

Macro Rapid Response

Dazi 'reciproci' versione 2: quali effetti?

Il governo statunitense ha ulteriormente rinviato al 1° agosto l'applicazione dei dazi bilaterali introdotti il 2 aprile, ma modificandone alcuni. Potrebbe trattarsi di un tentativo di forzare la mano nelle trattative in corso, ma è bene non escludere nulla: l'amministrazione americana ha bisogno delle entrate che derivano dai dazi per finanziare la sua agenda fiscale. Quali sarebbero le conseguenze economiche se fossero davvero applicati? Sotto ipotesi severe di impatto su export e fiducia, in Europa potrebbe anche verificarsi una modesta recessione tra fine 2025 e inizio 2026. A quel punto, la BCE taglierebbe i tassi ben sotto il 2%, aiutando la successiva ripresa della crescita economica.

Il 7 luglio, poco prima della scadenza della prima proroga all'introduzione dei dazi bilaterali annunciati il 2 aprile e poi sospesi appena una settimana dopo, il governo statunitense ha annunciato un secondo rinvio al 1° agosto. Lo stesso giorno, tuttavia, ha anche comunicato che alcuni paesi avrebbero ricevuto comunicazioni riguardanti il dazio bilaterale aggiuntivo che gli sarebbe stato applicato a partire dal 1° agosto, in luogo della tariffa base del 10% in vigore. Sulla base di logiche misteriose, sono state mandate lettere anche a paesi il cui interscambio commerciale con gli Stati Uniti è irrisorio e che possono contribuire ben poco al ribilanciamento esterno. Nei giorni seguenti, la lista si è allungata includendo paesi inizialmente non previsti: Messico, Canada, Brasile e poi gli stati membri dell'Unione Europea (che ha una trattativa in corso per un accordo quadro). I nuovi dazi sono in parte identici a quelli comunicati il 2 aprile (4 casi), talora più alti (6), spesso più bassi (8 paesi): tuttavia, poiché i maggiori partner commerciali degli Stati Uniti si vedono proposti dazi più elevati di quelli previsti il 2 aprile, l'effetto netto delle modifiche è nella direzione di aumentare le barriere commerciali: secondo [The Budget Lab](#), il dazio medio effettivo applicato dagli Stati Uniti salirebbe dal 15,8 al 20,6%. La comunicazione più surreale è quella inviata al Brasile, che ha subito un aumento dei dazi rispetto ad aprile come punizione per i procedimenti giudiziari in cui è imputato l'ex-presidente Bolsonaro.

Tabella 1 - I dazi annunciati a luglio dal governo statunitense, con decorrenza dal 1° agosto 2025

Paese	Dazio 2/4	Dazio (nuovo)	Paese	Dazio 2/4	Dazio (nuovo)
Giappone	24%	25%	Kazakhstan	27%	25%
Corea	25%	25%	Laos	48%	40%
Unione Europea	20%	30%	Myanmar	44%	40%
Brasile	10%	30%	Tunisia	28%	25%
Canada	25%	35%	Bosnia - Herzegovina	35%	30%
Messico	25%	30%	Serbia	37%	35%
Sud Africa	30%	30%	Bangladesh	37%	35%
Malaysia	24%	25%	Cambogia	49%	36%
Indonesia	32%	32%	Thailandia	36%	36%

Fonte: The White House

A parte gli intenti punitivi nei confronti del Brasile, le **motivazioni** dietro questa nuova escalation del protezionismo americano sono poco chiare. Una possibilità è che l'amministrazione Trump voglia mettere pressione sui paesi che hanno trattative commerciali in corso per indurli ad accettare condizioni più sfavorevoli e a chiudere rapidamente le trattative in corso. Una seconda ipotesi, però, è che l'amministrazione abbia tratto conforto dall'assuefazione dei mercati e dalle conseguenze finora limitate sull'economia americana e sull'opinione pubblica, percependo di aver ricevuto una sorta di via libera all'uso aggressivo dei dazi per coprire il costo dell'OBBA e promuovere la propria controversa agenda di *reshoring* accelerato della produzione manifatturiera. Nel secondo caso, l'idea sarebbe quella di applicare davvero i dazi,

15 luglio 2025

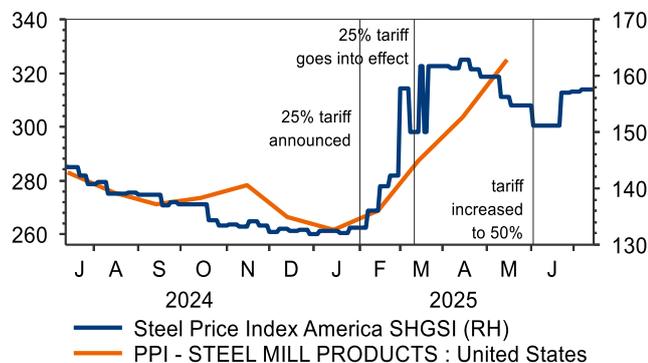
Research Department

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

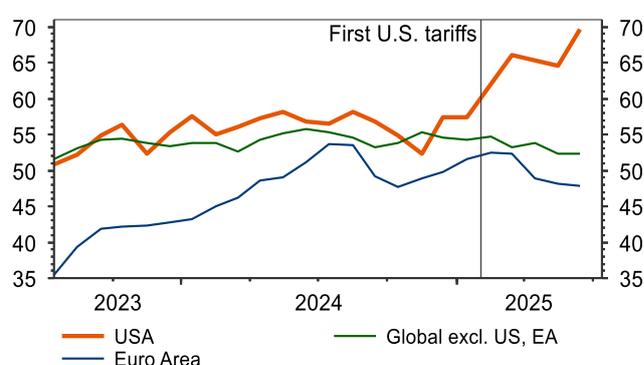
testando fino a dove ci si può spingere nella loro implementazione e poi facendo marcia indietro se le reazioni interne diventano troppo negative.

Fig. 1 - I prezzi dell'acciaio mostrano un'elevata trasmissione dei dazi



Fonte: LSEG Datastream

Fig. 2 - I costi dei beni intermedi salgono negli Stati Uniti, non in Europa ed Asia



Fonte: S&P Global

Finora, negli Stati Uniti **i dazi hanno avuto impatti inflattivi evidenti soltanto a livello di costi di produzione delle imprese manifatturiere**, che hanno una dinamica divergente rispetto a quella osservabile in Europa e Asia, e di prezzi di alcuni beni di consumo importati. Tuttavia, come aveva evidenziato un' [analisi della Federal Reserve](#) pubblicata a maggio e riferita ai soli dazi di febbraio-marzo 2025, **la trasmissione ai prezzi finali è stata inizialmente molto inferiore a quella massima teorica** (0,3% sui prezzi dei beni core, 0,1% sull'inflazione totale) e compensata da altri fattori disinflazionistici. Il Budget Lab stima che in caso di *pass-through* totale nella versione con i nuovi dazi bilaterali (implementati in modo permanente), il livello dei prezzi al consumo salirebbe del 2,1% rispetto allo scenario senza dazi. Al momento, senza attuazione delle nuove tariffe, prevediamo un picco del tasso di inflazione al 3,5% a inizio 2026. Può darsi che l'Amministrazione Trump sia ancora convinta di poter limitare l'aumento dei prezzi attraverso la pressione sulle imprese, e che un modesto aumento transitorio dell'inflazione non comporti danni politici irreparabili. **Per quanto riguarda la crescita, la stessa analisi del Budget Lab stima un impatto negativo massimo di -0,9% a inizio 2026 e di -0,3% nel lungo termine**: non abbastanza per causare, da solo, una recessione dell'economia americana. La natura più cronica che acuta dei danni causati dai dazi spiega anche perché la reazione dei mercati sia così tranquilla. Soltanto clamorosi errori di *policy*, quali misure che inceppino filiere produttive cruciali o che inducano gli investitori esteri a temere per il valore dei loro investimenti in dollari, potrebbero far tornare livelli di tensione tanto elevati come quelli di aprile.

Una stima degli effetti diretti sull'economia europea

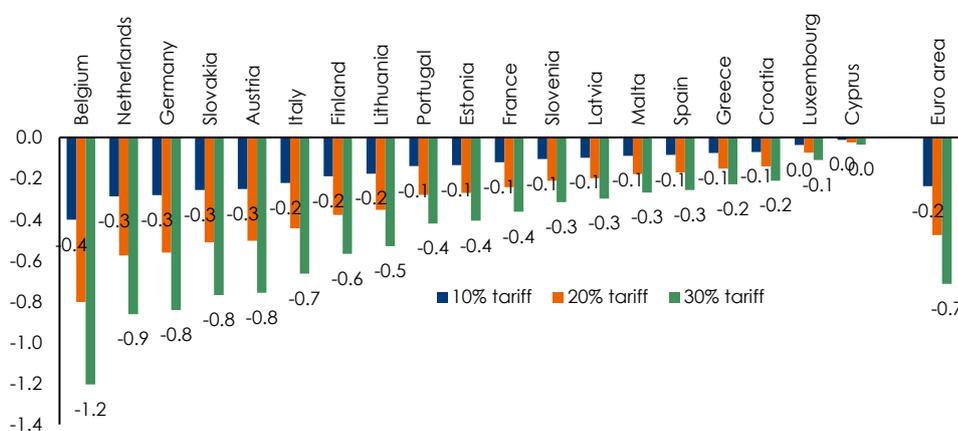
Applicando la metodologia già utilizzata da Andrea Volpi e Giuseppe Lista in febbraio per valutare gli effetti del dazio base¹, si può ricavare una stima degli effetti diretti su export e PIL anche della nuova struttura di barriere commerciali. La metodologia assume un totale *pass-through* ai prezzi di vendita (ipotesi in realtà aggressiva: è probabile che i prezzi all'importazione calino dopo l'introduzione dei dazi) e quindi stima la variazione dei volumi sulle base delle elasticità della domanda americana per le singole categorie merceologiche. Sotto tali ipotesi, si ricava un **impatto pari a -0,6/0,7% del PIL per l'Italia**. Il grafico seguente riporta stime per l'eurozona effettuate con ipotesi semplificate riguardo all'elasticità della domanda ma sempre

¹ [Focus Area Euro - La roulette dei dazi, quale effetto su Eurozona e Italia?](#), Intesa Sanpaolo, febbraio 2025.

sotto assunzione di pieno *pass-through*. **L'impatto sul PIL dell'area euro salirebbe a 0,7%**, con un incremento di 0,5 punti percentuali rispetto a quanto ipotizzato nel nostro scenario base.

Alcune note di cautela sono opportune. In primo luogo, la metodologia applicata risulta in una valutazione di impatto che cresce proporzionalmente con il dazio. Però, **quando i dazi divengono molto elevati potrebbero subentrare degli effetti-soglia equivalenti a un drastico aumento dell'elasticità della domanda**. Inoltre, si riducono anche gli spazi per assorbire il dazio nei margini, riducendo il *pass-through*. Dovremo quindi attenderci effetti relativamente più intensi con dazi molto elevati: alcuni beni non sarebbero più esportati del tutto. In secondo luogo, lo shock negativo coordinato subito dall'export può attivare una sequenza di **assestamenti secondari transfrontalieri** (via interconnessioni commerciali) e **domestici** (via indotto dei settori direttamente colpiti e riduzione dei redditi). Infine, è probabile che lo shock sia in parte compensato da una **reazione di politica economica**, ma con tempi di azione più dilatati. Che cosa accade se consideriamo tali aspetti?

Fig. 3 - Stima dell'impatto diretto dei dazi in caso di *pass-through* completo



Nota: la stima semplificata riportata in questo grafico assume una elasticità uniforme della domanda pari a 0.75. Fonte: Intesa Sanpaolo – Research Department.

La somma di effetti diretti e indiretti potrebbe causare una blanda recessione

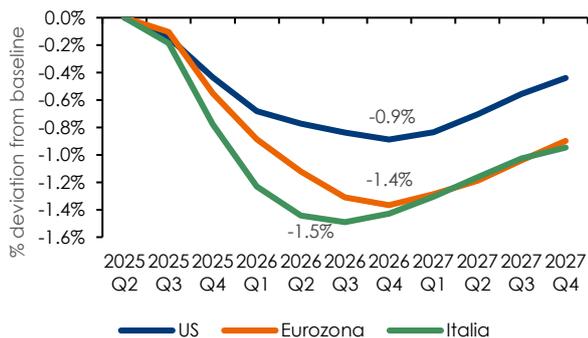
Inserendo lo shock nel contesto di un modello dell'economia globale che può tenere conto delle interdipendenze dinamiche descritte sopra, l'effetto complessivo dello shock risulta decisamente maggiore². **La simulazione è stata deliberatamente condotta con ipotesi molto più sfavorevoli rispetto ad altri esercizi precedenti**: infatti, ipotizziamo un apprezzamento del cambio euro/dollaro (più alto del 3% nel 2026 rispetto allo scenario base), una elevata reattività dell'export ai dazi, una flessione degli indici azionari e un calo della fiducia delle imprese (con ripercussioni sugli investimenti).

Sotto tali ipotesi peggiorative, **nel 2026 il livello del PIL dell'eurozona sarebbe di 1,4 punti percentuali più basso rispetto allo scenario base**, appesantito anche da effetti sfavorevoli di confronto statistico: **rispetto al 2025, si potrebbe verificare una marginale contrazione (-0,2%)**, associata a una modesta recessione fra il secondo semestre 2025 e il primo trimestre 2026. La media annua 2025 si ridurrebbe di due decimi. **Nel 2027 la crescita tornerebbe a essere positiva**,

² Il modello impiegato è il World Model di Oxford Economics. La simulazione è stata effettuata a partire dalla nostra previsione di base di giugno 2025, imponendo i dazi bilaterali su tutto l'orizzonte e aggiungendo dei condizionamenti ulteriori alla risposta dell'export di merci di Germania, Francia, Italia, Spagna, Paesi Bassi e Belgio che riflettono le stime della fig. 3. Inoltre, è stato imposto un apprezzamento del cambio euro/dollaro (il modello prevederebbe un indebolimento).

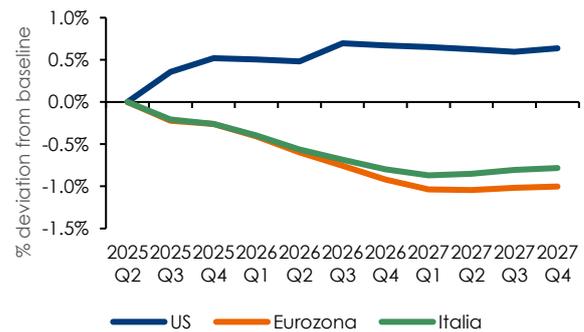
più alta che nello scenario base (1,8%): incidono positivamente effetti favorevoli di confronto statistico e la reazione di politica economica avviata nei mesi precedenti. **Anche negli Stati Uniti l'impatto è negativo, sia pur meno ampio:** non ipotizzando una piena trasmissione ai prezzi finali dei dazi, la deviazione dallo scenario base è limitata a **0,8 punti percentuali nel 2026** e l'economia americana non entra in recessione. I costi occupazionali nel 2026 sono stimati in circa 400 mila unità negli Stati Uniti e in circa 670 mila nel complesso della zona euro. La figura 4 mostra il profilo trimestrale delle deviazioni dallo scenario base risultanti dalla simulazione.

Fig. 4 - Stima dinamica dell'impatto sul PIL (deviazione dal livello base)



Fonte: Intesa Sanpaolo – Research Department

Fig. 5 - Stima dinamica dell'impatto sui prezzi (deviazione dal livello base)



Fonte: Intesa Sanpaolo – Research Department

Mentre gli effetti sulla crescita sono negativi sia per gli Stati Uniti sia per l'Eurozona, **l'impatto sui prezzi è opposto: il livello è di 0,5 punti percentuali più alto negli Stati Uniti**, dove l'inflazione tocca il 4% a fine 2025 per tornare sotto il 3% soltanto a fine 2026, **mentre l'inflazione scende ben sotto l'obiettivo BCE nell'area euro.**

La combinazione di spinte recessive e di inflazione significativamente inferiore al 2% giustificherebbe una **politica monetaria espansiva, con riduzione del tasso BCE sui depositi a 1,0-1,25%**. Negli Stati Uniti, invece, non vi sarebbero motivi per pensare a un taglio dei tassi più profondo di quello già incorporato nello scenario base, con punto di arrivo a 3,00-3,25%. Proprio la prospettiva di un rapido allentamento della politica monetaria BCE potrebbe aiutare a prevenire il rafforzamento del cambio che è stato ipotizzato nella simulazione. Altri fattori che potrebbero aiutare a mitigare gli impatti negativi dei dazi americani, in aggiunta alle misure ordinarie di sostegno alla domanda, potrebbero essere la ratifica di accordi commerciali con altri paesi o un'accelerazione delle misure interne per il rilancio della competitività. Fermo restando che **l'imposizione di elevati dazi sulle importazioni da parte degli Stati Uniti è una politica scellerata, che peggiora le prospettive economiche globali (includendo quelle americane), per perseguire obiettivi domestici probabilmente neppure conseguibili con tale strumento.**

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 Profetico 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)

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

Alessio Tiberi

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

Mario Di Marcantonio

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

Allegra Fiore

allegra.fiore@intesasnpaolo.com

Andrea Volpi

andrea.volpi@intesasnpaolo.com