

Allianz Research | 07 Novembre 2024

La rielezione di Donald Trump e le implicazioni della vittoria repubblicana

Ludovic Subran
Chief Economist

ludovic.subran@allianz.com

Jordi Basco Carrera
Lead Investment Strategist

jordi.basco_carrera@allianz.com

Ana Boata
Head of Economic Research

ana.boata@allianz-trade.com

Maxime Darmet
Senior Economist US-UK-France

maxime.darmet@allianz-trade.com

Bjoern Griesbach
Senior Economist EZ & Investment Strategist

bjoern.griesbach@allianz.com

Francoise Huang
Senior Economist APAC

francoise.huang@allianz-trade.com

Ano Kuhanathan
Head of Corporate Research

ano.kuhanathan@allianz-trade.com

Sivagaminathan Sivasubramanian
Data Analyst

sivagaminathan.sivasubramanian@allianz-trade.com

Giovanni Scarpato
Research Assistant

giovanni.scarpato@allianz.com

In sintesi

1. Prospettive per l'inflazione, il PIL e i Fed Funds: la vittoria del presidente Trump alle elezioni statunitensi e il probabile pieno controllo repubblicano del Congresso non cambiano molto le nostre previsioni per il PIL statunitense, con l'allentamento fiscale che probabilmente compenserà ampiamente i fattori negativi della crescita. Ma ora ci aspettiamo che l'inflazione salga al 2,9% e al 3,4% nel 2025 e nel 2026. I tassi dei Fed Funds dovrebbero rimanere bloccati al 4,0% nel 2025 e al 4,25% nel 2026. Tuttavia, se Trump dovesse spingere per una guerra commerciale a tutti gli effetti (il nostro scenario al ribasso), la crescita del PIL sarebbe molto più bassa (+0,7% nel 2025 e +1,6% nel 2026), mentre i tassi dei Fed funds si attesterebbero al 3,75% entro il 2026 poiché l'inflazione rimarrebbe elevata.

2. Politica fiscale: prevediamo che il presidente Trump approverà un pacchetto fiscale di circa lo 0,5% del PIL entro la fine del 2025 (al netto dei risparmi), nonché il rinnovo completo del Tax Cuts and Jobs Act del 2017 (TCJA, che porterà il pacchetto fiscale totale all'1,6% del PIL). L'appetito per uno stimolo fiscale più ampio sarà probabilmente limitato, dato lo stato precario delle finanze pubbliche statunitensi. Ciononostante, nel 2026 il disavanzo federale dovrebbe superare il -8% del PIL.

3. Politica commerciale : il presidente Trump dovrebbe aumentare i dazi sulle importazioni statunitensi già nel secondo trimestre del 2025 attraverso un ordine esecutivo, aumentando inizialmente i dazi al 25% per le importazioni cinesi e al 5% per le importazioni dal resto del mondo, esclusi Canada, Messico e beni critici. Stimiamo che le esportazioni globali per un valore di 135 miliardi di dollari sarebbero a rischio, pari al 4% dei guadagni previsti dalle esportazioni globali per il 2025-26. In uno scenario grave, in cui gli Stati Uniti aumentassero i dazi sulle merci cinesi complessive al 60% e sulle merci provenienti dal resto del mondo al 10%, l'impatto sarebbe significativamente più elevato, con le esportazioni totali a rischio che salirebbero a 510 miliardi di dollari. Il costo potenziale per la crescita del PIL globale potrebbe aumentare fino a una riduzione di -0,8 punti percentuali nel corso di un anno in uno scenario di guerra commerciale a tutti gli effetti, il che significa che quasi un terzo della crescita globale andrebbe perso.

4. Mercati dei capitali: i mercati hanno reagito rapidamente, con l'USD che si è apprezzato di circa l'1,5% rispetto all'euro e si è rafforzato rispetto ad altre valute importanti come lo yen giapponese e lo yuan cinese. Anche i rendimenti dei titoli di Stato statunitensi sono aumentati in modo significativo, trainati dalle aspettative di inflazione più elevate, mentre i rendimenti tedeschi sono scesi, evidenziando una divergenza transatlantica. I mercati azionari globali hanno aperto in verde, ma hanno chiuso in rosso al di fuori degli Stati Uniti. Ciononostante, la risposta complessiva del mercato è stata più modesta rispetto al 2016, poiché gran parte del "Trump trade" era già stato prezzato. In prospettiva, ci aspettiamo che i tassi d'interesse statunitensi a lungo termine rimangano elevati, influenzati dall'aumento delle aspettative di

inflazione, dal minor allentamento monetario e dai persistenti disavanzi fiscali. È probabile che i rendimenti tedeschi rimangano bassi a causa dell'orientamento accomodante della BCE e della limitata offerta di obbligazioni derivante dal freno al debito tedesco. Ci aspettiamo un piccolo impulso per gli asset rischiosi statunitensi nel 2024, con un certo slancio che prende piede, seguito da una sovraperformance strutturale nel medio periodo a causa del reshoring e delle condizioni fiscalmente vantaggiose. Nonostante una leggera revisione al rialzo delle nostre previsioni di rendimento totale a fine anno, prevediamo che la volatilità continuerà in futuro.

Quanto sono inflazionistiche le politiche interne di Trump?

Il secondo mandato di Trump avrà un impatto significativo sull'inflazione e sulla politica monetaria degli Stati Uniti, in particolare se i repubblicani otterranno il pieno controllo del Congresso (Senato + Camera). Le prospettive per la Camera non sono ancora chiare, ma propendono per una maggioranza repubblicana molto ristretta e quindi per una spazzata repubblicana. Negli Stati Uniti, il Congresso ha autorità su gran parte delle politiche fiscali, fiscali, di immigrazione e di regolamentazione. In caso di Red Sweep – che deve ancora essere confermato – la scadenza del tetto del debito a gennaio sarà un non-evento, poiché il Congresso repubblicano probabilmente voterà per l'innalzamento del tetto del debito. Le principali pietre miliari della politica interna includono la fine dell'anno fiscale 2024-25 e la scadenza del TCJA – i tagli fiscali di Trump del 2017 – alla fine del 2025 se il Congresso non li rinnoverà. Trump spingerà per nuovi tagli alle tasse, come ha promesso durante la campagna elettorale, e per il pieno rinnovo del TCJA. Sulla politica monetaria, Trump è stato molto esplicito, criticando regolarmente le decisioni della Fed. In questo contesto, la fine del mandato di Jerome Powell nel maggio 2026 e la sua sostituzione saranno fondamentali da tenere d'occhio. Sul fronte internazionale, Trump ha pronunciato una retorica dura, impegnandosi ad attuare ampi aumenti tariffari, anche contro il Messico. L'aggiornamento dell'USMCA nel luglio 2026, quando si riuniranno Stati Uniti, Messico e Canada, potrebbe modificare le relazioni commerciali tra i tre paesi.

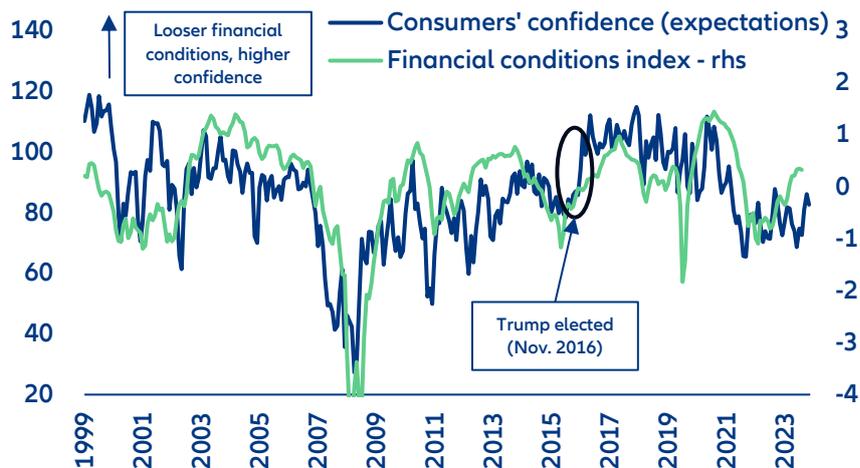
Figura 1: Principali tappe politiche degli Stati Uniti nei prossimi 18 mesi



Fonti: Allianz Research

Nel breve termine, ci aspettiamo una spinta alla crescita negli Stati Uniti, trainata da effetti positivi sulla fiducia. Sebbene molte delle politiche di Trump potrebbero rivelarsi dirimpenti, ci aspettiamo che le notizie positive sulla crescita a breve termine prevalgano. Dopo la vittoria di Trump alle elezioni del novembre 2016, la fiducia dei consumatori è aumentata (Figura 2). Inoltre, le condizioni finanziarie – misurate dal nostro indice composito di prezzi azionari, spread, tassi d'interesse di mercato, prezzi delle case e offerta di credito – sono diminuite nei mesi successivi alle elezioni, nonostante la Fed abbia intrapreso un (lieve) ciclo di inasprimento monetario a partire da dicembre 2016. Stimiamo che gli effetti positivi sulla fiducia abbiano sostenuto la crescita trimestrale del PIL annualizzato di circa +0,2 punti percentuali alla fine del 2016 e all'inizio del 2017. Ci aspettiamo che effetti di fiducia simili si manifestino tra la fine del 2024 e l'inizio del 2025, sostenendo un forte slancio di crescita negli Stati Uniti.

Figura 2: Fiducia dei consumatori e condizioni finanziarie

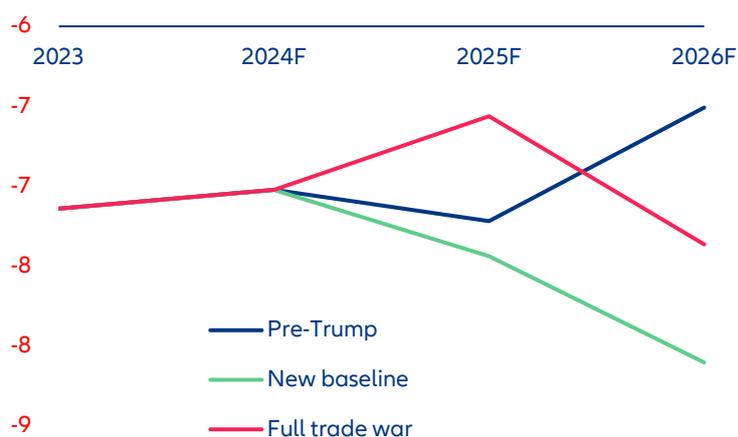


Fonti: Conference Board, Allianz Research

Dato lo stato precario delle finanze pubbliche statunitensi e il rischio di una reazione avversa del mercato obbligazionario, riteniamo che l'appetito per un'ampia espansione fiscale finanziata dal debito sarà limitato. Ciononostante, ci aspettiamo che Trump approvi un pacchetto fiscale entro la fine del 2025 o all'inizio del 2026. In un Congresso repubblicano, pensiamo che il TCJA sarà rinnovato integralmente alla fine del 2025, evitando un "fiscal cliff" nel 2026. Tuttavia, sotto una Camera controllata dai democratici, i negoziati tra repubblicani e democratici sul TCJA saranno duri. Forse solo circa la metà del TCJA sarà rinnovata, cioè i tagli fiscali per la classe media, mentre i tagli fiscali per le famiglie e le imprese a reddito più alto potrebbero essere rimossi. Con una spazzata completa, Trump potrebbe spingere il Congresso ad approvare le sue promesse fiscali. Tenendo conto dell'aumento delle entrate doganali e delle probabili misure di risparmio (anche se limitate), stimiamo che ciò comporterebbe uno stimolo fiscale (al netto dei risparmi) dell'1% del PIL (escluso il rinnovo del TCJA). Riteniamo improbabile che questo importo venga approvato dal Congresso repubblicano, dato che le finanze pubbliche statunitensi sono già molto tese. Il rischio di una grande reazione avversa potrebbe intimidire i repubblicani affinché abbandonino un altro grande pacchetto di tagli fiscali finanziati dal deficit. Al contrario, vedremo più probabile un allentamento fiscale netto del PIL di circa lo 0,5%. In termini di tempistica, senza la maggioranza di 60 seggi al Senato, a prova di ostruzionismo, i repubblicani saranno costretti a fare affidamento sul processo di riconciliazione del bilancio per approvare le loro modifiche alle tasse e alla spesa. In teoria, nel 2025 avrebbero solo due disegni di legge di riconciliazione: uno per l'anno fiscale 2025 in corso, che termina a settembre, e uno per l'anno fiscale 2026 successivo. Il rinnovo del TCJA potrebbe essere approvato attraverso il primo disegno di legge di riconciliazione e i tagli fiscali attraverso il secondo.

Cosa significa questo per le finanze pubbliche? Sulla base delle nostre ipotesi macroeconomiche aggiornate, in cui aggiungiamo un vero e proprio rischio di "ribasso" commerciale, le finanze pubbliche statunitensi avranno una forma diversa. Nello scenario "al ribasso", ci aspetteremmo che il disavanzo di bilancio sia molto più ridotto, grazie a forti entrate doganali che hanno più che compensato l'impatto negativo della minore crescita (Figura 3). Ciononostante, la situazione si deteriorerà nel 2026, poiché l'amministrazione Trump rilascerà il suo stimolo fiscale ed estenderà il TCJA. Nel nostro nuovo scenario di base, con una guerra commerciale contenuta, il disavanzo di bilancio sarebbe molto più elevato.

Figura 3: Disavanzo federale/PIL degli Stati Uniti, in %

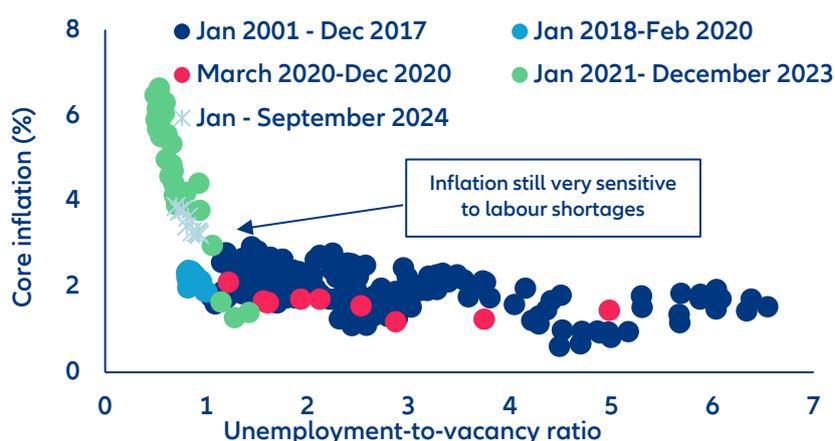


Fonti: Allianz Research

La politica sull'immigrazione sarà probabilmente inasprita bruscamente, contribuendo a far salire l'inflazione.

Con una spinta repubblicana, Trump probabilmente otterrà nuovi finanziamenti per effettuare deportazioni di immigrati non autorizzati e rafforzare ulteriormente i controlli alle frontiere tra Messico e Stati Uniti. Anche l'immigrazione legale sarà probabilmente inasprita e diminuirà fino a fermarsi nel 2025-26. In totale, ipotizziamo che 1 milione di persone saranno deportate (in due anni), molto meno degli 8 milioni ventilati da Trump durante la campagna elettorale. È infatti probabile che le aziende si oppongano duramente alle deportazioni di massa, soprattutto in settori fortemente dipendenti dalla manodopera straniera come l'edilizia. Nel frattempo, è probabile che gli afflussi di immigrazione siano ridotti a meno di 1 milione all'anno. Sebbene in genere l'impatto sull'immigrazione sull'inflazione sia intorno alla neutralità, nell'attuale contesto di carenza di manodopera ancora elevata, ci aspettiamo che una politica restrittiva in materia di immigrazione spinga l'inflazione verso l'alto di 0,2 punti percentuali nel 2025 e di 0,4 punti percentuali nel 2026, facendo aumentare il costo del lavoro (Figura 4). La crescita del PIL subirebbe un duro colpo, fino a -0,4 punti percentuali nel 2026, poiché l'economia statunitense risentirà di una minore offerta di lavoro e di una minore domanda¹.

Figura 4 - Inflazione di fondo e rapporto disoccupazione/posti vacanti



Fonti: Allianz Research

¹ Stimiamo che il rapporto disoccupazione/posti vacanti (U/R) diminuirà di circa 1 punto percentuale, tenendo conto sia dell'aumento dei posti vacanti che della disoccupazione a causa dell'impatto sul PIL. Un aumento di 1 punto percentuale dell'U/R dovrebbe far salire l'inflazione di circa +0,4 punti percentuali sotto una curva di Phillips ripida.

Il tentativo di Trump di frenare l'indipendenza della Fed porterebbe probabilmente anche a un aumento dell'inflazione. Con il controllo del Senato, i repubblicani avranno il sopravvento sulla scelta del prossimo presidente della Fed per sostituire Jerome Powell, così come sulla sostituzione del membro del FOMC Alan Krueger nel 2026. Un presidente della Fed flessibile incontrerebbe l'opposizione dei 12 membri votanti del FOMC sulla politica dei tassi d'interesse, quindi non ci aspetteremmo che l'indipendenza della Fed venga modificata. Ciononostante, riteniamo che la dura retorica di Trump contro la Fed continuerà, se non accelererà, durante la sua presidenza. Inoltre, potremmo aspettarci che il presidente della Fed venga convocato regolarmente alla Casa Bianca. Ciò aumenterebbe la *percezione* da parte degli operatori dei mercati finanziari e del settore privato che le decisioni della Fed potrebbero essere influenzate politicamente. Recenti ricerche hanno dimostrato che l'aumento delle interazioni tra presidente della Fed e presidente degli Stati Uniti ha contribuito a far salire significativamente l'inflazione negli anni '60 e '70. Nel complesso, ci aspettiamo che l'inflazione sia leggermente più alta (nell'ordine di +0,2/0,3 punti percentuali) nel 2025-26 come risultato di questo canale.

Nel complesso, abbiamo cambiato a malapena le nostre previsioni sul PIL, ma abbiamo spinto al rialzo le nostre previsioni sull'inflazione e sui tassi della Fed. In base alla nostra linea di base pre-elettorale di "continuità politica", ci aspettavamo una crescita degli Stati Uniti del +2% nel 2025 e del +2,2% nel 2026 (Tabella 1). Ci aspettavamo un'inflazione del +2,2% in entrambi gli anni. In base al nostro nuovo scenario di base con un governo Trump e un Congresso repubblicano, ora prevediamo un'inflazione a +2,9% e +3,4%. La crescita del PIL ne risentirebbe poco. Ora ci aspettiamo che la Fed smetta di tagliare i tassi a partire da aprile 2025, mantenendoli stabili al 4% mentre fa i conti con l'aumento dell'inflazione.

Tabella 1: Previsioni aggiornate sull'inflazione e sulla crescita del PIL negli Stati Uniti (media annua, %) e sui tassi dei Fed funds (fine anno, %)

	Pre-Trump			Nuova linea di base			Lato negativo		
	PIL	Inflazione	Fed funds	PIL	Inflazione	Fed funds	PIL	Inflazione	Fed funds
2025	2.0	2.2	3.5	1.9	2.9	4	0.7	2.8	3.75
2026	2.2	2.2	3.5	2.3	3.4	4.25	1.6	3.0	3.75

Fonti: Allianz Research

Mercati finanziari: un'iniezione di fiducia di breve durata

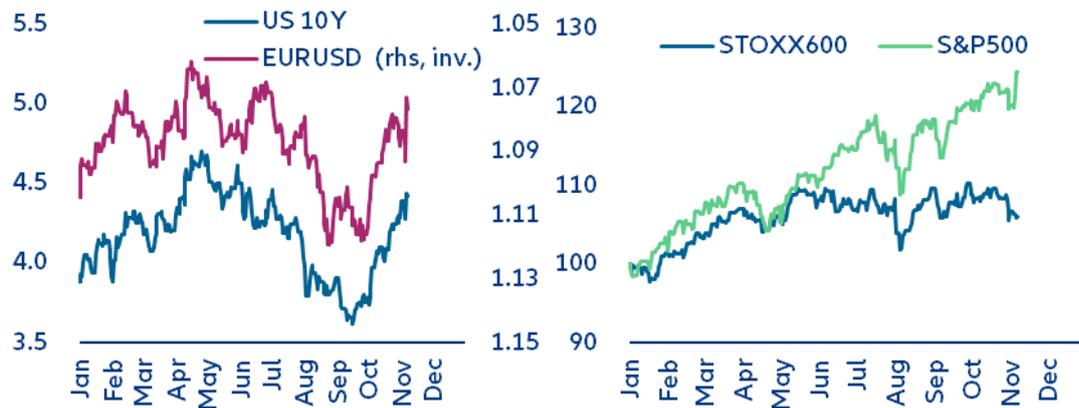
I mercati hanno reagito rapidamente alla vittoria elettorale di Donald Trump, con il dollaro USA che ha inizialmente guadagnato circa l'1,5% rispetto all'euro. Il dollaro ha guadagnato anche contro tutte le altre principali valute, in particolare lo yen giapponese e lo yuan cinese. Questi bruschi movimenti valutari riflettono le aspettative di una politica monetaria più accomodante al di fuori degli Stati Uniti a causa delle restrizioni commerciali e dei dazi previsti, mentre si prevede che la Fed manterrà una posizione relativamente più restrittiva tra le preoccupazioni per l'inflazione e i potenziali stimoli economici derivanti dalle politiche "America First" di Trump. I rendimenti dei titoli di Stato a breve termine hanno sottolineato questo divario transatlantico, con i tassi tedeschi a due anni in calo di 10 pb, in contrasto con un aumento di 7 pb dei rendimenti statunitensi a due anni. I rendimenti a lungo termine sono aumentati di 15 pb negli Stati Uniti, superando il 4,4% grazie alle aspettative di inflazione più elevate (inflazione di breakeven in aumento di 10 pb), mentre i rendimenti tedeschi a 10 anni sono scesi di 5 pb (principalmente a causa dei rendimenti reali più bassi). Nel corso del primo giorno di negoziazione, alcuni di questi movimenti sono stati leggermente invertiti poiché i mercati erano ancora incerti sulla probabilità di una spazzata rossa. Nel complesso, la reazione del mercato è stata più modesta rispetto al 2016, quando Trump ha vinto il suo primo mandato, poiché metà del "Trump trade" era già stato scontato nelle ultime due settimane².

In futuro ci aspettiamo che i tassi a lungo termine rimangano ai livelli attuali, e quindi al di sopra del nostro precedente scenario di base. Negli Stati Uniti, l'aumento delle aspettative di inflazione, il minor allentamento monetario e l'assenza di miglioramenti sul fronte del disavanzo fiscale sono tutti fattori che spingono i rendimenti più in alto di quanto previsto in precedenza. Dall'altra parte dell'Atlantico, tuttavia, vediamo pochi cambiamenti

² Cosa guardare sulla volatilità delle elezioni statunitensi ([link](#))

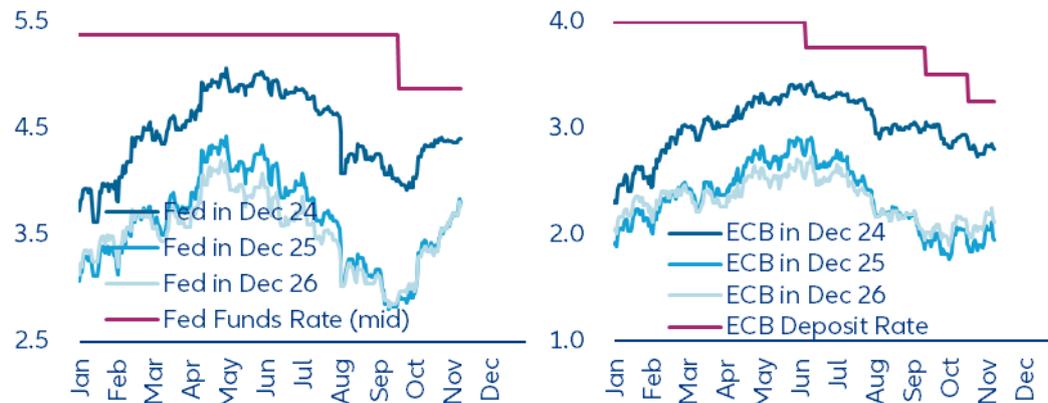
rispetto al nostro precedente scenario di base. I tassi tedeschi vengono inizialmente spinti al rialzo dai rendimenti statunitensi, data la stretta correlazione a breve termine. Tuttavia, nei prossimi trimestri i fattori fondamentali impediranno l'aumento dei rendimenti tedeschi: una reazione più accomodante da parte della BCE alla luce di un'inflazione inferiore all'obiettivo e una scarsa offerta a causa del freno all'indebitamento tedesco. In caso di una vera e propria guerra commerciale, assisteremo inizialmente a tassi più alti negli Stati Uniti a causa di aspettative di inflazione più elevate, seguiti da un movimento al ribasso leggermente più forte dato il rallentamento dell'economia. Poiché anche l'Europa soffrirebbe dal lato della crescita e avrebbe meno pressioni inflazionistiche, in tal caso i rendimenti tedeschi scenderebbero addirittura verso l'1,7% entro il 2026.

Figura 5: Tassi di interesse statunitensi, EURUSD e mercati azionari, normalizzati (gennaio 2024 = 100)



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Figure 6: Fed and ECB market pricing



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Gli asset rischiosi statunitensi hanno reagito in modo relativamente positivo alla vittoria di Trump, sperando in ulteriori politiche pro-business e in ampi tagli fiscali. L'anticipazione di un contesto normativo più favorevole alle imprese, insieme a tagli fiscali che potrebbero aumentare la redditività delle imprese e della domanda statunitensi, sono stati sufficienti a compensare qualsiasi incertezza negativa ex ante. Settori chiave come l'energia, la finanza e l'industria hanno mostrato forti guadagni in quanto sono destinati a beneficiare direttamente della deregolamentazione e dei piani di spesa per le infrastrutture. Sebbene la volatilità permanga, la risposta ottimistica del mercato riflette una maggiore fiducia nelle politiche che favoriscono la crescita economica degli Stati Uniti (Figura 7).

Figura 7: Performance del mercato azionario globale (ricalcolata a 100 nel 2° trimestre 2024)



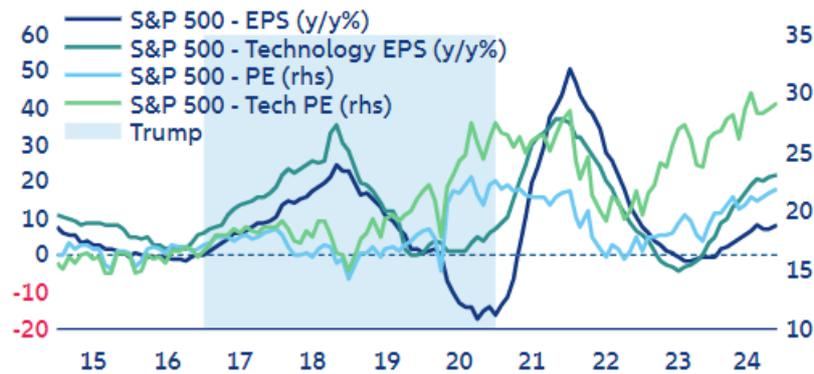
Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Dall'altra parte dell'Atlantico, l'ottimismo iniziale si era invertito alla chiusura del mercato. Gli investitori scontano un impatto elevato sui bilanci delle società europee a causa delle pressioni tariffarie e dell'intensificazione del reshoring negli Stati Uniti. Tuttavia, anche se ciò si rivelasse vero, le condizioni iniziali nell'Eurozona continuano a migliorare per gli asset rischiosi, poiché le valutazioni non sono eccessive e la dinamica degli utili sta aumentando. In questo contesto, continuiamo ad aspettarci una resilienza piuttosto elevata nonostante le avversità economiche e politiche.

Guardando al futuro, ci aspettiamo un ulteriore ottimismo del mercato (rispetto alle previsioni precedenti) verso la fine dell'anno, con l'attenuarsi dell'incertezza pre-elettorale. È probabile che gli operatori di mercato incorporino ulteriori 0,5 punti percentuali e 1,25 punti percentuali di crescita degli utili nelle loro valutazioni per i prossimi anni, con l'entrata in vigore di aliquote fiscali più basse (Figura 8). Questo impatto potrebbe essere esacerbato se le aziende decidessero di rilocalizzare completamente la produzione, il che porterebbe a un ulteriore aumento degli utili di 3-5 punti percentuali (anche se è quasi impossibile raggiungere un impatto positivo così estremo). In termini di dimensioni, le medie e piccole imprese beneficerebbero maggiormente degli sgravi fiscali, in quanto sia l'esposizione ai ricavi che la produzione sono più incentrate sugli Stati Uniti. La combinazione di una maggiore crescita degli utili – dovuta a una minore pressione fiscale – e la riaccensione dell'attività americana di reshoring porterà probabilmente a una sovraperformance delle società al di fuori del magnifico regno dei 7, portando a un mercato meno concentrato e a un timido passo verso l'attuale divario di valutazione.

Ma non ci aspettiamo una ripetizione del rally azionario visto durante il primo mandato di Trump. Sebbene un certo grado di ottimismo immediato del mercato possa essere giustificato, almeno da una prospettiva incentrata sugli Stati Uniti, le condizioni economiche e di mercato iniziali sono rilevanti e dovrebbero impedire agli investitori di aspettarsi una ripetizione del rally azionario osservato durante la presidenza Trump 2017-2021 (rendimenti azionari medi annui superiori al 15% fino al Covid-19). In primo luogo, le valutazioni sono aumentate drasticamente, con i rapporti prezzo/utili (PE) dei principali indici a livelli storicamente elevati. Ciò lascia un potenziale di rialzo limitato, in quanto le azioni sono già prezzate per riflettere una crescita sostanziale, che potrebbe essere difficile da raggiungere senza catalizzatori esterni. Inoltre, la concentrazione del mercato si è intensificata, con una manciata di giganti della tecnologia che rappresentano gran parte della capitalizzazione di mercato, rendendo il mercato più ampio vulnerabile alle oscillazioni di questi pochi titoli. Infine, a differenza della fine degli anni 2010, quando gli Stati Uniti si trovavano nel bel mezzo di un ciclo economico maturo ma in espansione, il panorama economico odierno è leggermente più precario. Pertanto, mentre l'impennata del mercato osservata durante il primo mandato di Trump è stata sostenuta da tagli fiscali, deregolamentazione e un contesto monetario favorevole, l'attuale configurazione è molto meno favorevole a un simile rally del mercato azionario.

Figura 8: Rapporti EPS e PE statunitensi



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Abbiamo alzato le nostre previsioni di rendimento totale per le azioni statunitensi a fine anno di 3 punti percentuali, portandole a +16%. Tuttavia, non ci aspettiamo cambiamenti strutturali rispetto alle nostre precedenti previsioni per il resto del mondo, con l'Eurozona e i mercati emergenti che hanno chiuso l'anno rispettivamente a +10% e +7%, mostrando valutazioni favorevoli e resilienza dei fondamentali. Riconosciamo, tuttavia, che la volatilità intorno a queste due stime potrebbe rivelarsi più alta di quanto previsto in precedenza, visti i risultati delle elezioni statunitensi. L'altro rischio strutturale per il nostro scenario di base è che ora ci aspettiamo che i mercati statunitensi sovraperformino strutturalmente il resto del mondo a partire dal 2026. Per quanto riguarda il credito societario, i nostri aggiustamenti rispecchiano quelli dei mercati azionari, con gli spread investment grade statunitensi che dovrebbero attestarsi a 90 pb nel 2024, seguiti da un calo di 10 pb a 80 pb nel lungo periodo a partire dal 2026. Nonostante queste revisioni rialziste per i mercati statunitensi, vediamo ancora un potenziale di ribasso degli asset rischiosi statunitensi verso la fine dell'anno, dati gli attuali prezzi di mercato.

Guerra commerciale: contenuta o a tutti gli effetti?

Il primo mandato di Trump ha dato il via a una forte posizione protezionistica che è destinata a continuare con il suo secondo mandato. La prima amministrazione Trump mirava ad affrontare gli squilibri commerciali, le preoccupazioni sulla proprietà intellettuale e le preoccupazioni per la sicurezza nazionale attraverso misure come la rinegoziazione del NAFTA, che ha portato all'accordo Stati Uniti-Messico-Canada (USMCA), e la guerra commerciale con la Cina, con l'imposizione di dazi su circa 370 miliardi di dollari di importazioni cinesi, il 25% di dazi sull'acciaio e il 10% sulle importazioni di alluminio. Il risultato di questa forte posizione protezionistica da parte degli Stati Uniti è stata una forte decelerazione dei volumi del commercio globale all'1,6% nel 2019, meno della metà della media storica a lungo termine. Durante la campagna elettorale per le elezioni del 2024, Trump si è impegnato a implementare un'aliquota tariffaria generale del 10% su tutti i partner commerciali degli Stati Uniti (dall'attuale 2,7% in media). Inoltre, si è anche impegnato ad aumentare il prelievo contro la Cina dall'attuale quasi 13% al 60% su tutte le importazioni statunitensi dalla Cina. Tuttavia, data l'elevata dipendenza degli Stati Uniti dalle merci cinesi, ciò sembra improbabile: quasi la metà delle importazioni totali statunitensi dalla Cina sono dipendenze critiche, principalmente nei settori dei computer e delle telecomunicazioni, dell'elettronica, degli elettrodomestici, del tessile e dei prodotti chimici. Anche se Trump ha detto che "eliminerà completamente la dipendenza dalla Cina in tutte le aree critiche" "adottando un piano quadriennale per eliminare gradualmente tutte le importazioni cinesi di beni essenziali – tutto, dall'elettronica all'acciaio ai prodotti farmaceutici", eliminare gradualmente le importazioni dalla Cina è quasi impossibile a breve termine.

Prevediamo che Trump aumenterà i dazi già nel secondo trimestre del 2025 tramite un ordine esecutivo, ma con un approccio incrementale. Il primo passo consisterà nell'aumentare i dazi della metà di quanto promesso (cioè al 25% per la Cina dall'attuale 13% e al 5% per il resto del mondo dall'attuale 2,7%, che sarà ancora il livello più alto dagli anni '70). Questa sarà probabilmente una tattica negoziale come l'ultima volta, con l'obiettivo di ottenere un accordo migliore con gli Stati Uniti (ad esempio, il resto del mondo importa più beni statunitensi in cambio di una riduzione delle tariffe). Riteniamo inoltre che escluderà tutti i beni critici dall'aumento dei dazi, il che significa che il 7,5% delle importazioni totali degli Stati Uniti dovrebbe essere esentato. Anche il Messico e il Canada saranno

probabilmente risparmiati dall'aumento dei dazi, ma le barriere non tariffarie aumenteranno (cioè controlli più severi alle frontiere degli Stati Uniti). Nel complesso, l'impatto sulla crescita del PIL statunitense dovrebbe attestarsi in media a -0,2 punti percentuali nel 2025, grazie al rafforzamento del dollaro che compensa parte dell'impatto inflazionistico (apprezzamento di circa +4%).

Cosa significherà questo per il resto del mondo? Per la Cina, l'impatto sulla crescita del PIL derivante dall'aumento dei dazi (da quasi il 13% al 25% sulle importazioni statunitensi non critiche dalla Cina) dovrebbe ammontare a -0,1 punti percentuali nel 2025 e a -0,3 punti percentuali nel 2026. Riteniamo che la Cina reagirà rapidamente a livello interno aumentando il sostegno politico nel 2026 (aggiungendo +0,2 punti percentuali), riducendo le previsioni di crescita complessiva della Cina di -0,1 punti percentuali, portandole al 4,6% e al 4,2% rispettivamente nel 2025 e nel 2026. Per l'Europa, prevediamo che le perdite commerciali ammonteranno a 33 miliardi di dollari e saranno equivalenti a -0,1 punti percentuali di crescita annua del PIL reale. Molto probabilmente i tagli della BCE indebolirebbero l'euro, contribuendo a ridurre l'impatto dei dazi sulle esportazioni. I settori che più probabilmente soffriranno in Europa includono le case automobilistiche, le attrezzature di trasporto e i metalli, che insieme rappresentano quasi il 20% delle esportazioni europee verso gli Stati Uniti. Osservando le esportazioni europee verso gli Stati Uniti per settore e concentrandoci sulle industrie le cui esportazioni verso gli Stati Uniti rappresentano oltre il 2% delle esportazioni totali dei loro paesi, scopriamo che il settore farmaceutico è particolarmente esposto, soprattutto in Irlanda, Svizzera, Belgio, Danimarca e Regno Unito, ma non ci aspettiamo uno shock commerciale sui loro prodotti. Anche i macchinari e le attrezzature nel Regno Unito, in Germania e in Italia dipendono molto dagli Stati Uniti, mentre i settori automobilistico e delle attrezzature di trasporto sono tra i più esposti agli Stati Uniti, in particolare in Germania, Regno Unito, Francia e Italia. Infine, anche i settori dei metalli nel Regno Unito e in Svizzera hanno esportazioni sostanziali verso gli Stati Uniti. Questi paesi e i loro settori nazionali risentirebbero maggiormente degli aumenti tariffari (tabella 2). Si tratta di settori strategici ad alta intensità di manodopera e sono/sono stati fondamentali per il successo economico degli Stati Uniti che hanno votato con forza per la rielezione di Trump. La ripresa della guerra commerciale arriva in un contesto di turbolenze per l'industria automobilistica in Europa e in particolare in Germania³, e tutti e tre i settori sono classificati come rischio sensibile da Allianz Research. Tutto sommato, la guerra commerciale contenuta dagli Stati Uniti costerebbe all'economia globale circa -0,1 punti percentuali.

Figura 9: I 15 principali settori di esportazione dell'Europa verso gli Stati Uniti nel 2023, % delle esportazioni totali verso gli Stati Uniti e in miliardi di dollari



Fonti: UNCTAD, Allianz Research

³ [Cosa guardare | 18 Ottobre 2024](#)

Tavola 2 - Principali settori esportatori per paese dell'UE esposto verso gli Stati Uniti nel 2023, % delle esportazioni totali verso gli Stati Uniti e in miliardi di dollari (superiore a 5 miliardi e superiore al 2 % delle esportazioni totali)

Paese	Settore	Valore (miliardi di USD)	Quota delle esportazioni totali del paese
Irlanda	Pharmaceuticals	32.1	15.1%
Svizzera	Pharmaceuticals	33.0	7.9%
Irlanda	Chimica - Industriale	10.2	4.8%
Belgio	Pharmaceuticals	14.9	3.8%
Danimarca	Pharmaceuticals	4.6	3.5%
Ireland	Chimica - Plastica e gomma	7.0	3.3%
Regno Unito	Macchinari e attrezzature - Produzione	12.6	2.6%
Regno Unito	Pharmaceuticals	12.2	2.5%
Svezia	Produttori automobilistici	4.2	2.2%
Germania	Macchinari e attrezzature - Produzione	35.9	2.2%
Germania	Pharmaceuticals	34.5	2.1%
Italia	Macchinari e attrezzature - Produzione	13.5	2.1%
Germania	Produttori automobilistici	32.0	2.0%

Sources: UNCTAD, Allianz Research

Qual è il principale rischio di ribasso? A nostro avviso, una guerra commerciale a tutti gli effetti (i dazi statunitensi sono aumentati al 60% nei confronti della Cina su tutti i beni importati critici e non critici e al 10% per il resto del mondo, compresi Messico e Canada). In effetti, i costi economici sarebbero significativi: fino a -1,2 punti percentuali per la crescita degli Stati Uniti abbinata a +0,6 punti percentuali di maggiore inflazione. Dato che la maggior parte dei paesi è propensa a reagire, ciò costerebbe una crescita del PIL globale da -0,8 punti percentuali al 2%, simile al 2008 o al 2001. Per la Cina in particolare, l'impatto sulla crescita del PIL derivante dagli aumenti dei dazi ammonta a -0,5 punti percentuali nel 2025 e a -1,1 punti percentuali nel 2026. Il settore tessile cinese e il settore delle attrezzature di trasporto statunitensi sarebbero i più colpiti. La Cina reagirà rapidamente e con forza aggiungendo ulteriore sostegno politico, come l'aumento dei finanziamenti per i governi locali e centrali, i tagli alle imposte e alle imposte sulle imprese, il sostegno all'economia cumulativo di +0,7 punti percentuali nel 2025-26 e la riduzione dell'impatto netto negativo sulla crescita a -0,3 punti percentuali (al 4,4 %) e a -0,6 punti percentuali (al 3,7 %) nel 2025 e nel 2026. rispetto alle previsioni pre-elettorali. Guardando all'Europa, il costo di una vera e propria guerra commerciale sarebbe di almeno -0,3 punti percentuali, portando la crescita del PIL al di sotto dell'1%. Anche in questo caso, la BCE svolgerà un ruolo cruciale, poiché riteniamo che i tagli saranno più significativi, il che indebolirebbe l'EUR, contribuendo a ridurre l'impatto dei dazi.

Tavola 3: Perdite cumulate delle esportazioni globali nel 2025-26 dovute all'aumento dei dazi sulle importazioni statunitensi, esclusi gli impatti valutari

	Guadagni delle esportazioni pre-elettorali (miliardi di dollari)	Le perdite globali delle esportazioni dovute alla guerra commerciale contenuta di Trump (miliardi di dollari)	Perdite sulle esportazioni globali dovute alla guerra commerciale a tutti gli effetti di Trump (miliardi di dollari)
	<i>Orientamento protezionistico moderato con focus principale sulla Cina (aumento dal 13% al 25% sul 50% delle importazioni ritenute non critiche per gli USA). RoW* che rimane in media del 2,5%.</i>	<i>Dura posizione protezionistica da parte degli Stati Uniti, con dazi contro la Cina aumentati al 25% sul 50% delle importazioni ritenute non critiche per gli Stati Uniti e al 5% sulla guerra civile (esclusi Canada e Messico e beni critici**)</i>	<i>Posizione protezionistica molto dura da parte degli Stati Uniti con dazi contro la Cina aumentati al 60% su tutte le merci e al 10% sulla RoW (inclusi Canada e Messico)</i>
2025-26	3100	-135	-510
Quota dei guadagni delle esportazioni globali pre-elettorali		4%	16%

*RoW = Resto del mondo

**Per beni critici si intendono quei beni per i quali gli Stati Uniti (1) sono un importatore netto, (2) importano più del 50% da un rispettivo paese e (3) per i quali il rispettivo paese detiene una quota di mercato globale superiore al 50%. Per gli Stati Uniti, la maggior parte delle dipendenze critiche riguarda principalmente i computer e le telecomunicazioni, l'elettronica, le apparecchiature per la casa, i tessili e i prodotti chimici.

Fonti: UNCTAD, Allianz Research

Tabella 4: Perdite cumulate di esportazioni dirette 2025-26 dovute all'aumento dei dazi sulle importazioni statunitensi, esclusi gli impatti valutari, i primi 30 paesi più colpiti

	Guerra commerciale contenuta (miliardi di dollari)	Vera e propria guerra commerciale (miliardi di dollari)
	2025-26	2025-26
Cina	-34.2	-125.3
Messico	0.0	-52.1
Canada	0.0	-39.2
Germania	-8.0	-24.5
Giappone	-6.8	-24.3
Corea del Sud	-6.1	-20.3
Paesi Bassi	-5.0	-15.8
Viet Nam	-1.0	-14.8
India	-4.1	-14.2
Francia	-4.2	-13.4
Irlanda	-3.5	-13.3
Thailandia	-5.7	-12.5
UK	-2.8	-10.7
Italia	-3.3	-10.5
Malaysia	-4.7	-10.2
Svizzera	-3.4	-9.5
Singapore	-4.7	-9.4
Belgio	-2.6	-8.6
Brasile	-3.5	-8.3
Svezia	-2.4	-7.2
Spagna	-2.1	-6.5
Israele	-2.4	-4.9
Danimarca	-1.3	-4.8
Colombia	-1.9	-3.9
Cile	-1.9	-3.9
Australia	-1.6	-3.4
Sud Africa	-1.6	-3.3
Arabia Saudita	-1.3	-3.2
Austria	-1.0	-3.1
Filippine	-1.1	-2.7

Fonti: UNCTAD, Allianz Research

Tali valutazioni sono, come sempre, soggette alla clausola di esclusione di responsabilità fornita di seguito.

DICHIARAZIONI PREVISIONALI

Le dichiarazioni contenute nel presente documento possono includere prospettive, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali che si basano sulle attuali opinioni e ipotesi del management e comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati, le prestazioni o gli eventi effettivi possono differire materialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

Tali scostamenti possono derivare da, a titolo esemplificativo e non esaustivo, (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione concorrenziale, in particolare nel core business e nei mercati principali del Gruppo Allianz, (ii) andamento dei mercati finanziari (in particolare volatilità dei mercati, liquidità ed eventi creditizi), (iii) frequenza e gravità degli eventi di perdita assicurati, anche da catastrofi naturali, e dall'andamento delle spese per perdite, (iv) livelli e tendenze di mortalità e 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.