16.2 | 3.8 | 2.2 |
| Estonia | 0.5 | 2.8 | 6.2 | 1.3 | 1.2 |
| Spain | 18.9 | 4.8 | 11.1 | 1.3 | 0.8 |
| Finland | 8.5 | 11.1 | 18.3 | 3.1 | 1.4 |
| France | 43.9 | 7.3 | 14.1 | 1.6 | 1.0 |
| Greece | 2.1 | 4.2 | 7.2 | 0.9 | 0.5 |
| Croatia | 0.6 | 2.5 | 5.4 | 0.8 | 0.4 |
| Ireland | 51.3 | 26.6 | 43.7 | 10.1 | 8.4 |
| Italy | 67.3 | 10.7 | 18.7 | 3.2 | 2.2 |
| Lithuania | 1.9 | 4.7 | 8.3 | 2.6 | 0.8 |
| Luxembourg | 0.5 | 3.3 | 12.0 | 0.7 | 0.4 |
| Latvia | 0.5 | 2.4 | 4.7 | 1.3 | 0.7 |
| Malta | 0.1 | 3.9 | 7.6 | 0.6 | 0.3 |
| Netherlands | 40.3 | 4.7 | 11.6 | 3.8 | 1.0 |
| Portugal | 5.2 | 6.8 | 19.0 | 2.0 | 1.0 |
| Slovenia | 0.9 | 1.3 | 2.3 | 1.4 | 1.1 |
| Slovakia | 4.9 | 4.5 | 8.2 | 4.0 | 2.1 |
| Euro area | 453.3 | 15.9 | | 3.1 | 2.3 |

Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, OECD TiVA

Al momento, **il dazio medio sui manufatti europei applicato dalle dogane statunitensi è circa l'1,4%. Ipotizzando che venga imposta una tariffa universale su tutte le esportazioni di beni provenienti dall'Eurozona pari al 10%, l'impatto diretto sarebbe pari allo 0,2% del PIL (l'1,3% dell'export di beni)**. L'impatto potenziale più ampio sarebbe quello sull'Irlanda (-0,9%), seguita da Belgio (-0,5%), Germania e Paesi Bassi (-0,3% per entrambi). Nell'ipotesi di dazio universale al 20%, l'esposizione per il complesso dell'Eurozona salirebbe a -0,6% del PIL. Si tratta del solo impatto diretto sull'export: l'effetto economico complessivo potrebbe essere più ampio, in quanto meno export implica meno produzione e occupazione, con effetti anche sulla domanda domestica, ma anche più basso se altri paesi fossero interessati da misure protezionistiche più pesanti, tali da portare a una riallocazione di quote di mercato a favore dell'UE.

Valore aggiunto generato domesticamente e contenuto nelle esportazioni di beni verso gli Stati Uniti (% del valore aggiunto totale)



Nota: dati al 2019, i dati per l'area euro escludono il commercio interno (l'Eurozona è considerata come singola economia e non come media pesata dei paesi). Fonte: Intesa Sanpaolo, OECD TiVA 2023

Per cogliere in maniera più precisa l'esposizione dell'area euro verso gli Stati Uniti, utilizziamo le tabelle input-output OECD TiVA per calcolare il **contributo, in termini di valore aggiunto generato domesticamente, delle economie europee nell'export di beni** derivante sia dal settore industriale che dai servizi. **Anche in questo caso, la dipendenza verso gli USA è limitata e si attesta a poco più del 2% per il complesso dell'Eurozona.** L'analisi sul valore aggiunto ridimensiona la dipendenza di economie come Belgio e Paesi Bassi mentre evidenzia come, al netto dell'Irlanda, i paesi più esposti sarebbero le due principali economie manifatturiere europee: Germania e Italia (per entrambe, l'export di beni verso gli USA pesa per il 2,2% del valore aggiunto generato internamente). Si conferma, infine, la limitata esposizione di Francia (1%) e Spagna (0,8%).

In sintesi, sia guardando al peso grezzo dell'export sul PIL che al contributo del valore aggiunto domestico, si evince come **un dazio orizzontale al 10% su tutte le esportazioni di beni europei verso gli Stati Uniti avrebbe un impatto diretto sull'attività economica di entità moderata, intorno allo 0,2% del PIL della zona euro.**

In uno scenario alternativo di applicazione di **dazi "reciproci"**, cioè nel caso in cui gli Stati Uniti applicassero alle importazioni provenienti dall'Unione Europea le stesse tariffe doganali che vengono applicate dall'UE nei confronti delle merci statunitensi, l'impatto diretto sarebbe più contenuto, ovvero meno di un decimo di PIL. I settori in cui in media i dazi europei sono superiori a quelli americani sono: alimentare, chimica, plastica, metalli e macchinari (per questo comparto, però, la differenza tra i dazi sulle due sponde dell'Atlantico è modesta). **Il settore che sarebbe, al contrario, più esposto è quello dei veicoli leggeri, dove si registra la differenza più ampia.**

Esposizione settoriale dell'Eurozona verso gli Stati Uniti

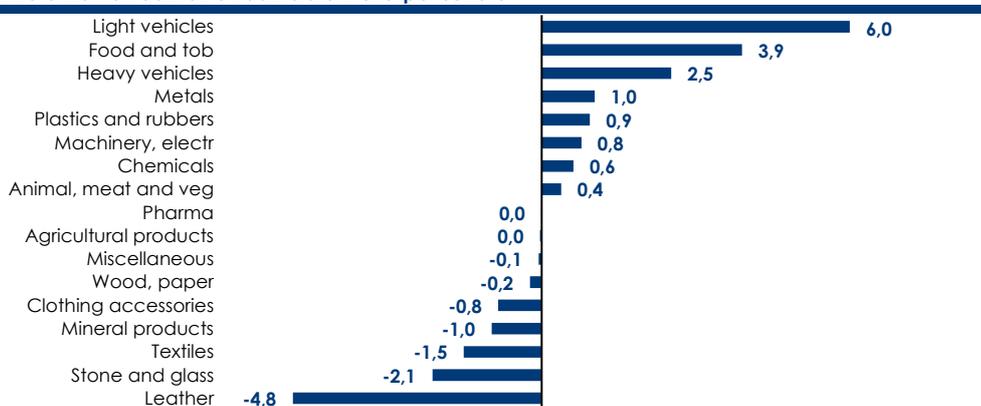
| | Total export (EUR Bn) | Export to US (EUR Bn) | % total EZ exports | US % total exports | % export to US | US dependency (%) | Current US tariffs on EU | Current EU tariffs on US |
|---------------------------------|--------------------------|--------------------------|-----------------------|-----------------------|-------------------|----------------------|-----------------------------|-----------------------------|
| Animal and animal products | 77.7 | 4.1 | 2.7 | 0.9 | 0.9 | 5.3 | 6.5% | 6.9% |
| Agricultural products | 36.8 | 3.7 | 1.3 | 0.8 | 0.8 | 10.2 | 1.4% | 1.4% |
| Food and tobacco | 141.5 | 17.0 | 5.0 | 3.8 | 3.8 | 12.0 | 3.7% | 7.5% |
| Mineral products | 157.4 | 15.3 | 5.5 | 3.4 | 3.4 | 9.7 | 1.0% | 0.1% |
| Chemicals | 235.9 | 46.0 | 8.3 | 10.2 | 10.2 | 19.5 | 1.9% | 2.5% |
| Pharmaceutical products | 265.1 | 82.8 | 9.3 | 18.3 | 18.3 | 31.2 | 0.0% | 0.0% |
| Plastics and rubbers | 121.5 | 12.3 | 4.3 | 2.7 | 2.7 | 10.1 | 4.0% | 4.9% |
| Raw hides, skins, leather | 26.6 | 3.6 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 13.5 | 7.5% | 2.7% |
| Wood, paper | 60.8 | 5.5 | 2.1 | 1.2 | 1.2 | 9.1 | 0.4% | 0.1% |
| Textiles and apparel | 84.7 | 6.8 | 3.0 | 1.5 | 1.5 | 8.0 | 8.4% | 6.9% |
| Footwear, headwear, accessories | 24.1 | 3.3 | 0.8 | 0.7 | 0.7 | 13.7 | 9.2% | 8.4% |
| Stone and glass | 83.6 | 12.2 | 2.9 | 2.7 | 2.7 | 14.6 | 3.3% | 1.2% |
| Metals | 180.6 | 20.1 | 6.3 | 4.4 | 4.4 | 11.1 | 1.7% | 2.7% |
| Machinery, electrical and parts | 710.0 | 109.7 | 24.9 | 24.2 | 24.2 | 15.5 | 1.0% | 1.8% |
| Light vehicles | 331.6 | 51.5 | 11.6 | 11.4 | 11.4 | 15.5 | 2.2% | 8.2% |
| Heavy vehicles | 99.1 | 19.4 | 3.5 | 4.3 | 4.3 | 19.5 | 0.2% | 2.7% |
| Miscellaneous | 210.9 | 39.9 | 7.4 | 8.8 | 8.8 | 18.9 | 0.4% | 0.4% |
| Total | 2847.8 | 453.3 | | 15.9 | | 18.2 | 1.4% | 1.6% |

Nota: US dependency calcolata come % delle esportazioni verso gli Stati Uniti sul totale delle esportazioni nel settore in esame. I dati sono calcolati come media pesata per i singoli prodotti esportati. Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, USITC, WITS

L'ipotesi di dazi "reciproci" da parte degli USA avrebbe quindi riflessi preoccupanti soprattutto

per il settore auto, che già prima dell'apertura di quest'ultimo fronte era considerato uno dei possibili bersagli della politica protezionista della nuova amministrazione USA. L'Automotive è, infatti, uno dei comparti in cui l'Eurozona registra i maggiori avanzi commerciali verso gli Stati Uniti (quasi 30 miliardi di euro), con dazi al 10% sulle automobili statunitensi importati dall'UE (la media per il settore dei veicoli è di 8,2%) a fronte di un più contenuto 2,5% sulle auto europee importate negli Stati Uniti.

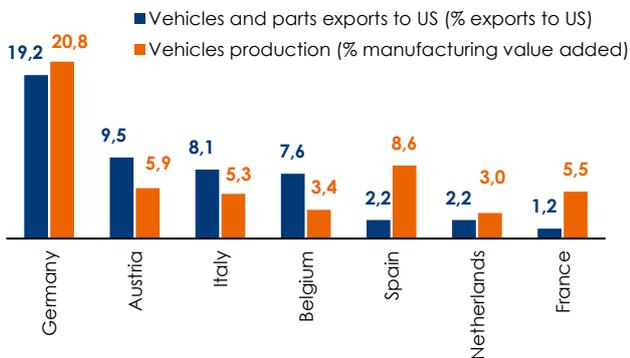
Differenza tra i dazi UE e i dazi statunitensi per settore



Fonte: Intesa Sanpaolo, WITS, USITC

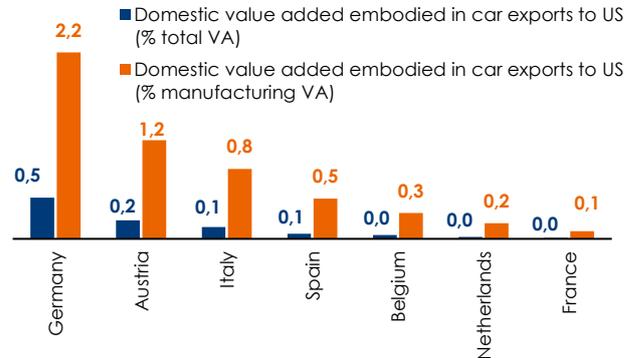
L'export di veicoli pesa per oltre l'11% del totale delle esportazioni europee, con il 15,5% dell'export del settore diretto verso gli Stati Uniti. **Non sorprendentemente, sarebbe la Germania il paese più penalizzato: l'export di auto rappresenta da solo quasi il 20% delle merci tedesche vendute negli Stati Uniti, con un contributo di 0,5% sul valore aggiunto domestico.** Tra le altre principali economie è interessante notare che la Spagna, pur essendo il secondo produttore di auto nell'area euro dopo la Germania, ha un'esposizione decisamente ridotta verso la domanda statunitense se paragonata per esempio all'Italia (che, inoltre, risentirebbe dell'elevata interconnessione con le filiere produttive tedesche).

Esposizione del settore auto in termini di valore aggiunto manifatturiero e di esportazioni verso gli USA



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

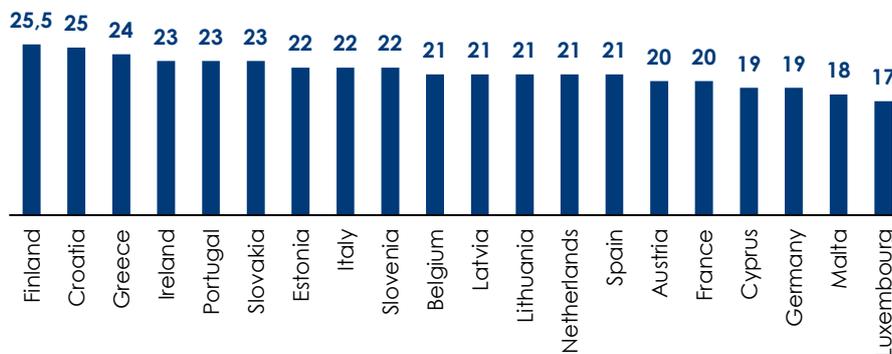
Contributo in termini di valore aggiunto generato domesticamente alle esportazioni di auto verso gli Stati Uniti



Fonte: Intesa Sanpaolo, OECD TiVA

L'ultima minaccia da parte della nuova amministrazione statunitense¹ implicherebbe un **ulteriore aumento dei dazi pari all'imposta sul valore aggiunto applicata dai singoli stati esportatori**. Gli Stati Uniti non hanno una normativa federale sull'IVA per i prodotti importati: si tratta di una materia di competenza dei singoli stati, che applicano, peraltro, aliquote relativamente contenute (tra il 4% e il 7,25%), a fronte di un'aliquota base media UE pari al 21% (anche se nei paesi UE si applicano aliquote IVA ridotte su numerosi articoli, per esempio gli alimenti e i prodotti agricoli). Ipotizzando che gli Stati Uniti aumentino i dazi a livelli tali da "pareggiare" le imposte standard sul valore aggiunto europee, **l'impatto sul PIL dell'Eurozona sarebbe più ampio, fino ad almeno raddoppiare, rispetto all'ipotesi di tariffe al 10%**. I rischi su queste stime sono, però, verso l'alto, soprattutto nel caso in cui nella definizione (piuttosto arbitraria) di "reciprocità" fossero inclusi altri fattori come l'eventuale presenza di sussidi o altri tipi di barriere non commerciali.

Imposta sul valore aggiunto standard (%) nelle economie dell'area euro



Fonte: Intesa Sanpaolo, Tax Foundation

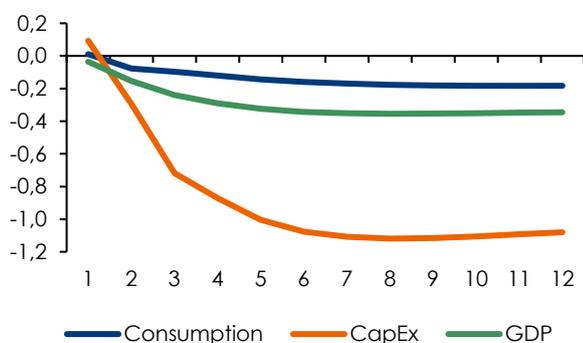
Sussistono, inoltre, dei fattori che potrebbero amplificare o ridimensionare l'impatto negativo derivante da un aumento dei dazi. In primo luogo, è lecito assumere che l'imposizione di tariffe

¹ Il [Memorandum on Reciprocal Trade and Tariffs](#) del 13 febbraio va anche oltre. In effetti, afferma che il governo americano contrasterà tutti i *non-reciprocal trading arrangements* determinando il livello equivalente dei dazi per ogni partner commerciale. Le dimensioni considerate sono: (1) dazi sui prodotti americani, (2) imposte "ingiuste, discriminatorie o extraterritoriali applicate dai nostri partner commerciali a imprese, lavoratori e consumatori americani, inclusa l'imposta sul valore aggiunto"; (3) costi derivanti da barriere non tariffarie, sussidi o requisiti regolamentari gravosi; (4) distorsioni dei tassi di cambio; (5) altre pratiche giudicate discriminatorie. Le misure dovrebbero essere annunciate dopo l'1/4, cioè al termine della ricognizione prevista dal Memorandum [America First Trade Policy](#) pubblicato il 20 gennaio.

doganali possa causare un apprezzamento del tasso di cambio del dollaro, rendendo meno costosi i prodotti europei per i consumatori statunitensi. Per esempio, **un deprezzamento dell'euro pari al 5% potrebbe neutralizzare quasi la metà dell'effetto dei dazi sulla domanda dei consumatori statunitensi, riducendone l'impatto sul PIL area euro fino a un decimo.**

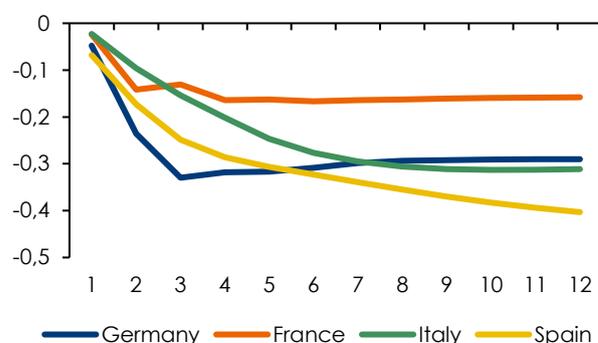
In ogni caso, il contesto di elevata incertezza potrebbe tradursi in uno **shock non indifferente sulla fiducia degli agenti economici** e, in particolare, sulle imprese, che potrebbero decidere di posticipare, se non annullare, le decisioni di investimento. Sulla base di un modello VAR con variabili economiche e finanziarie, stimiamo che **l'impatto cumulato di uno shock di incertezza di una deviazione standard nell'Eurozona possa essere quantificabile in circa tre decimi di PIL dopo tre anni**, concentrato, soprattutto, sugli investimenti fissi. Tale stima è coerente con la letteratura² che conferma l'importanza del canale delle aspettative come volano di trasmissione degli annunci di politica commerciale.

Impatto cumulato di uno shock pari a una deviazione standard di incertezza nell'Eurozona



Nota: impulse responses di un modello VAR con variabili economiche e finanziarie, dati trimestrali. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Impatto cumulato sul PIL di uno shock pari a una deviazione standard di incertezza



Nota: impulse responses di un modello VAR con variabili economiche e finanziarie, dati trimestrali. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Infine, c'è da precisare che in questa analisi non abbiamo considerato né l'eventuale risposta europea con **contro-dazi**, né **tariffe significativamente più alte sui prodotti cinesi**. Nel caso (probabile, a nostro avviso) di una configurazione asimmetrica dei dazi su scala globale, in cui la Cina venisse penalizzata in misura sproporzionata rispetto agli altri paesi, la minore domanda di beni cinesi da parte di consumatori e imprese statunitensi potrebbe rivolgersi verso prodotti di altre aree geografiche, tra cui l'Europa. Tuttavia, è anche possibile che l'eccesso di capacità produttiva cinese trovi sfogo su altri mercati, penalizzando la competitività domestica delle imprese europee. Viceversa, nel caso di **dazi imposti su scala globale** salirebbe anche l'esposizione dell'Eurozona (stimiamo di almeno un ulteriore mezzo punto), in quanto i beni e servizi provenienti dai paesi europei vengono utilizzati come beni intermedi in altre economie per la produzione di prodotti che hanno gli Stati Uniti come destinazione finale.

Impatto di un aumento dei dazi sull'economia italiana: un'analisi di elasticità

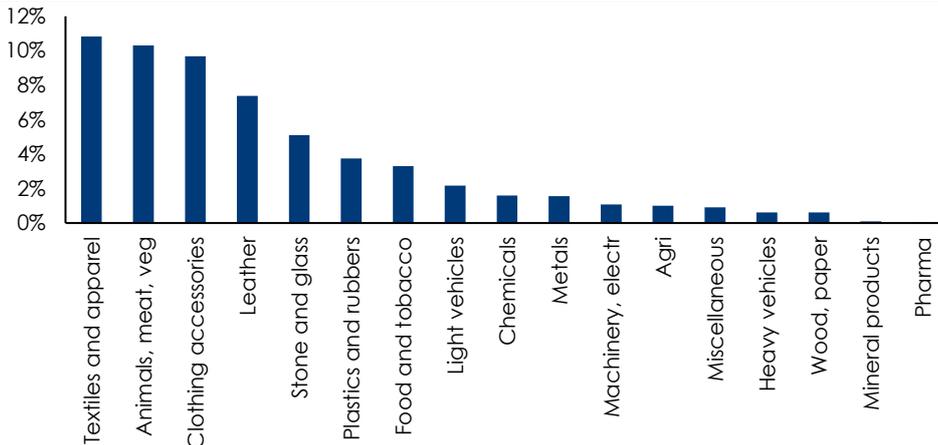
In Italia le vendite verso gli Stati Uniti (seconda destinazione del Made in Italy dopo la Germania) pesano per il 10,7% dell'export totale e per il 18,7% delle esportazioni extra-Eurozona, e poco più del 3% del PIL. **Per analizzare accuratamente gli effetti di un aumento dei dazi sull'export italiano, consideriamo l'elasticità della domanda statunitense al prezzo dei prodotti importati.** Infatti, a seconda dell'elasticità della domanda, i consumatori potrebbero decidere o di ridurre, in tutto

² Metiu, N. (2021). Anticipation effects of protectionist US trade policies. *Journal of International Economics*, 133, 103536

o in parte, gli acquisti di prodotti importati, oppure di mantenere invariati i volumi acquistati nonostante il maggior costo nel caso di beni considerati sostituibili.

Utilizziamo i dati USITC e WITS sui dazi applicati ai singoli prodotti italiani esportati negli Stati Uniti e **ipotizziamo che su ogni bene venga applicato un dazio al 10%, mentre lasciamo invariate le tariffe correnti nel caso in cui esse siano già superiori al 10%.**

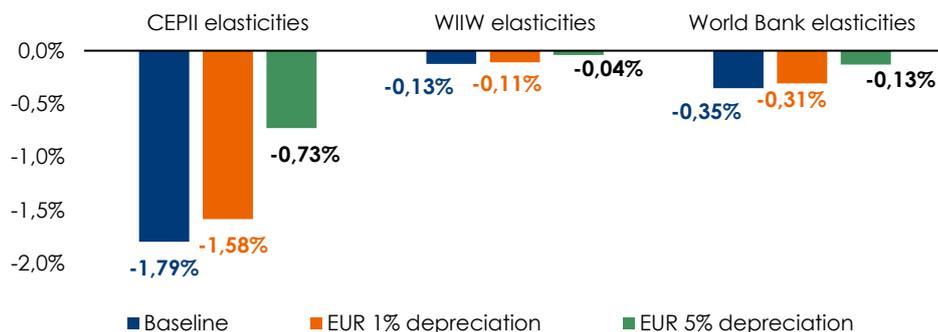
Dazio medio per selezionati settori applicato dagli Stati Uniti alle importazioni italiane



Note: dazio medio ottenuto come media pesata della tariffa AHS (stime WITS), sul valore delle esportazioni di un microsettore (e.g. HTS6) rispetto al totale delle esportazioni per il corrispettivo macrosettore (e.g. HTS5 aggregato da HTS6). Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, WITS

Ad oggi **il dazio medio** (pesato per l'export) **applicato alle merci italiane è circa il 2,5%**. I macrosettori più penalizzati sono tessile, abbigliamento e accessori (già intorno al 10%), a fronte di un'aliquota media al 2,5% per il settore auto. Le tariffe più basse si registrano per il farmaceutico. I dazi applicati ai singoli prodotti registrano un'elevata variabilità (sono pari al 350% per alcune qualità di tabacco, così come sono molto elevati sulle bevande zuccherate e altri prodotti dal peso ridotto sull'export). In ogni caso, su base macro-settoriale l'incremento di prezzo rispetto ai livelli correnti derivante da un dazio al 10% sarebbe marginale per l'abbigliamento e molto ampio per i medicinali.

Impatto sul PIL italiano di un dazio universale al 10% sull'export verso gli USA



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, WITS, CEPII, WIIW, World Bank

Utilizziamo, infine, i dati di elasticità per stimare l'effetto dell'incremento daziario sulla domanda statunitense di beni italiani e, di conseguenza, l'impatto sul PIL. Consideriamo tre diverse fonti per le stime di elasticità: Centre d'Études Prospectives et d'Informations Internationales (CEPII), Wiener Institut für Internationale Wirtschaftsvergleiche (WIIW) e World Bank. **Sulla base delle elasticità fornite dalla World Bank e dal WIIW, l'impatto di dazi orizzontali al 10% sul PIL italiano**

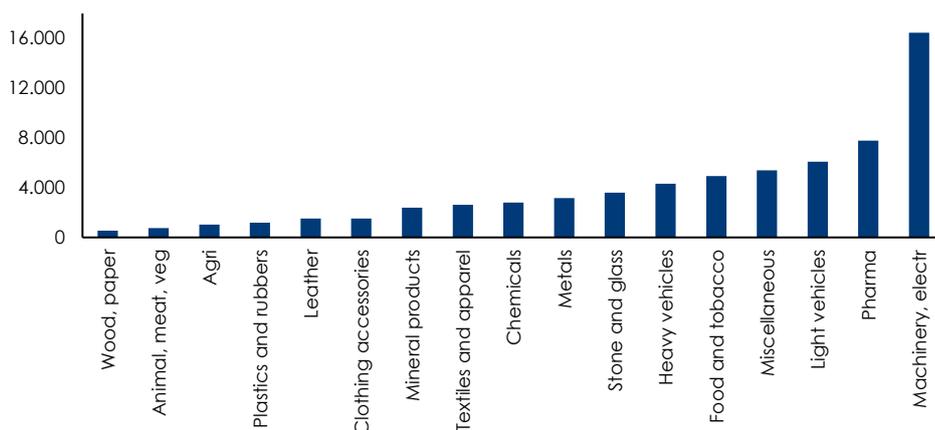
sarebbe modesto: rispettivamente di -0,35% e di -0,13%. Utilizzando invece i dati del CEPII, la riduzione dell'attività economica sarebbe più ampia, pari a -1,79%.

Peraltro, come argomentato in precedenza, le dinamiche valutarie dovrebbero agire in senso opposto e contribuire a limitare l'effetto dei dazi. Consideriamo due diversi scenari di deprezzamento dell'euro rispetto al dollaro: dell'1% e del 5%. **A seconda dell'entità del deprezzamento della valuta, gli impatti dei dazi sul PIL italiano si ridurrebbero di qualche decimo, fino a dimezzarsi nel caso di un indebolimento del 5%.**

La significativa discordanza tra i risultati ottenuti utilizzando le stime di elasticità del CEPII rispetto alle altre due fonti può essere attribuita ad almeno due ragioni: in primo luogo, i dati di CEPII sono globali, il che potrebbe non catturare accuratamente le specifiche abitudini dei consumatori statunitensi; inoltre, il dataset di CEPII include un diverso numero di osservazioni e di copertura settoriale rispetto alle altre fonti. Per queste ragioni, **riteniamo più affidabili le simulazioni ottenute attraverso le stime di elasticità fornite dalla World Bank e dal WIIW.**

Il dataset di elasticità fornito dal WIIW è quello che presenta la migliore copertura settoriale, soprattutto per i micro-comparti più rilevanti nell'interscambio tra Italia e gli Stati Uniti. **Utilizziamo quindi le elasticità settoriali calcolate dal WIIW per effettuare un'analisi più granulare in grado di cogliere la perdita potenziale in termini di export per i principali settori economici.**

Esportazioni di beni italiani verso gli Stati Uniti (milioni di euro)

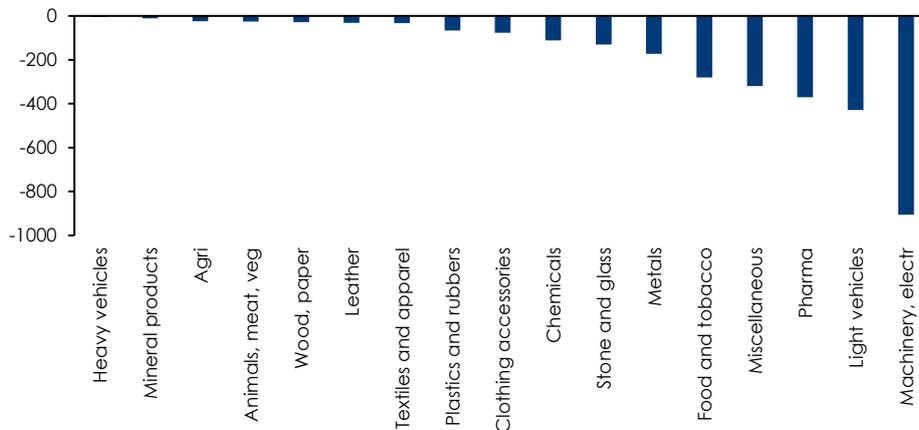


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Le nostre fonti non forniscono una stima di elasticità per tutti i prodotti: per coprire questa lacuna, assumiamo che, ove non disponibile, l'elasticità sia pari a quella di prodotti comparabili (a livello di dettaglio HTS6 o HTS5). Otteniamo risultati leggermente diversi a seconda delle aggregazioni ma nel complesso **le stime sono robuste a diverse ipotesi di elasticità settoriale.**

Il risultato di queste simulazioni è che **l'export perso per l'Italia sarebbe quantificabile in circa 3 miliardi di euro**; quasi un miliardo sarebbe rappresentato da macchinari e relativa componentistica (circa il 5% dell'export totale del settore negli Stati Uniti), seguito da veicoli leggeri (come automobili e motocicli) e farmaceutica, con circa mezzo miliardo di perdite per il primo comparto e 370 milioni per il secondo. Al contrario, i comparti che perderebbero maggiori quote di mercato rispetto al totale delle proprie vendite negli Stati Uniti sarebbero quelli che presentano la maggiore elasticità della domanda al prezzo e/o dazi attuali più bassi, come prodotti minerali, veicoli leggeri (oltre il -6%) e macchinari (-5%). Viceversa, i quasi 400 milioni di export a rischio per il settore farmaceutico rappresenterebbero "solo" il 4,6% del totale delle vendite del settore negli USA.

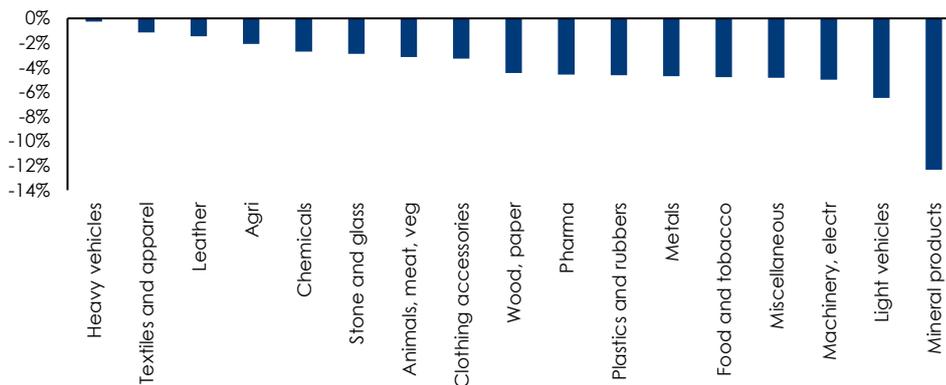
Perdita di export italiano (milioni di euro) nel caso di un dazio universale al 10% dagli USA



Nota: dati in milioni di euro. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati WITS, WIIW

In sintesi, **in uno scenario di dazi USA su tutti i prodotti al 10%, stimiamo un impatto diretto sul PIL italiano tra lo 0,35% e lo 0,13% (effetto che sarebbe più contenuto in caso di deprezzamento dell'euro).**

Export a rischio per l'Italia in caso di dazi USA al 10%, in % del totale dell'export del settore verso gli Stati Uniti



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati WITS, WIIW

Le stime delle banche centrali: una rassegna

Le proiezioni di dicembre dello staff BCE non incorporavano l'effetto di una guerra commerciale, ma alcune banche centrali nazionali dell'Eurosistema hanno pubblicato stime dell'impatto di un innalzamento dei dazi doganali. **Le stime si collocano in un intervallo piuttosto ampio, a seconda delle differenti ipotesi alla base delle simulazioni.** Lo scenario più pessimistico è quello delineato dalla **Bundesbank** che, ipotizzando dazi al 10% su scala globale e successiva ritorsione da parte dei partner commerciali, stima un impatto cumulato sul PIL tedesco in tre anni di 1,3-1,4%. L'**Oesterreichische Nationalbank** quantifica l'effetto cumulato in tre anni sull'economia dell'Eurozona in circa lo 0,5%, che salirebbe a quasi l'1% assumendo anche dazi al 60% verso le merci cinesi, e all'1,4% nel caso di misure ritorsive. Meno pessimista il **Banco de España** che, utilizzando diversi modelli, stima un impatto intorno a 0,6% cumulato su tre anni, anche assumendo l'implementazione di contro-dazi nei confronti delle merci statunitensi importate in Eurozona. Il governatore della **Banca d'Italia**, in un recente discorso, ha esplicitato una stima

d'impatto pari a circa lo 0,5% sul PIL area euro nel caso di dazi al 60% verso la Cina e fino al 20% verso il resto del mondo. Infine, il **Fondo Monetario Internazionale** nel World Economic Outlook dello scorso ottobre stima per l'Eurozona (considerando anche le successive ritorsioni) un effetto cumulato di circa 0,4% in tre anni, che aumenterebbe, fino a quasi raddoppiare, in un contesto di incertezza significativamente più elevata.

Le analisi delle Banche centrali sembrano quindi suggerire come una tariffa universale del 10% (accompagnata da misure di ritorsione) **possa avere un impatto sul PIL dell'area euro quantificabile, in media, in circa mezzo punto di PIL nel giro di due-tre anni.** L'impatto sull'inflazione è viceversa incerto: in teoria, i contro-dazi imposti dalla UE verso gli USA farebbero salire l'inflazione domestica; tuttavia, il peso dell'import dagli USA è limitato, e potrebbero prevalere le spinte al ribasso sull'inflazione derivanti dalla minore crescita della domanda.

In conclusione, la stima d'impatto di un aumento dei dazi nei confronti dell'area euro è un esercizio complesso in quanto sono in gioco innumerevoli fattori, e i risultati sono altamente dipendenti non solo dalle ipotesi di base (inclusa la configurazione dei dazi su scala mondiale) ma anche da considerazioni di tipo microeconomico sull'elasticità della domanda statunitense ai prezzi dei singoli prodotti e sulle conseguenti scelte di acquisto da parte degli importatori. Il già citato memorandum del 13 febbraio, l'adozione di dazi del 25% sull'import di acciaio e alluminio e le dichiarazioni del 18 febbraio riguardo all'introduzione di dazi settoriali specifici del 25% su import di autoveicoli, prodotti farmaceutici e microchip evidenzia l'elevata **variabilità e incertezza della posizione statunitense**³, che non segue uno schema coerente.

Nel complesso, **l'esposizione diretta dell'Eurozona nei confronti degli Stati Uniti è relativamente contenuta**, e decisamente inferiore rispetto alle economie di Canada e Messico. **Dazi "asimmetrici" su scala globale (significativamente più elevati nei confronti della Cina) o misure ritorsive contro gli Stati Uniti andrebbero però ad amplificare il costo in termini di minore crescita europea, attraverso una frenata del commercio globale.** Anche lo shock negativo sulla fiducia degli agenti economici derivante dalla maggiore **incertezza** avrebbe un impatto rilevante, mentre le **dinamiche valutarie** potrebbero sterilizzare in parte l'effetto negativo sulla crescita.

³ "Trump says he will introduce 25% tariffs on autos, pharmaceuticals and chips", Reuters, 18 febbraio 2025. I dazi sull'import di acciaio e alluminio saranno operativi dal 12 marzo (v. [Adjusting Imports of Steel into the US](#) e [Adjusting Imports of Aluminum into the US](#)). Ricordiamo altresì che salvo nuovi e non improbabili rinvii, dal 4 marzo potrebbero divenire operativi anche dazi del 25% sull'import dal Messico ([Imposing duties to address the situation at our southern border](#) del 1/2 e successivo [Progress on the situation at our Southern border](#) del 3/2) e dazi del 10 o 25% sulle importazioni dal Canada ([Imposing Duties to Address the Flow of Illicit Drugs Across Our Northern Border](#) del 1/2 e successivo [ordine di rinvio del 3/2](#)). Anche la soppressione dell'eccezione *de minimis* sull'import dalla Cina prevista dall'ordine esecutivo [Imposing Duties to Address the Synthetic Opioid Supply Chain in the People's Republic of China](#) dell'1/2, che includeva anche l'aumento del 10% dei dazi esistenti, è stata poi rinviata con successivo [emendamento del 5 febbraio](#) fino a "notifica da parte del Segretario al Commercio al Presidente dell'esistenza di sistemi adeguati per elaborare e riscuotere in modo completo e rapido le entrate tariffarie applicabili".

Appendice

Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

Gli analisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Intesa Sanpaolo S.p.A., Intesa-Sanpaolo S.p.A.-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo S.p.A. non si assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

CH: Queste informazioni costituiscono un'advertisement in relazione agli strumenti finanziari degli emittenti e non sono prospetto informativo ai sensi della legge svizzera sui servizi finanziari ("SerFi") e nessun prospetto informativo di questo tipo è stato o sarà preparato per o in relazione all'offerta degli strumenti finanziari degli emittenti. Le presenti informazioni non costituiscono un'offerta di vendita né una sollecitazione all'acquisto degli strumenti finanziari degli emittenti.

Gli strumenti finanziari degli emittenti non possono essere offerti al pubblico, direttamente o indirettamente, in Svizzera ai sensi della FinSa e non è stata né sarà presentata alcuna richiesta per l'ammissione degli strumenti finanziari degli emittenti alla negoziazione in nessuna sede di negoziazione (Borsa o sistema multilaterale di negoziazione) in Svizzera. Né queste informazioni né qualsiasi altro materiale di offerta o di marketing relativo agli strumenti finanziari degli emittenti possono essere distribuiti pubblicamente o resi altrimenti disponibili al pubblico in Svizzera.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15a-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite pubblicazione sul sito web della Banca - Q&A on Investor Protetico topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte

di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e LSEG Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate da Research Department di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – in accordo con quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli emittenti di strumenti finanziari, e le società del loro gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

Intesa Sanpaolo Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Mario Di Marcantonio

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

andrea.volpi@intesasnpaolo.com