

Commercio e implicazioni della politica monetaria, fiscale e industriale di una seconda presenza di Trump

Autori: Ludovic, Maxime, Nikhil, Roberta, Jordi, Bjoern, Yao, Maria, Jasmin, Ano, Ana
Con l'aiuto di: Nolwen

Executive summary

Chiunque vinca la Casa Bianca a novembre si troverà di fronte a un'economia statunitense in evoluzione. Mentre gli Stati Uniti sono rimasti straordinariamente resilienti nonostante l'aumento dei tassi di interesse e l'incertezza globale, sono diventati più inclini alla volatilità dell'inflazione, data una maggiore esposizione a frequenti shock dell'offerta e a carenze strutturali della forza lavoro. In questo contesto, politiche volte a stimolare la domanda (come tagli fiscali) o politiche che danneggiano l'offerta (aumenti delle tariffe) potrebbero riaccendere l'inflazione più rapidamente e far salire i tassi di interesse. Le tensioni sociali e i compromessi fiscali sollevano anche preoccupazioni sul futuro della politica fiscale. D'altra parte, l'introduzione dell'intelligenza artificiale (AI) è probabile che aumenti la produttività e la crescita del PIL, e lo status di esportatore netto di energia degli Stati Uniti fornisce ulteriore margine di manovra.

In questo rapporto, esaminiamo cosa potrebbe significare il ritorno del presidente Trump per la crescita, l'inflazione e i mercati finanziari, così come per le politiche commerciali, fiscali e industriali. Finora, diversi impegni di campagna elettorale del presidente Trump hanno sollevato domande di vasta portata soprattutto per il partenariato transatlantico: dalla risoluzione della guerra in Ucraina, all'uscita (di nuovo) degli Stati Uniti dall'Accordo di Parigi, all'escalation della guerra fredda tra Stati Uniti e Cina. Concentrandoci sulla politica economica, abbiamo analizzato tre linee di demarcazione: (i) il ritorno della guerra commerciale, con il presunto piano di aumentare le tariffe al 10% e promuovere sovvenzioni industriali per riportare la produzione negli Stati Uniti; (ii) il bazooka fiscale che potrebbe seguire dopo le elezioni, dato il trascorso 2017-2019, e il ritorno ovunque del dirigismo - in contrasto con il programma del presidente Biden di un precipizio fiscale - e (iii) la conduzione di una politica monetaria credibile. Dati i molti rischi stagflationistici (anche un modello boom-bust) derivanti dall'aumento del protezionismo, dalla prodigalità fiscale e dall'interventismo, ci aspettiamo un approccio politico pragmatico, supportato da uno scenario di un Congresso diviso per il Partito Repubblicano.

In primo luogo, gli aumenti tariffari sono probabilmente più moderati e mirati di quanto promesso, sebbene ancora sostanziali. Pensiamo che le tariffe record danneggerebbero l'economia statunitense più di quanto accaduto nel 2018-19: l'impegno del presidente Trump a combattere la diversificazione commerciale e l'evasione delle tariffe sarebbe inflazionistico. Nel nostro scenario base, prevediamo che il presidente Trump aumenterà il tasso medio effettivo delle tariffe statunitensi dal 2,5% attuale a circa il 4,3% - cioè non il 10%, ma comunque il livello più alto dal metà degli anni '70 - e combatterà severamente l'evasione delle stesse. Inoltre, stimiamo che la lotta contro l'evasione delle tariffe attraverso controlli doganali più rigorosi ai confini farebbe aumentare l'inflazione a breve termine di +0,6 punti percentuali allungando i tempi di consegna dei fornitori, anche se un dollaro più forte potrebbe mitigare questo effetto.

Il presidente Trump probabilmente riciclerebbe dazi doganali aggiuntivi in sovvenzioni industriali per sostenere l'economia. Questo scenario potrebbe togliere -0,5 e -0,2 punti percentuali rispettivamente alla crescita economica statunitense e globale nel primo anno. Nel nostro scenario pessimistico (una quasi completa attuazione degli impegni di campagna elettorale), la tariffa effettiva potrebbe salire al 12%, il livello più alto dai primi anni '40. In questo caso, il costo per il PIL statunitense e globale sarebbe molto più grande, rispettivamente -1,4 e -0,6 punti percentuali. Tuttavia, in entrambi i casi ci aspetteremmo che il presidente Trump miri a beni non critici per l'economia statunitense, equivalenti al 55% delle merci cinesi importate e al 70% delle merci dell'UE. Il settore tessile cinese e il settore degli autotrasporti statunitensi sarebbero i più colpiti.

In secondo luogo, è probabile che l'amministrazione adotti un atteggiamento cauto sulla politica fiscale.

Una presidenza Trump 2.0 erediterà deficit fiscali molto elevati dall'amministrazione Biden e crescenti spese per interessi. Un'altra tornata di tagli fiscali di grandi dimensioni finanziati dal deficit (o aumenti della spesa) potrebbe quindi riaccendere l'inflazione e aumentare le preoccupazioni sulla sostenibilità delle finanze pubbliche statunitensi nei mercati obbligazionari. Inoltre, è improbabile che i falchi fiscali tra i repubblicani approverebbero grandi tagli fiscali o nuove spese, dato il povero stato delle finanze pubbliche statunitensi. Infine, l'amministrazione Trump potrebbe riconoscere che finché i deficit pubblici rimangono elevati, sarà difficile ridurre significativamente il deficit commerciale. In questo contesto, ci aspetteremmo che l'amministrazione Trump finanzia i suoi impegni fiscali con un aumento delle entrate doganali e l'abrogazione di alcune politiche del presidente Biden. Complessivamente, la posizione fiscale potrebbe essere leggermente allentata nel primo anno di una presidenza Trump, ma diventare neutrale negli anni successivi.

Si noti inoltre che alcuni dei sussidi verdi del Presidente Biden saranno probabilmente abrogati e sostituiti; ci aspettiamo nuovi sussidi ad ampio raggio per la produzione e crediti d'imposta per gli investimenti. I sussidi saranno probabilmente destinati ai settori tecnologici e al rafforzamento della catena di approvvigionamento (soprattutto materie prime, terre rare), ai prodotti chimici e ai minerali, ma anche all'acciaio e alle automobili. Con un'amministrazione Trump fiscalmente responsabile, ci aspettiamo che i sussidi industriali non verdi vengano incrementati di circa 55 miliardi di dollari all'anno (0,2% del PIL).

Infine, in questo contesto, ci aspettiamo che la Federal Reserve sia costretta a sospendere il suo ciclo di allentamento nel 2025 e che il rendimento del decennale statunitense si mantenga al di sopra del 4%. I mercati azionari subirebbero probabilmente una correzione al ribasso a causa dell'impatto a breve termine dell'aumento dei tassi sulle quotazioni. Un'impennata dell'inflazione a breve termine indurrebbe la Fed a scegliere la strada della cautela. Il tasso di riferimento e i rendimenti dei Treasury rimarrebbero al di sopra del 4% e i mercati azionari ne risentirebbero. Sebbene sia improbabile una flessione significativa del mercato, i rischi si accumulano. Più plausibilmente, i mercati potrebbero sperimentare un periodo di movimento laterale per tutto il 2025. Guardando al 2026 e al 2027, è probabile che le politiche che favoriscono le priorità nazionali, insieme al previsto spostamento verso una politica monetaria più accomodante da parte della Fed, influenzino positivamente le società statunitensi nel loro complesso. Ciò potrebbe portare i mercati statunitensi a sovraperformare le controparti internazionali, con rendimenti annui attesi dell'8-10%. Sul mercato dei cambi, la valutazione stircchiata del dollaro suggerisce un margine di apprezzamento limitato per l'USD (+2,5%).

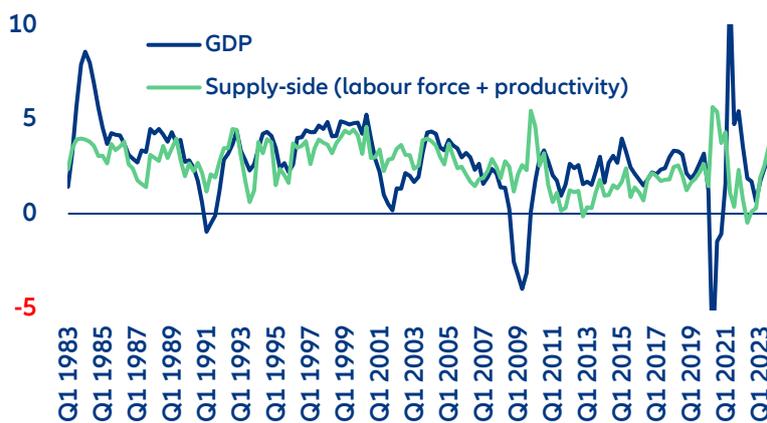
Un'elezione cruciale

Chiunque vinca la Casa Bianca a novembre dovrà confrontarsi con un'economia statunitense in evoluzione. L'incertezza globale è aumentata, attestandosi al di sopra del trend di lungo periodo, e la crescita economica mondiale si sta moderando a causa dell'aggressiva stretta monetaria. Tuttavia, l'economia statunitense è rimasta straordinariamente resistente nonostante il forte aumento dei tassi di interesse. Il tasso di disoccupazione è rimasto al di sotto del 4% dall'inizio del 2022, mentre la crescita del PIL ha ripreso slancio nel 2023 (Figura 1). In particolare, il lato dell'offerta dell'economia - misurato dalla

somma della crescita della produttività del lavoro e della crescita della forza lavoro - è migliorato notevolmente negli ultimi due anni (ancora Figura 1). In particolare, il tasso di partecipazione della prima età ha raggiunto livelli storicamente elevati, grazie all'ingresso nel mercato del lavoro di una quota crescente di giovani tra i 25 e i 54 anni.

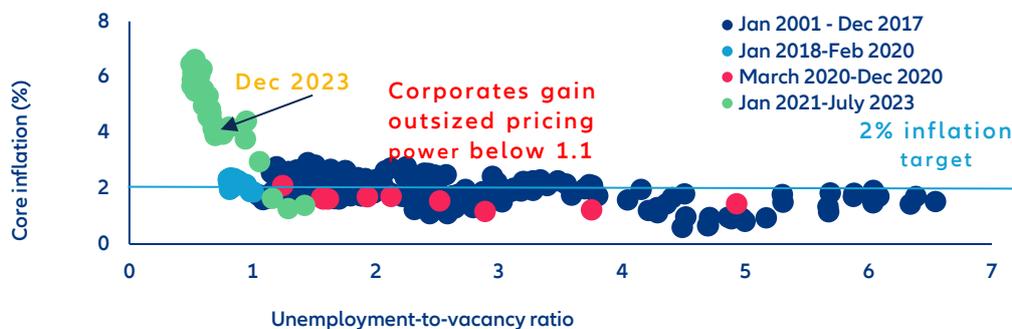
In prospettiva, l'economia statunitense sarà i) più incline alla volatilità dell'inflazione, data la maggiore esposizione a frequenti shock dell'offerta, e ii) sempre più influenzata dalla diffusione dell'IA. Le imprese hanno un maggiore potere di determinazione dei prezzi in un'economia strutturalmente più vicina alla capacità massima e con un'elevata carenza di manodopera (Figura 2), mentre i rischi di shock dell'offerta aumentano in un contesto di frattura globale, geopolitica volatile, de-risking ed eventi meteorologici estremi legati al clima. In questo contesto, le politiche che stimolano la domanda (come i tagli alle tasse) o che danneggiano l'offerta (aumenti delle tariffe) potrebbero riaccendere più rapidamente l'inflazione e far salire i tassi di interesse. Tuttavia, l'introduzione dell'intelligenza artificiale (IA) potrebbe incrementare la crescita potenziale del PIL statunitense stimolando l'aumento della produttività. La crescita del PIL potrebbe quindi aumentare sotto la prossima presidenza, chiunque vinca la Casa Bianca. Ciò potrebbe facilitare il mantenimento di alcuni impegni fiscali (anche se lo stato delle finanze pubbliche statunitensi rimarrà scadente), mentre alcune politiche che danneggiano la crescita nel breve termine (come l'aumento delle tariffe doganali) potrebbero essere percepite in modo meno acuto, anche se probabilmente saranno più visibili alla fine di questo decennio o nel 2030. In questo contesto, le politiche che stimolano la domanda (come i tagli alle tasse) o che danneggiano l'offerta (gli aumenti delle tariffe) potrebbero riaccendere più rapidamente l'inflazione e far salire i tassi di interesse.

Figura 1: crescita del PIL e dell'offerta negli Stati Uniti, % a/a



Fonti: LSGE Datastream, Allianz Research

Figura 2: Curva di Phillips non lineare negli Stati Uniti: inflazione core (% a/a) e rapporto numero di posti di lavoro/disoccupazione



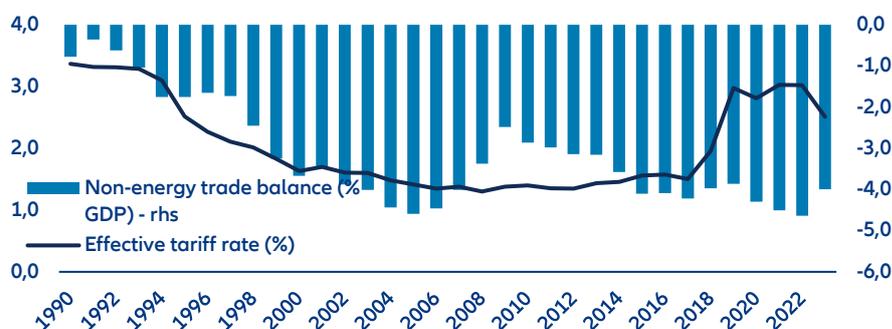
Fonti: LSGE Datastream, Allianz Research

In questo rapporto analizziamo cosa potrebbe significare una presidenza Trump 2.0 in termini di PIL e inflazione negli Stati Uniti e nel mondo, commercio, politica fiscale, politica industriale, aziende e sviluppi del mercato dei capitali. Durante la campagna elettorale, diversi impegni politici di Trump hanno sollevato interrogativi sul futuro degli impegni di sostenibilità degli Stati Uniti e delle relazioni tra Stati Uniti e Cina, oltre alla politica commerciale, con un piano per aumentare le tariffe doganali al 10% e liberare i sussidi industriali per trasferire la produzione negli Stati Uniti. Tuttavia, date le probabili conseguenze stagflazionistiche di una politica commerciale dura, la debolezza delle finanze pubbliche e la possibile opposizione all'interno del Partito Repubblicano, nonché i controlli e gli equilibri del Congresso, ci aspettiamo che una seconda presidenza Trump adotti un approccio politico più pragmatico. Gli aumenti dei dazi saranno probabilmente più moderati e mirati rispetto a quanto promesso - anche se aumenteranno comunque in modo sostanziale - mentre ci aspettiamo che l'amministrazione giochi con cautela sulla politica fiscale, a maggior ragione a causa del conservatorismo fiscale dei repubblicani al Congresso. Mentre alcuni dei sussidi verdi di Biden verrebbero probabilmente abrogati e sostituiti, ci aspetteremmo nuovi sussidi di ampia portata per la produzione e crediti d'imposta per gli investimenti (subordinati a requisiti di contenuto nazionale) nei settori tecnologici, per il rafforzamento della catena di approvvigionamento (soprattutto materie prime, terre rare) e per i prodotti chimici e minerali, ma anche per l'acciaio e le automobili.

Politica commerciale: Non una vera e propria guerra commerciale

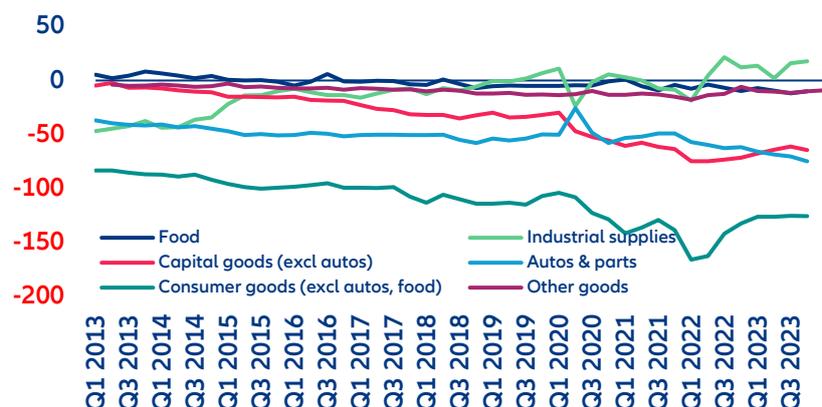
Il primo mandato di Trump ha segnato una svolta decisiva nella politica commerciale degli Stati Uniti, raddoppiando l'aliquota effettiva delle tariffe statunitensi al 3%. Sebbene da allora alcune tariffe siano state ridotte, l'amministrazione Biden non solo ha esteso la maggior parte delle barriere commerciali, ma ha addirittura intensificato le misure protezionistiche. Durante il primo mandato di Trump, l'aliquota tariffaria effettiva degli Stati Uniti è raddoppiata, passando da circa l'1,5% al 3%. Tuttavia, la precedente amministrazione non ha raggiunto l'obiettivo di ridurre il deficit commerciale degli Stati Uniti (Figura 3). Per tipologia di prodotti (Figura 4), il deficit commerciale degli Stati Uniti è aumentato in particolare per i beni di consumo, esclusi gli autoveicoli e i prodotti alimentari (-125 miliardi di dollari alla fine del 2023), i beni strumentali, esclusi gli autoveicoli (-65 miliardi di dollari) e gli autoveicoli e le parti di ricambio (-75 miliardi di dollari). L'unico settore in cui gli Stati Uniti hanno fatto meglio è quello delle forniture industriali, con un surplus registrato dal secondo trimestre del 2022. Sebbene l'amministrazione Biden abbia ridotto alcune tariffe (il tasso effettivo di dazi è sceso al 2,5% l'anno scorso), non solo ha esteso la maggior parte delle barriere commerciali imposte da Trump, ma ha anche intensificato le misure protezionistiche scatenando nuovi sussidi industriali per promuovere le imprese nazionali rispetto ai concorrenti stranieri attraverso l'IRA e il CHIPS Act.

Figura 3: Bilancia commerciale statunitense dei beni non energetici e aliquota tariffaria effettiva



Fonti: LSGE Datastream, Allianz Research

Figura 4: Bilancia commerciale statunitense di beni nelle principali categorie (miliardi di dollari, annualizzati)



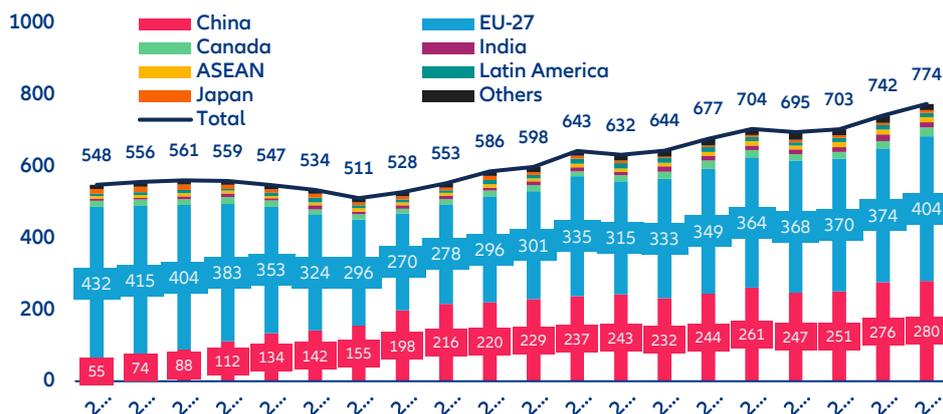
Fonti: LSGE Datastream, Allianz Research

In caso di rielezione, Trump si è impegnato ad applicare un dazio universale del 10% su tutti i partner commerciali, ma i dettagli non sono ancora chiari. Resta da stabilire se saranno tassate tutte le merci, comprese quelle esenti da dazi (in genere piccole spedizioni) e quelle critiche, e come una tariffa universale interagirebbe con gli accordi commerciali statunitensi esistenti (tra cui l'USMCA con il Messico e il Canada).

Trump ha anche promesso di imporre un dazio del 60% su tutte le importazioni cinesi, ma la forte dipendenza degli Stati Uniti dai beni cinesi rende improbabile questa eventualità: Quasi la metà delle importazioni totali degli Stati Uniti dalla Cina sono dipendenze critiche¹ (Figure 5 e 6). In campagna elettorale, Trump ha promesso di "eliminare completamente la dipendenza dalla Cina in tutti i settori critici", di revocare lo status di nazione più favorita e di imporre una tariffa del 60% su tutte le importazioni cinesi, nonché di "adottare un piano quadriennale per eliminare gradualmente tutte le importazioni cinesi di beni essenziali, dall'elettronica all'acciaio ai prodotti farmaceutici". Tuttavia, eliminare gradualmente le importazioni dalla Cina è quasi impossibile nel breve termine. Nel 2022, gli Stati Uniti hanno importato dalla Cina beni per un valore di circa 565 miliardi di dollari, di cui quasi il 50% (250 miliardi di dollari) erano dipendenze critiche (Figura 7), principalmente nei settori dei computer e delle telecomunicazioni, dell'elettronica, delle apparecchiature per la casa, del tessile e dei prodotti chimici. Puntare su questi prodotti con tariffe più alte comporterebbe costi di sostituzione significativi e perdite di efficienza.

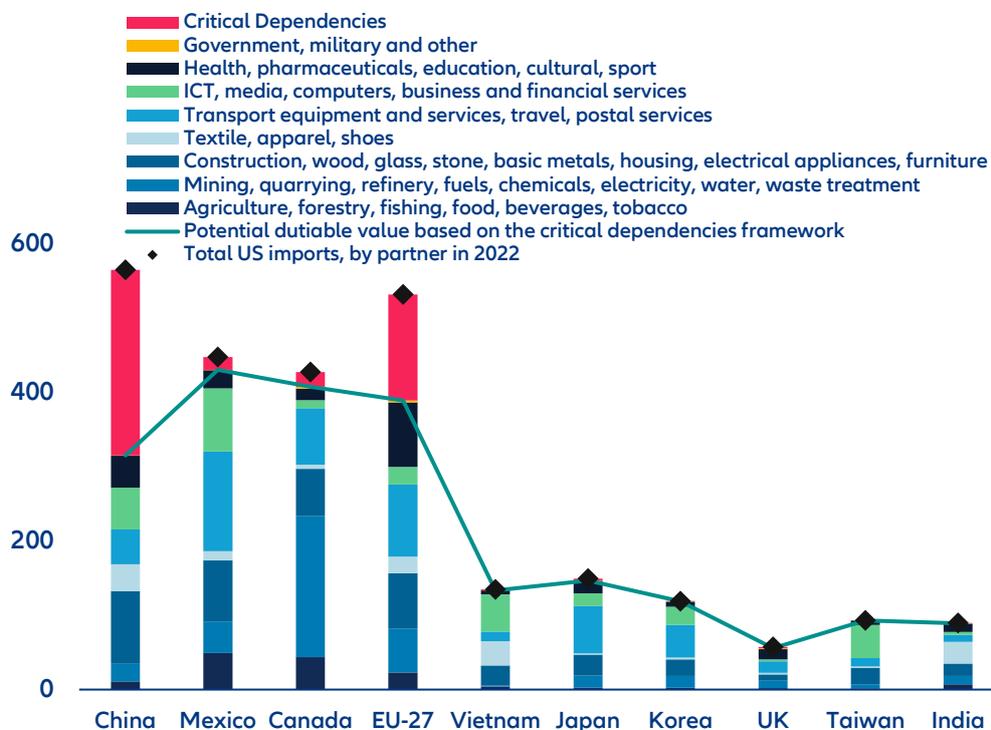
Figura 5: Numero di dipendenze critiche degli Stati Uniti importate dai loro principali partner commerciali

¹ Si veda il nostro recente report [China: keeping the Dragon awake](#) per un'analisi dettagliata e la classificazione delle dipendenze critiche.



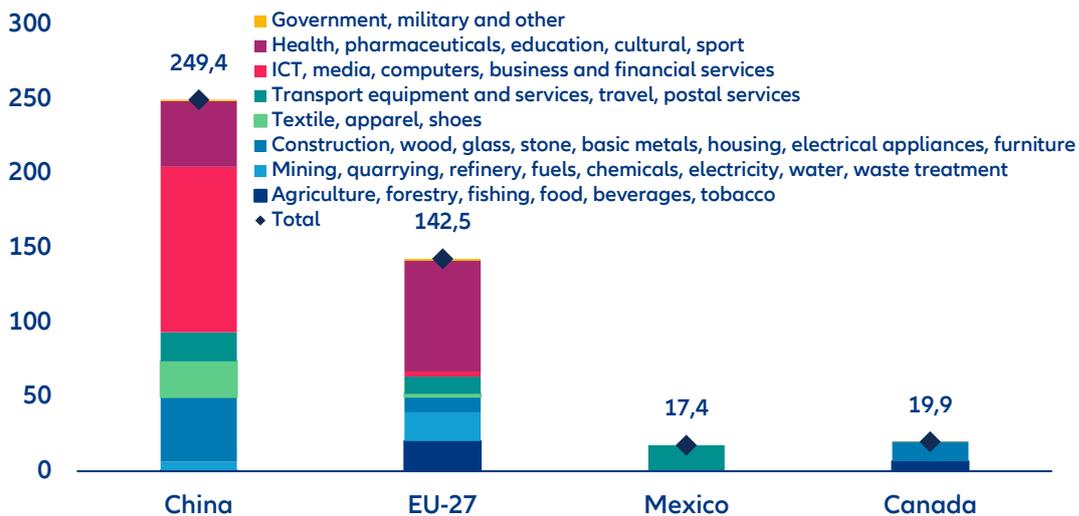
Fonti: ITC, Allianz Research

Figura 6: Stime delle importazioni statunitensi potenzialmente destinabili, per partner e settore (miliardi di dollari)



Fonti: ITC, Allianz Research

Figura 7: Valore delle dipendenze critiche importate dagli Stati Uniti nel 2022, per partner e settore (miliardi di dollari)

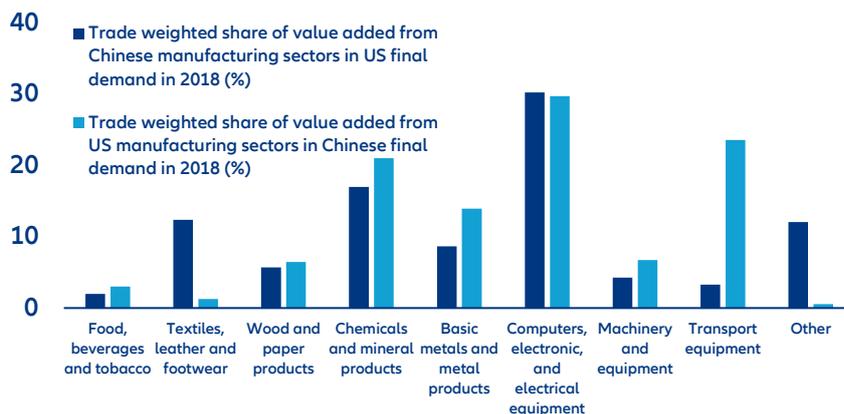


Fonti: ITC, Allianz Research

Se le politiche protezionistiche statunitensi rivolte alla Cina dovessero degenerare in una guerra commerciale, il settore tessile cinese e quello dei mezzi di trasporto statunitensi sarebbero i più colpiti.

Il ruolo delle catene di approvvigionamento globalizzate non è mai stato così importante come oggi. Per comprendere l'impatto dei dazi sugli esportatori esteri attraverso la riduzione della domanda, analizziamo l'esposizione settoriale della Cina alla domanda finale estera negli Stati Uniti e viceversa, ponderata per la quota di importazioni dal paese di origine. Scopriamo che gli esportatori statunitensi soffrirebbero di più in termini netti, con le maggiori perdite avvertite dall'industria dei mezzi di trasporto, seguita dai metalli e dai prodotti chimici. Dal punto di vista della Cina, le perdite maggiori si registreranno nell'industria tessile, seguita da computer ed elettronica (Figura 8). Ciò è coerente con le nostre stime del valore potenziale dei beni colpiti, basate sul quadro delle dipendenze critiche: quanto più bassa è la concentrazione di dipendenze critiche in un particolare settore, tanto più alta è la probabilità che esso venga colpito maggiormente.

Figura 8: Quota del valore aggiunto della domanda finale ponderata per il commercio, in % del totale



Fonti: OCSE, Allianz Research

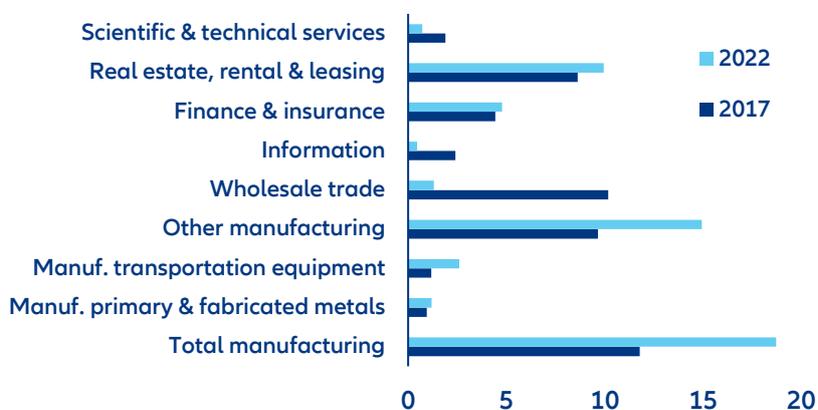
In questo contesto, riteniamo che una tariffa del 25% sui beni cinesi seguita da un accordo sia lo scenario più probabile. Con la Cina probabilmente disinteressata a una guerra commerciale mentre cerca di rilanciare la sua debole economia, ci aspetteremmo che Trump inasprisca le tariffe contro la Cina (e che la Cina si vendichi). Ma è probabile che i negoziati si protraggano fino al 2025, portando alla firma di un accordo rinnovato di tipo "Fase I" (simile a quello firmato da Trump alla fine del 2019) volto a incrementare le esportazioni statunitensi in Cina (in particolare per i prodotti agricoli). È inoltre probabile che Trump debba affrontare una dura opposizione al Congresso - anche da parte dei repubblicani - per non spingere

troppo in là i limiti dell'aumento delle tariffe, a causa delle legittime preoccupazioni per il notevole impatto negativo di una guerra commerciale in piena regola sull'economia statunitense.

Allo stesso modo, pensiamo che l'USMCA verrebbe preservato in cambio di un rafforzamento dei controlli doganali al confine per reprimere l'evasione tariffaria e la deviazione del commercio. Trump probabilmente si troverebbe ad affrontare una dura opposizione al Congresso e alle imprese per smantellare l'USMCA, un accordo di libero scambio che ha già rinnovato rispetto al NAFTA quando era Presidente. Tuttavia, riteniamo che Trump otterrebbe concessioni dal Messico per aiutare gli Stati Uniti a reprimere con forza la diversione commerciale e l'evasione tariffaria (cfr. riquadro 1).

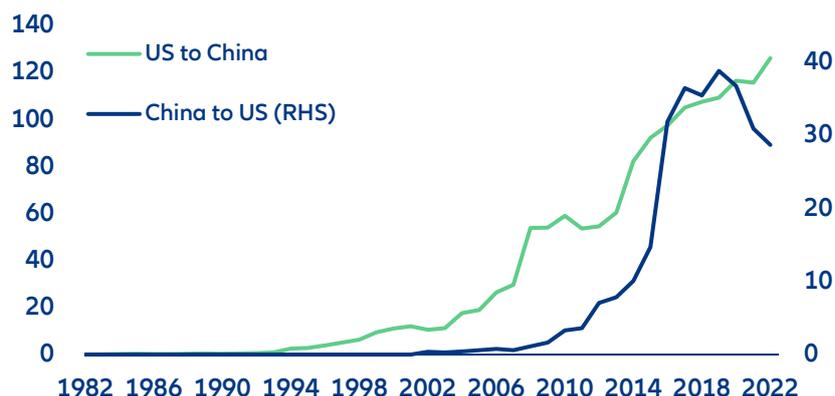
Oltre alla politica commerciale, Trump continuerà a inasprire le restrizioni sugli investimenti esteri in entrata, soprattutto nei settori critici. In campagna elettorale, Trump ha sottolineato il suo obiettivo di "impedire alle aziende statunitensi di riversare investimenti in Cina e alla Cina di comprare l'America". Lo stock di investimenti di capitale cinese nel settore manifatturiero statunitense è effettivamente aumentato dal 2017 (Figura 9), sebbene lo stock complessivo sia diminuito (Figura 10). Se dovesse essere eletto per un secondo mandato, ci aspetteremmo un inasprimento delle restrizioni sugli investimenti esteri dalla Cina nei settori critici - ad esempio infrastrutture (aeroporti, porti), impianti di chip, energia, materie prime, alimenti, biofarmaceutici, acciaio. Inoltre, ci aspetteremmo un ulteriore inasprimento delle restrizioni sugli investimenti in uscita verso la Cina e un ampliamento della portata dei controlli sulle esportazioni, in particolare per quanto riguarda i biofarmaci, per i quali la Cina dipende fortemente dalla proprietà intellettuale degli Stati Uniti, i materiali biotecnologici, le informazioni tecniche e le attrezzature di laboratorio, che le aziende statunitensi forniscono in quantità significative agli impianti cinesi, o anche i prodotti agricoli (ad esempio, le sementi). Si noti che, tra le principali economie, le misure di sicurezza economica degli Stati Uniti sono già restrittive sotto molti aspetti (tabella 1).

Figura 9: Investimenti diretti esteri negli Stati Uniti dalla Cina, settori selezionati (base dei costi storici, miliardi di dollari)



Fonti: Ufficio statunitense di analisi economica (BEA), Allianz Research. Si noti che abbiamo utilizzato il database dei Paesi "ultimate beneficial owner" (UBO), che tiene conto del fatto che gli investitori stranieri convogliano i fondi destinati agli Stati Uniti attraverso le filiali da loro create nei centri finanziari. Abbiamo considerato solo i settori per i quali erano disponibili informazioni in entrambi i periodi. L'altro settore manifatturiero è il residuo del totale del settore manifatturiero meno i mezzi di trasporto e i metalli primari e lavorati.

Figura 10: Investimenti diretti (miliardi di dollari)



Fonti: Ufficio statunitense di analisi economica (BEA), Allianz Research

Tabella 1: Misure di sicurezza economica attualmente in vigore e in discussione

	Cina	US	EU	UK	Giappone	Australia	Corea del Sud
Selezione degli investimenti in entrata							
Selezione degli investimenti in uscita					*		*
Controlli sulle esportazioni							
Restrizioni all'approvvigionamento							
Sanzioni							
Politica anti-corruzione							
Politiche di resilienza della catena di approvvigionamento							
Protezione dei dati e sicurezza informatica							
Istituzionalizzazione							
Strategia industriale							



Fonte: Metriche, Allianz Research. NB: * Sono in vigore restrizioni minori per le banche straniere, la produzione di armi e gli stupefacenti, ma si tratta di residui dei processi di apertura economica e non di vere e proprie politiche di controllo degli investimenti in uscita

Nel complesso, un ritorno più marcato al protezionismo comporterebbe perdite per le economie trascinate in una guerra commerciale. Le aliquote tariffarie applicate attualmente dalle economie che esportano negli Stati Uniti - che rappresentano la quota di importazioni in esenzione doganale - sono sostanzialmente in linea con le aliquote della nazione più favorita (NPF) per la maggior parte delle economie, ad eccezione di Cina e India (Tabella 1). Per calcolare gli effetti di un protezionismo più forte, delineiamo due scenari:

- a) **Uno scenario di base:** Le tariffe su tutti i beni che non sono dipendenze critiche importati dalla Cina vengono aumentate al 25% e al 5% sugli altri grandi partner commerciali (UE, Corea del Sud e Giappone). Messico e Canada sono esentati dagli aumenti tariffari.

- b) **Uno scenario negativo:** I dazi sulla Cina vengono aumentati al 60% e quelli sugli altri Paesi vengono portati al 10% su tutti i beni che non sono dipendenze critiche. In questo caso, anche il Canada e il Messico sono presi di mira.

In base alle nostre ipotesi, l'aliquota tariffaria effettiva media ponderata per il commercio che gli esportatori verso gli Stati Uniti devono affrontare salirebbe al 4,3% e all'11,9% rispettivamente nello scenario di base e in quello negativo, i livelli più alti dalla metà degli anni '70 e dall'inizio degli anni '40.

Si tratterebbe di uno scostamento significativo dal livello attuale del 2,5%. In risposta, ipotizziamo che i grandi partner commerciali degli Stati Uniti impongano tariffe equivalenti sulla stessa quota di beni importati dagli Stati Uniti. Ad esempio, se gli Stati Uniti colpiscono il 50% delle importazioni totali dalla Cina con un'aliquota tariffaria del 60%, ci aspettiamo che la Cina si vendichi con una tariffa del 60% sul 50% delle importazioni totali dagli Stati Uniti.

Oltre all'aumento dei dazi all'importazione, ipotizziamo che Trump intensifichi i controlli doganali alle frontiere statunitensi per reprimere la deviazione del commercio e l'evasione tariffaria, il che farebbe salire l'inflazione statunitense di +0,6 punti percentuali. Si tratterebbe di uno shock considerevole che danneggerebbe il reddito disponibile delle famiglie (cfr. riquadro 1).

RIQUADRO 1: Trump 2.0. darà un giro di vite alle deviazioni commerciali e alle false fatturazioni.

Durante la sua campagna elettorale, Trump si è espresso in modo molto esplicito sulla deviazione degli scambi commerciali, ovvero il dirottamento delle spedizioni attraverso Paesi terzi non interessati dalle tariffe (da qui la tariffa universale sulle lavatrici imposta durante il suo primo mandato nel 2018). Si è impegnato a imporre "forti protezioni" per evitare "l'aggiramento delle restrizioni facendo passare le merci attraverso i Paesi di transito". Evitare la deviazione del commercio è anche uno dei motivi per imporre una tariffa universale.

È sempre più evidente che gli esportatori cinesi hanno stabilito rotte di trasbordo verso gli Stati Uniti attraverso il Sud-est asiatico e il Messico per eludere le tariffe. Dall'inizio della guerra commerciale, il calo della quota di esportazioni cinesi verso gli Stati Uniti è stato quasi perfettamente compensato dall'aumento della quota destinata a questi Paesi (Figura 11). Questi ultimi, a loro volta, hanno registrato un aumento altrettanto consistente delle loro esportazioni verso gli Stati Uniti.

Figura 11: Quota delle esportazioni cinesi per destinazione, % delle esportazioni totali cinesi, media mobile di 12 mesi



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Inoltre, vi sono forti evidenze di un'errata fatturazione delle merci cinesi importate negli Stati Uniti.

Dal 2020, i dati cinesi sulle esportazioni verso gli Stati Uniti mostrano spedizioni maggiori rispetto ai dati statunitensi sulle importazioni dalla Cina (prima del 2020 era vero il contrario). Le imprese cinesi hanno pochi incentivi a dichiarare erroneamente la destinazione delle loro esportazioni alle autorità cinesi, poiché ciò ridurrebbe i rimborsi IVA ottenuti e non aiuterebbe a eludere i dazi, che sono applicati sul lato statunitense. D'altro canto, gli importatori statunitensi sono incentivati a sottostimare il valore delle spedizioni in entrata. Pertanto, il divario tra i dati cinesi e quelli statunitensi è indicativo di un'errata fatturazione commerciale.

Secondo le nostre stime, il rafforzamento dei controlli doganali farà salire l'inflazione statunitense di 0,6 punti percentuali. Riteniamo probabile che Trump dia seguito a questa promessa e ordini alle dogane statunitensi di intensificare i controlli sulle spedizioni interne. Ciò equivarrebbe a un notevole shock negativo sull'offerta per l'economia statunitense, aumentando i tempi di consegna delle forniture, creando carenze temporanee e, in ultima analisi, facendo salire i prezzi. Quantifichiamo l'impatto sull'inflazione scalando il contenuto delle importazioni di beni acquistati negli Stati Uniti (circa il 30%) dalla quota combinata del Messico e dei principali partner commerciali asiatici (esclusi Cina e Giappone) nelle importazioni di beni statunitensi (28%). Ipotizziamo che tutti gli importatori statunitensi che importano beni da questi paesi segnalino un aumento dei tempi di consegna, il che si tradurrebbe in un aumento della percentuale netta di intervistati nell'indagine ISM sul settore manifatturiero sui tempi di consegna di 1,1 deviazioni standard, ossia circa +3pp di inflazione dei beni secondo il recente rapporto (Figura 12), o circa 0,6pp di inflazione complessiva.

Figura 12: Indicatori di interruzione della catena di approvvigionamento (z-score)



Fonti: LSGE Datastream, Allianz Research

Tabella 2: Aliquote tariffarie (%) applicate dai paesi che esportano negli Stati Uniti: applicate, NPF, scenario di base, scenario negativo, un indicatore per l'ALS in vigore e la quota stimata di beni importati che possono essere presi di mira

	Tariffa applicata	Aliquote NPF	Scenario di riferimento	Scenario negativo	Accordo di libero scambio in vigore	Quota stimata dei beni oggetto di intervento
Cina	12.82	1.02	25.00	60		55%
Messico	0.01	0.01	0.01	(10)	FTA	94%
Canada	0.00	0.00	0.00	(10)	FTA	91%

Giappone	0.79	0.79	5.00	10		95%
Unione Europea	0.56	0.56	5.00	10		68%
Vietnam	1.67	1.67	5.00	10		99%
Corea del Sud	0.00	0.00	5.00	10	FTA	98%
Taiwan	0.45	0.45	5.00	10		97%
India	1.60	1.03	5.00	10		98%
Regno Unito	0.35	0.35	5.00	10		86%

Fonti: WTO, Allianz Research

Gli Stati Uniti e il mondo hanno da perdere da una guerra commerciale nel breve periodo. Per gli Stati Uniti utilizziamo l'aumento delle tariffe doganali nei due scenari come shock una tantum, consentendo al contempo l'utilizzo delle entrate tariffarie aggiuntive riciclate nella spesa pubblica (0,2% del PIL nello scenario di base contro 1,1% del PIL nello scenario negativo). Aggiungiamo anche uno shock inflazionistico esogeno una tantum di 0,6 punti percentuali negli Stati Uniti per tenere conto delle perturbazioni delle catene di approvvigionamento statunitensi (si veda ancora il riquadro 2). Simuliamo l'impatto economico di questo duplice shock (guerra commerciale + interruzioni delle catene di approvvigionamento statunitensi) utilizzando il "Global Economic Model" sviluppato da Oxford Economics.

I risultati mostrano che la crescita del PIL statunitense nel primo anno subirebbe un calo di -0,5 punti percentuali solo nello scenario di base, che potrebbe salire a -1,4 punti percentuali nello scenario negativo. I rialzi tariffari deprimono le esportazioni e il sentiment, mentre l'aumento dell'inflazione indotto dalle interruzioni della catena di approvvigionamento e dagli aumenti tariffari (+0,6pp di inflazione) danneggia il reddito disponibile delle famiglie statunitensi. L'impatto del "doppio" shock sull'inflazione si affievolirebbe dopo il primo anno, quando si aprirebbe un ampio output gap negativo e le pressioni disinflazionistiche comincerebbero a crescere, pesando sulla dinamica dell'inflazione. La Fed inizierebbe a riprendere l'allentamento delle politiche, favorendo la ripresa del PIL statunitense a partire dal secondo anno, anche se rimarrà depresso rispetto al trend precedente allo shock.

Nello scenario di base, i partner commerciali degli Stati Uniti vedrebbero la loro crescita del PIL colpita da -0,1 a 0,3 punti percentuali. Gli altri Paesi subiranno una perdita minore rispetto agli Stati Uniti, poiché imporranno nuove tariffe solo agli Stati Uniti (mentre gli Stati Uniti imporranno tariffe agli altri). Messico e Canada verrebbero colpiti nonostante non siano coinvolti nella guerra commerciale a causa della loro elevata esposizione all'economia statunitense. Complessivamente, il duplice shock comporterebbe un modesto calo della crescita del PIL mondiale, pari a -0,2 punti percentuali, e un lieve aumento dell'inflazione globale di +0,1 punti percentuali nel primo anno, secondo lo scenario di base. Nello scenario negativo in cui Messico e Canada sono coinvolti nella guerra commerciale, l'impatto negativo sarebbe molto forte: il loro PIL potrebbe essere fino a -2,4% al di sotto del loro trend dopo due o tre anni.

Tabella 3: Impatto economico su economie selezionate di un duplice shock (dazi + interruzioni della catena di approvvigionamento statunitense), negli scenari di base e negativi

Scenario di base							
Variazione % rispetto al livello previsto, se non diversamente indicato	USA			Variazione % rispetto al livello previsto, se non diversamente indicato	EU		
	PIL	Esportazioni	Inflazione (pp)		PIL	Esportazioni	Inflazione (pp)
2025	-0.5	-0.3	0.6	2025	-0.1	-0.2	0.0
2026	-0.3	-0.8	0.0	2026	-0.2	-0.5	-0.1
2027	-0.2	-1.0	0.0	2027	-0.3	-0.7	0.0
	Cina			Canada			

	PIL	Esportazioni	Inflazione (pp)		PIL	Esportazioni	Inflazione (pp)
2025	-0.1	-0.4	0.1	2025	-0.2	-0.5	0.0
2026	-0.3	-1.0	-0.1	2026	-0.4	-1.1	-0.1
2027	-0.3	-1.3	0.1	2027	-0.2	-1.2	0.1
Messico				Mondo			
	PIL	Esportazioni	Inflazione (pp)		PIL	Esportazioni	Inflazione (pp)
2025	-0.2	-0.7	0.0	2025	-0.2	-0.5	0.1
2026	-0.3	-1.4	-0.1	2026	-0.2	-1.1	-0.1
2027	-0.3	-1.6	-0.1	2027	-0.2	-1.2	0.1
Giappone							
	PIL	Esportazioni	Inflazione (pp)		PIL	Esportazioni	Inflazione (pp)
2025	-0.1	-0.3	0.0				
2026	-0.2	-0.8	-0.1				
2027	-0.2	-1.1	0.0				
Scenario negativo							
Variazione % rispetto al livello previsto, se non diversamente indicato	USA			Variazione % rispetto al livello previsto, se non diversamente indicato	EU		
	PIL	Esportazioni	Inflazione (pp)		PIL	Esportazioni	Inflazione (pp)
2025	1,4	1,4	1,2	2025	-0.3	-0.5	-0.1
2026	-1.3	-3.4	-0.1	2026	-0.8	-1.7	-0.4
2027	-1.0	-4.8	0.3	2027	-1.0	-2.7	0.2
Cina				Canada			
	PIL	Esportazioni	Inflazione (pp)		PIL	Esportazioni	Inflazione (pp)
2025	-0.5	-1.4	0.3	2025	-1.5	-1.8	1.6
2026	-1.1	-3.7	-0.3	2026	-2.4	-4.2	-0.1
2027	-1.4	-5.2	0.3	2027	-1.9	-5.7	0.3
Messico				Mondo			
	PIL	Esportazioni	Inflazione (pp)		PIL	Esportazioni	Inflazione (pp)
2025	-1.0	-2.7	0.3	2025	-0.6	-1.1	0.2
2026	-2.2	-6.5	-0.5	2026	-0.9	-1.6	-0.4
2027	-2.4	-9.0	-0.4	2027	-1.0	-2.1	0.2
Giappone							
	PIL	Esportazioni	Inflazione (pp)		PIL	Esportazioni	Inflazione (pp)
2025	-0.3	-1.0	0.0				
2026	-0.7	-2.9	-0.4				
2027	-0.9	-4.4	0.0				

Fonti: Oxford Economics, Allianz Research

È difficile per gli Stati Uniti ridurre in modo significativo il proprio deficit commerciale fintanto che si registrano ampi disavanzi fiscali. Le simulazioni del modello indicano che il deficit commerciale degli Stati Uniti si ridurrebbe di appena -0,1pp del PIL nello scenario di base, anche dopo tre anni (-0,4pp nello scenario negativo). Ma questi risultati vanno presi con un pizzico di sale: l'ambiziosa politica industriale definita da Trump è un'altra leva che potrebbe contribuire a ridurre il deficit commerciale. Ma più in

generale, siamo scettici sul fatto che gli Stati Uniti possano ridurre in modo sostanziale il loro deficit commerciale pur gestendo ampi disavanzi fiscali. La bilancia commerciale è una sottocomponente delle partite correnti, che rappresentano la differenza tra i risparmi aggregati e gli investimenti. Le partite correnti degli Stati Uniti sono profondamente negative a causa degli ampi deficit fiscali che più che compensano l'avanzo dei saldi finanziari del settore privato. Questo è un altro motivo per cui una seconda presidenza Trump potrebbe significare cautela nella politica fiscale.

RIQUADRO 2: Aumenti dei dazi e economia: perché danneggiano la crescita, almeno nel breve periodo

Gli aumenti tariffari possono funzionare, in teoria. Se la maggior parte degli aumenti tariffari è a carico degli esportatori, i prezzi interni non aumenteranno di molto. Inoltre, se la politica tariffaria è accompagnata da una politica industriale ben concepita, l'obiettivo finale di sostenere le imprese straniere e aumentare la produzione nazionale può funzionare. Questo è ancora più probabile ora che le imprese prestano maggiore attenzione ai rischi politici e abbracciano i vantaggi della diversificazione della catena di approvvigionamento - i sussidi industriali e le tariffe elevate possono spingerle a delocalizzare negli Stati Uniti, che sono il principale mercato per la maggior parte dei prodotti. Le indagini indicano infatti che un numero crescente di aziende sta valutando la possibilità di spostare la capacità produttiva al di fuori della Cina. Inoltre, l'industria manifatturiera statunitense gode di numerosi vantaggi, come i bassi costi dell'elettricità e la presenza di un'ampia gamma di prodotti.

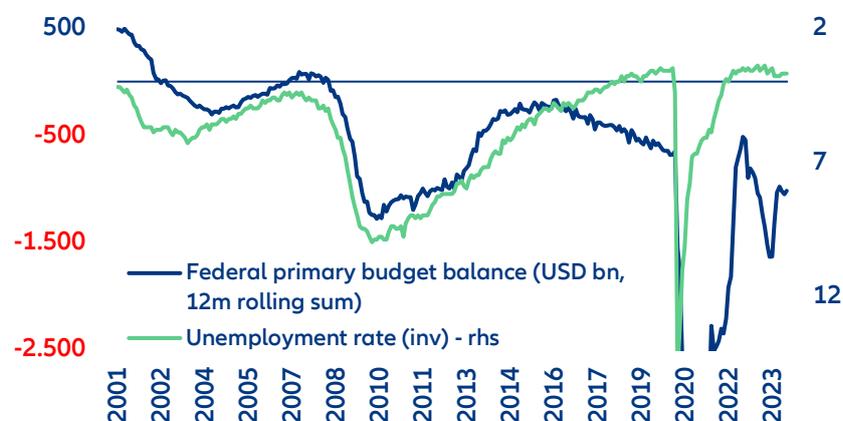
Tuttavia, le catene di approvvigionamento transfrontaliere altamente integrate e complesse, il potere di prezzo delle aziende, le ritorsioni da parte dei partner commerciali, l'incremento dell'incertezza e la deviazione degli scambi rendono gli aumenti delle tariffe una politica dannosa per la crescita. Le catene di approvvigionamento statunitensi sono altamente integrate nell'economia globale. Si basano su una grande parte di input intermedi importati, che spesso vengono ri-esportati oltre il confine. Questo è particolarmente il caso al confine tra Stati Uniti e Canada, dove le catene di approvvigionamento a monte dell'industria automobilistica sono profondamente interconnesse. Gli aumenti delle tariffe infliggerebbero quindi un significativo freno alle catene di approvvigionamento statunitensi. Inoltre, è evidente che gli Stati Uniti dipendono pesantemente da input e prodotti stranieri, che non possono essere facilmente sostituiti da aziende domestiche: gli aumenti delle tariffe non stimoleranno la produzione interna statunitense in molti settori, almeno nel breve termine. Inoltre, le simulazioni suggeriscono che i dazi doganali aumentati vengano principalmente trasferiti in prezzi più alti al consumatore finale piuttosto che essere sostenuti dall'esportatore o dall'importatore. Questo è ancora più probabile nel caso di un'economia statunitense che opera vicino alla capacità massima (Figura 4 nuovamente). Inoltre, le ritorsioni da parte dei partner commerciali - che già assumiamo nelle nostre simulazioni - potrebbero essere intensificate attraverso altre misure oltre alle tariffe, amplificando il freno all'economia statunitense. Ad esempio, durante il primo mandato di Trump, la Cina ha istruito le sue aziende statali a ridurre gli acquisti di prodotti agricoli statunitensi. Infine, la deviazione degli scambi e la falsa dichiarazione delle spedizioni - che Trump ha promesso di affrontare - attenuano i benefici degli aumenti delle tariffe per le aziende statunitensi che competono con quelle straniere.

Inoltre, l'impatto netto della guerra commerciale sull'economia interna degli Stati Uniti dipenderà da come le entrate tariffarie vengono effettivamente riutilizzate nella pratica, dalla politica industriale e dalle fluttuazioni dei tassi di cambio. Se, ad esempio, le entrate tariffarie vengono reinvestite nell'economia attraverso una maggiore spesa governativa come ipotizziamo nei nostri scenari, il freno sull'economia statunitense sarebbe più limitato rispetto a una situazione in cui le tariffe vengono utilizzate per ridurre il deficit fiscale. Inoltre, la perdita di competitività dei prodotti importati può essere mitigata se il dollaro statunitense si rafforza rispetto alle valute estere. D'altra parte, un dollaro statunitense più forte potrebbe contribuire a limitare l'impatto sui prezzi negli Stati Uniti.

Politica fiscale: agire con cautela

Il deficit federale si è ampliato sotto il governo Trump 1.0 nonostante il basso tasso di disoccupazione e un'economia forte (Figura 26). Il rapporto tra le spese federali e il PIL è aumentato di 0,5 punti percentuali tra il primo trimestre del 2017 e il quarto trimestre del 2019, mentre il rapporto tra le entrate federali e il PIL è diminuito di 0,9 punti percentuali nello stesso periodo di tempo. Le entrate fiscali sono state trascinate verso il basso dall'attuazione del Tax Cuts and Jobs Act, che includeva riduzioni dei tassi fiscali statuari e aumenti delle detrazioni (riducendo effettivamente la base fiscale). Il tasso fiscale personale federale effettivo è diminuito di -1,3 punti percentuali tra il 2016 e il 2019, mentre il tasso fiscale federale effettivo sulle imprese è diminuito di -2,8 punti percentuali. I tagli fiscali del TCJA sono programmati per scadere come previsto alla fine del 2025, quindi se Trump vince un secondo mandato è probabile che faccia della loro estensione una priorità. Questo priverebbe il bilancio federale di circa l'1% del PIL di nuovi proventi.

Figura 13: Saldo del bilancio primario federale e tasso di disoccupazione



Fonti: LSGE Datastream, Allianz Research

Una presidenza di Trump 2.0 erediterà deficit fiscali molto elevati dall'amministrazione Biden, con crescenti spese per interessi e un'economia probabilmente più incline a manifestazioni di inflazione. Un'altra tornata di grandi tagli fiscali finanziati dal deficit (o aumento della spesa) potrebbe quindi riaccendere l'inflazione e aumentare le preoccupazioni sulla sostenibilità delle finanze pubbliche degli Stati Uniti nei mercati obbligazionari. Come esempio di monito, Liz Truss è durata solo 50 giorni come primo ministro del Regno Unito nel 2022 dopo che i mercati obbligazionari e valutari hanno reagito negativamente ai suoi piani per grandi tagli fiscali finanziati dal deficit.

In questo contesto, ci aspetteremmo che Trump finanzi i suoi impegni fiscali con un aumento delle entrate doganali e l'abrogazione di alcune politiche di Biden. La nostra assunzione di base secondo cui il tasso effettivo delle tariffe statunitensi aumenterebbe al 4,3% (dal 2,5% attuale) genererebbe nuove entrate pari allo 0,2% del PIL. La revoca di parte degli atti principali di Biden - il Build Back Better Act (BBB) e l'IRA - potrebbe generare risparmi annuali del 0,1% al 0,3% rispetto a quanto previsto

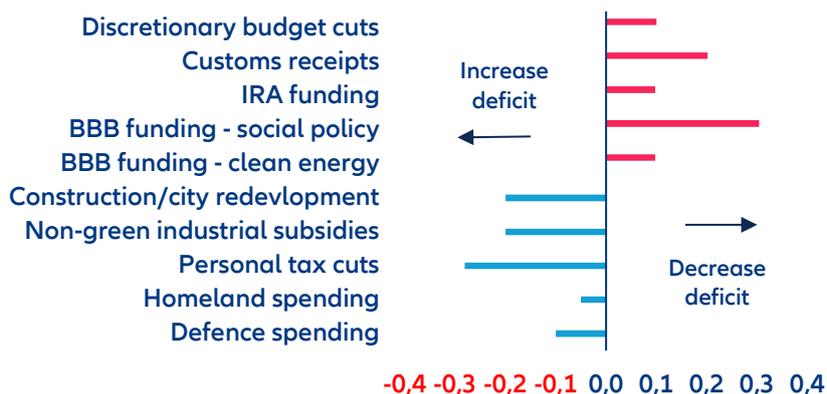
dall'amministrazione Biden. Per quanto riguarda le nuove spese e i tagli fiscali, Trump ha detto che le entrate derivanti dai dazi sarebbero utilizzate per aumentare il sostegno alle aziende domestiche: potrebbero essere sbloccati 0,2 punti percentuali del PIL di sovvenzioni industriali non verdi dal riciclaggio diretto delle entrate doganali più elevate. Anche il finanziamento aggiuntivo per i dipartimenti della Homeland Security e della Difesa sono promesse fondamentali. Trump ha proposto vari progetti di costruzione, tra cui lo sviluppo delle città, in particolare a Washington DC, e il proseguimento della costruzione del muro di confine con il Messico. Infine, assumiamo che promulgherebbe tagli fiscali personali moderati per le famiglie (attraverso deduzioni fiscali, ad esempio)².

Tuttavia, in uno scenario negativo in cui Trump scatena una guerra commerciale a tutto campo (causando danni economici sostanziali) e continua a realizzare tagli della tassazione più consistenti, il rischio di una crisi fiscale sarebbe molto elevato. Nell'alternativa dello scenario negativo, dove il tasso effettivo delle tariffe salirebbe al 12%, ciò comporterebbe un aumento delle entrate pari all'1,1% del PIL, ma probabilmente molto meno dopo aver preso in considerazione i grandi effetti negativi sull'economia. Sebbene non esista una soglia precisa del deficit o del debito oltre la quale i mercati obbligazionari cominciano a entrare in panico, in un ambiente di grandi deficit di bilancio e di crescita più bassa causata dalla guerra commerciale, l'assenza di un impegno credibile per mettere le finanze pubbliche su un terreno sostenibile farebbe scattare una crisi fiscale. Alla fine, ciò costringerebbe l'amministrazione Trump a fare marcia indietro e ad intraprendere un doloroso aggiustamento fiscale per ripristinare la fiducia.

In questo contesto, riteniamo che Trump agirebbe con prudenza sulla politica fiscale, tanto più perché vi è un conservatorismo fiscale tra i repubblicani al Congresso. Complessivamente, la posizione fiscale potrebbe essere leggermente allentata nel primo anno di una presidenza Trump, ma neutrale negli anni successivi. Trump ha già rinunciato alla sua promessa di ridurre il tasso fiscale delle società al 15% (dal 21%), anche se si è impegnato a ridurre "drasticamente" le tasse per i lavoratori e le famiglie americane. Inoltre, Trump avrebbe bisogno del sostegno di entrambe le Camere del Congresso per approvare nuovi tagli fiscali (avrebbe bisogno solo di una maggioranza semplice al Senato per approvare la legge tramite conciliazione). Dubitiamo che i repubblicani responsabili dal punto di vista fiscale accetterebbero grandi tagli fiscali o nuove spese, data la difficile situazione delle finanze pubbliche degli Stati Uniti. In questo contesto, ci aspetteremmo che la posizione fiscale sia leggermente allentata nel primo anno di un secondo mandato di Trump grazie alle entrate doganali aggiuntive che vengono reinvestite nell'economia. Negli anni successivi, ci aspetteremmo che le misure che aumentano il deficit siano compensate da quelle che lo riducono.

Figura 14: Potenziali cambiamenti fiscali e di spesa sotto Trump 2.0, prima degli effetti di feedback (% del PIL)

² Ad esempio, Trump ha promesso di sostenere le famiglie che praticano l'istruzione domestica, proponendo che i conti di risparmio per l'istruzione 529 potessero essere utilizzati per le spese relative all'istruzione domestica fino a 10.000 euro all'anno per bambino senza tassazione.

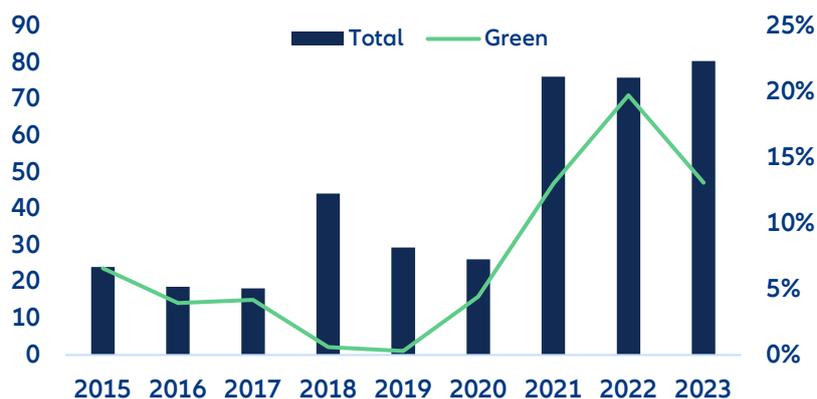


Fonti: LSGE Datastream, Allianz Research

Politica industriale: sblocco di sovvenzioni non verdi

La politica industriale è tornata di moda. Sebbene la politica industriale non sia nuova negli Stati Uniti, l'amministrazione attuale l'ha enfatizzata come un pilastro chiave, impegnando oltre 805 miliardi di dollari per subsidiare la produzione di semiconduttori, la ricerca, le iniziative climatiche e i progetti infrastrutturali. Questo rinnovato focus sulla politica industriale riflette un cambiamento verso investimenti mirati per raggiungere vari obiettivi politici, soprattutto per accelerare la mitigazione del rischio dalla Cina e competere con il gigante asiatico sui prodotti manifatturieri di alta qualità. Iniziative recenti come l'IRA e il CHIPS Act hanno favorito la crescita in settori specifici come la produzione di computer/elettronica/apparecchi elettrici, creando secondo una stima 200-250.000 nuovi posti di lavoro³. Tuttavia, ciò rappresenta solo un modesto aumento del 2% nell'occupazione manifatturiera complessiva. I sussidi totali sono quadruplicati tra il 2015 e il 2023, e la quota di sussidi classificati come verdi è aumentata al 15% in media tra il 2021 e il 2023 (Figura 15).

Figura 15: Sussidi in miliardi di dollari statunitensi (a sinistra) e percentuale di sussidi verdi (a destra)

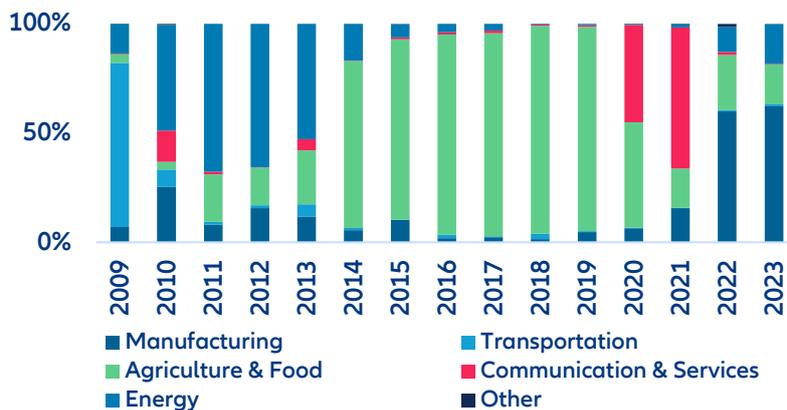


Fonti: Global Trade Alert, Allianz Research; Note di ricerca: Classificato come verde significa che alla domanda "Il sussidio aziendale è correlato all'ambiente o alla tecnologia a bassa emissione di carbonio?" è stato risposto con un "sì". L'analisi non include sussidi aziendali che (1) influenzano quasi tutti i settori come classificati da GTA, (2) sono correlati a questioni di salute pubblica (incluso COVID-19), (3) collegati all'invasione dell'Ucraina. I salvataggi e le istituzioni finanziarie non sono considerati. L'importo totale dei sussidi che si estendono su diversi anni è stato diviso equamente tra gli anni di concessione se non fossero disponibili altre informazioni. Il database dei sussidi aziendali di GTA è stato arricchito per il 2022 e il 2023 utilizzando la sezione ultima azione dello stato di GTA.

³ Goldman Sachs, "Politica industriale e commerciale attivista: qui per restare", dicembre 2023.

I sussidi si stanno spostando verso settori diversi. L'attenzione si è spostata dai settori dei trasporti, dell'energia e dell'agricoltura e prodotti alimentari a quello delle comunicazioni e dei servizi, e più di recente alla produzione. Negli ultimi due anni, più del 60% dei sussidi è stato destinato alla produzione, mentre le altre grandi quote sono andate all'agricoltura/prodotti alimentari e all'energia (Figura 16). Ma solo l'8% dei sussidi spesi nella produzione è stato classificato come verde nel 2023. Circa la metà di quelli spesi per progetti nei settori dei trasporti o dell'energia è stata classificata come verde, ma gli importi in quest'ultimo settore erano complessivamente molto inferiori.

Figura 16: Sussidi per settore in % del totale dei sussidi

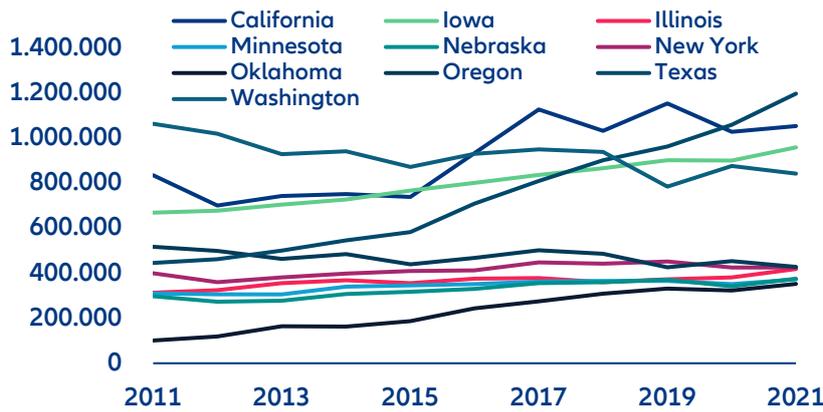


Fonti: Global Trade Alerts, Allianz Research; Note di ricerca: L'analisi non include sussidi aziendali che (1) influenzano quasi tutti i settori come classificati da GTA, (2) sono correlati a questioni di salute pubblica (compreso Covid-19), (3) collegati all'invasione dell'Ucraina. I salvataggi e le istituzioni finanziarie non sono considerati. L'importo totale dei sussidi che si estendono su diversi anni è stato diviso equamente tra gli anni di concessione se non fossero disponibili altre informazioni. Il database dei sussidi aziendali di GTA è stato arricchito per il 2022 e il 2023 utilizzando la sezione ultima azione dello stato di GTA.

Indipendentemente dal vincitore delle elezioni, l'indirizzamento verso una politica industriale più attiva continuerà. L'Iniziativa Strategica Nazionale per la Manifattura" (SNMI) di Trump comporterebbe un aumento significativo dei sussidi industriali generalizzati e una riduzione dei sussidi verdi. L'SNMI di Trump per ricollocare la produzione manifatturiera negli Stati Uniti si basa su due pilastri: la politica commerciale (aumento dei dazi) e la politica industriale (aumento dei sussidi). Se dovesse vincere un secondo mandato, ci aspetteremmo che i sussidi del CHIPS Act siano mantenuti integralmente poiché ottengono un ampio consenso politico, anche se, sorprendentemente, Trump ha accusato i fondi di essere "diretti verso paesi stranieri". Tuttavia, ci aspettiamo che i sussidi verdi siano tagliati, in particolare il sussidio fino a 7.500 USD per l'acquisto di veicoli elettrici. Prevediamo nuovi sussidi a largo raggio per la produzione e crediti d'imposta per gli investimenti (condizionati ai requisiti di contenuto domestico) nei settori tecnologici, rafforzamento delle catene di approvvigionamento (in particolare materie prime, terre rare), chimica e minerali, ma anche acciaio e automobili. Stimiamo che, sotto un Trump fiscalmente responsabile, i sussidi industriali non verdi potrebbero essere aumentati di circa 55 miliardi di dollari all'anno (0,2% del PIL).

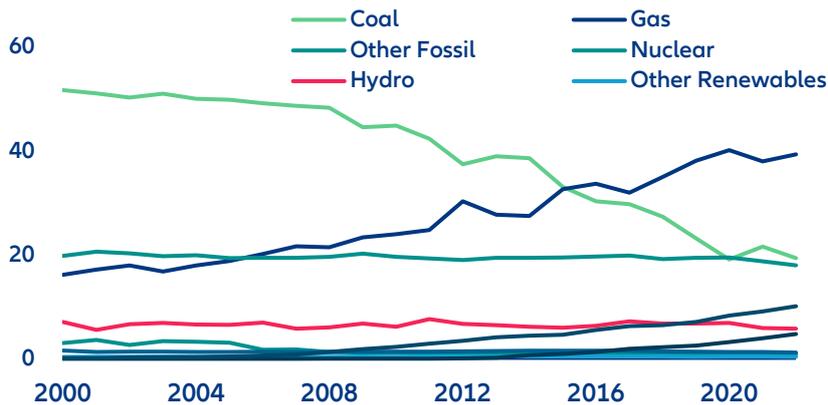
Tuttavia, la transizione verso le energie rinnovabili non è probabile che venga interrotta. In diverse aree, gli Stati che pendono verso il GOP sono stati all'avanguardia della transizione climatica: hanno installato il 35% in più di capacità rinnovabile rispetto agli Stati che pendono verso i Democratici dal 2012. Infatti, solo il Texas è stato responsabile di un quarto dell'aumento della capacità rinnovabile degli Stati Uniti in questo periodo (Figura 17). In questo contesto, ci aspettiamo che la produzione di carbone rimanga debole e che la produzione di energie rinnovabili continui a guadagnare slancio (Box 3). Inoltre, la maggior parte dei finanziamenti IRA e degli effetti positivi sugli investimenti privati beneficiano effettivamente degli Stati Rossi. Inoltre, l'IRA è una politica protezionistica compatibile con Trump. Pertanto, è possibile che Trump limiti i crediti d'imposta e i sussidi IRA (eolico, solare, batterie) anziché eliminarli completamente.

Figura 17: Produzione di energia rinnovabile, primi 10 produttori statali, miliardi di Btu



Fonti: US EIA, Allianz Research

Figura 18: Mix di produzione di elettricità negli Stati Uniti, quota totale per tipo



Fonti: Ember, Allianz Research

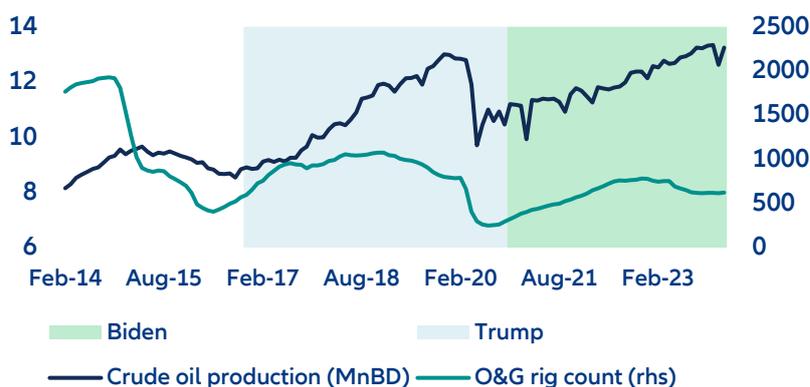
Gli Stati Uniti stanno affrontando ostacoli strutturali alla reindustrializzazione e l'SNMI potrebbe non essere sufficientemente mirato. L'IRA e il CHIPS Act di Biden hanno stimolato un forte aumento degli investimenti ecologici negli ultimi due anni, che probabilmente saranno seguiti dagli investimenti in attrezzature. Tuttavia, la produzione di chip, elettronica e industrie verdi rappresentano solo una piccola parte della produzione manifatturiera totale degli Stati Uniti. Gli Stati Uniti affrontano numerosi ostacoli strutturali difficili da superare, in particolare la carenza di manodopera, l'alto costo della manodopera e le scarse finanze pubbliche, oltre alla burocrazia eccessiva. In questo contesto, i bassi costi dell'elettricità, l'alto potenziale di crescita del PIL rispetto ai paesi concorrenti e i forti bilanci del settore privato rappresentano elementi favorevoli. Per ottenere benefici, la politica industriale deve evitare il rischio di mirare a troppi obiettivi. A tal proposito, l'ambizioso SNMI di Trump potrebbe deludere quando confrontato con i suoi numerosi obiettivi e con la realtà che gli Stati Uniti non hanno un vantaggio competitivo in molti settori (creazione di posti di lavoro nel settore manifatturiero, supporto a ampie fasce di settori contro la concorrenza straniera, riportando in patria catene di approvvigionamento altamente integrate, ecc.), o addirittura fallire (vedi Box 3, sull'industria automobilistica).

BOX 3: Vincitori e perdenti aziendali di un'eventuale amministrazione Trump 2.0

Petrolio e gas: Il vincitore più scontato?

Il settore petrolifero e del gas sarebbe quello che trarrebbe il maggior beneficio, ma solo marginalmente. Durante la campagna elettorale del 2020, Joe Biden ha dichiarato "Io guiderò la transizione dall'industria petrolifera". Tuttavia, quattro anni dopo, dopo un'inflazione massiccia dei prezzi del carburante e in mezzo a una guerra in Ucraina, gli Stati Uniti hanno raggiunto un nuovo record di produzione di petrolio greggio (Figura 19) e sono diventati il principale partner per le esportazioni di gas naturale liquefatto (GNL) per l'Europa. Tuttavia, una seconda amministrazione Trump darebbe priorità alla produzione di petrolio e gas aumentando i programmi di concessione nel Golfo del Messico, rimuovendo le restrizioni sugli sviluppi di petrolio e gas in Alaska, aumentando il numero di permessi di trivellazione e promuovendo la creazione di nuovi terminali di esportazione di GNL. Tuttavia, l'aumento consequenziale della produzione sarebbe marginale. Infatti, i fattori legati alla domanda e alle fluttuazioni dei prezzi hanno costantemente dimostrato di pesare più sulla produzione rispetto alla politica. Ad esempio, ci aspettiamo che la produzione di carbone continui il suo declino strutturale mentre viene sostituito da fonti più economiche di generazione di energia elettrica come le energie rinnovabili. Sul fronte della domanda, una futura amministrazione Trump potrebbe prolungare la domanda di petrolio sostenendo l'opposizione ai veicoli elettrici e sostenendo il consumo di petrolio e gas attraverso cambiamenti normativi e incentivi come l'abbandono delle normative ambientali e degli obiettivi climatici. È importante sottolineare che il focus di una futura amministrazione Trump probabilmente darebbe priorità all'indipendenza energetica e alle considerazioni economiche rispetto agli obiettivi ambientali.

Figura 19 - Produzione di petrolio greggio negli Stati Uniti e conteggio delle piattaforme di trivellazione



Fonti: EIA, Baker Hughes, Allianz Research

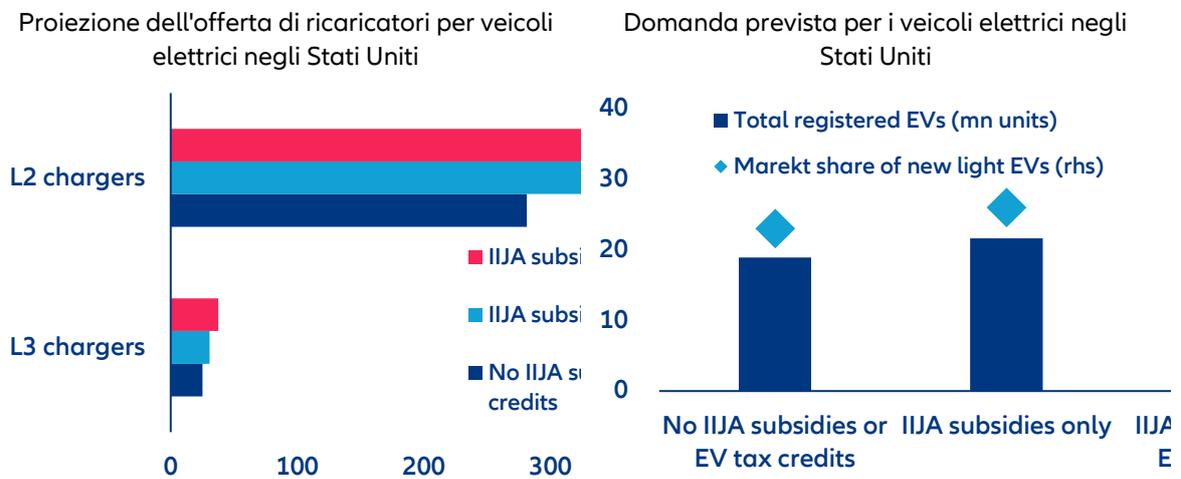
Industria automobilistica statunitense: Meno competitiva?

Sebbene Biden e Trump mirino entrambi a preservare i posti di lavoro nella produzione automobilistica negli Stati Uniti, esiste una significativa discrepanza nelle loro visioni per il futuro dell'industria. L'amministrazione Biden ha promosso attivamente l'adozione dei veicoli elettrici, con l'obiettivo di ottenere i due terzi delle vendite di auto nuove entro il 2032. Al contrario, Trump si oppone fermamente alla transizione verso i veicoli elettrici, sostenendo che ciò decimerebbe l'industria automobilistica statunitense e porterebbe a una perdita del 40% dei posti di lavoro. Sebbene l'affermazione sulle perdite di posti di lavoro non sia del tutto priva di fondamento dato il processo di produzione più automatizzato e la minore necessità di manodopera, i principali produttori automobilistici come Ford hanno promesso di riqualificare le loro forze lavoro per la produzione di parti per veicoli elettrici, attenuando così le perdite di posti di lavoro.

Il settore automobilistico nazionale è destinato a subire un declino nella competitività in un potenziale secondo mandato di Trump in un mondo sempre più orientato verso i veicoli elettrici (EV).

Il segmento EV riceverà circa 21,7 miliardi di dollari in sovvenzioni totali sotto il governo attuale, compresi 7,5 miliardi di dollari per stazioni di ricarica EV dal Infrastructure Investment and Jobs Act (IIJA) e 14,2 miliardi di dollari per l'acquisto di EV tra il 2022 e il 2031 dall'Inflation Reduction Act (IRA). Secondo il Congressional Budget Office (CBO), l'effetto combinato degli incentivi diretti fino a 7.500 dollari in crediti fiscali per EV idonei e dell'aumento dell'offerta di ricariche EV è stimato aumentare le registrazioni di EV e la quota di mercato dei nuovi veicoli leggeri EV del 59,3% e di 14 punti percentuali, rispettivamente (Figura 20 e 21). Le politiche porteranno anche a un aumento quasi nove volte superiore del numero di ricariche EV rispetto alla fine del 2022, superando significativamente di quasi sei volte l'aumento che si verificherebbe senza entrambe le politiche. Se Trump garantirà un secondo mandato, prevediamo un cambio di supporto governativo all'interno del settore automobilistico, con la redistribuzione delle sovvenzioni dagli EV ai tradizionali veicoli a combustione interna (ICE). Il ritiro del supporto dagli EV avrebbe non solo un impatto ambientale tangibile a causa della più lenta adozione degli EV nel secondo mercato automobilistico più grande al mondo, ma comprometterebbe anche la competitività dei costruttori automobilistici statunitensi in un mondo sempre più orientato verso gli EV.

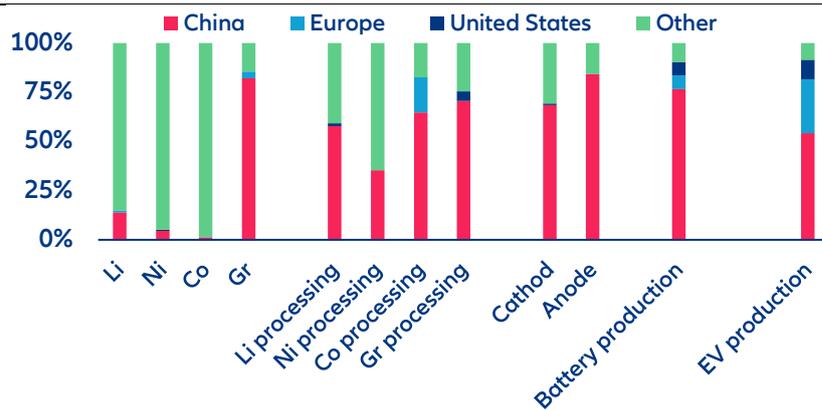
Figura 20 e 21 - Impatto delle politiche industriali attuali sul settore EV



Fonti: CBO, Allianz Research

Oltre alla sua opposizione alla transizione verso i veicoli elettrici, Trump ha anche promesso di riportare l'intera catena di approvvigionamento automobilistico negli Stati Uniti. Questo appare economicamente non fattibile, data l'importante quota di parti auto importate e la capacità insufficiente di produrre tutte le parti internamente. Per il segmento EV, ciò sembra ancora più improbabile a causa della mancanza di forniture di materiali critici, infrastrutture di raffinazione e produzione di batterie negli Stati Uniti (Figura 22). Rilocare anche parti della catena di approvvigionamento sarebbe costoso, traducendosi in costi ancora più alti per produrre EV negli Stati Uniti, dove la maggior parte dei costruttori automobilistici nazionali ha già faticato a ridurre i costi e diventare redditizi nel settore degli EV. Inoltre, l'eventuale imposizione di tariffe più elevate sulle parti auto importate andrebbe a discapito dell'utilità dei consumatori interni, poiché aumenterebbe i prezzi delle nuove auto, probabilmente riversandosi anche sui prezzi delle auto usate, con una riduzione della domanda di costose nuove vetture. Di conseguenza, ciò porterebbe a una minore produzione di auto e a conseguenti tagli di posti di lavoro, che è esattamente l'opposto di ciò che Trump ha promesso.

Figura 22 - Distribuzione geografica della catena di approvvigionamento globale delle batterie per veicoli elettrici

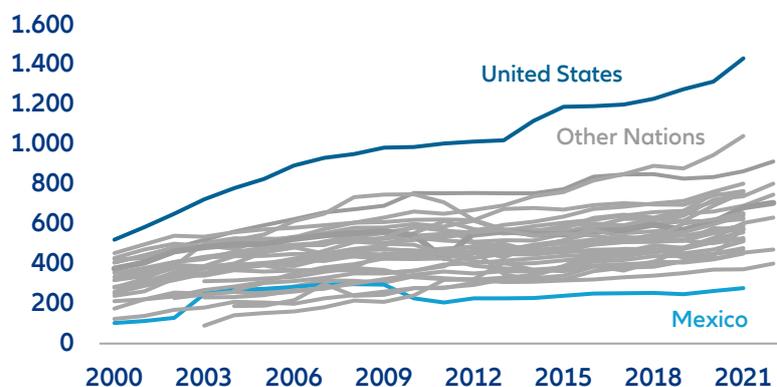


Fonti: IEA, Allianz Research

Big Pharma: Stesso obiettivo, armi diverse

Nonostante le discrepanze tra Democratici e Repubblicani, entrambi concordano su una cosa: i prezzi dei farmaci da prescrizione devono diminuire. Tuttavia, divergono su come affrontare il problema. Da decenni, gli americani pagano alcuni dei prezzi più alti al mondo per i farmaci da prescrizione. Ogni anno, un cittadino statunitense spende 1.432 dollari per i medicinali, che è 2,3 volte in più rispetto alla media delle nazioni dell'OCSE. Appena al di là del confine, la spesa pro capite del Messico è 2,2 volte inferiore al gruppo di confronto (Figura 23). Mentre i Democratici hanno sostenuto l'attuazione del Patient Protection and Affordable Care Act nel 2010 (ACA, anche conosciuto come Obamacare), i Repubblicani hanno successivamente adottato la politica "American Patients First" (APF) e l'ordine "Most Favored Nation" (MFN). Tutti sono riusciti a migliorare il sistema sanitario da diverse direzioni, ma nessuno ha ottenuto un miglioramento sostenuto e materiale in termini di prezzi dei farmaci da prescrizione.

Figura 23: spesa farmaceutica pro capite (USD) nei Paesi Ocse



Fonti: Ocse, Allianz Research

Il carico delle malattie è spiegato da due fattori: una maggiore dipendenza dai farmaci prescritti e prezzi nazionali più elevati. Gli Stati Uniti hanno uno dei tassi più alti al mondo di persone con una difficile condizione di vita⁴: il 31% degli adulti statunitensi ha due o più condizioni croniche (un tasso quasi due volte più alto rispetto a quello della Francia), mentre il 43% degli americani è considerato obeso (rispetto a una media del 25% per l'OCSE), risultando in un alto tasso di persone affette da

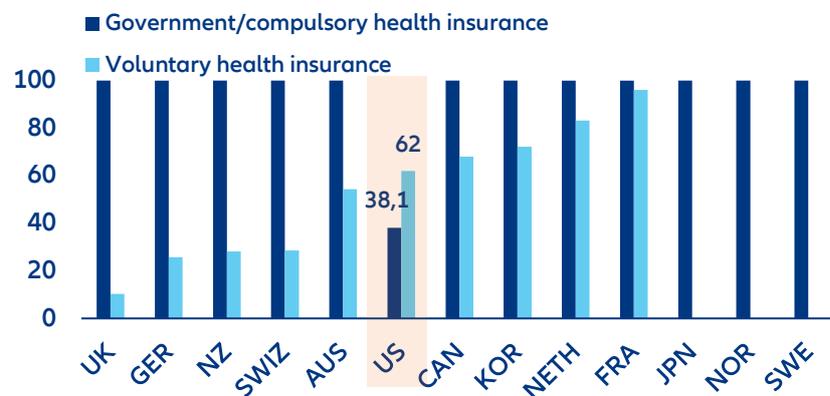
⁴ Una condizione cronica o a lungo termine è una malattia che non può essere curata, quindi il paziente deve convivere per sempre o per un lungo periodo della propria vita. Tuttavia, la malattia può essere controllata attraverso farmaci o trattamenti medici. Esempi includono il diabete, le malattie cardiache, l'ipertensione, l'epilessia, l'asma, l'artrite, l'Alzheimer, la depressione cronica e l'ansia..

diabete e ipertensione, le due malattie più comuni nel paese. Queste malattie richiedono un trattamento continuo per tutta la vita, aumentando la domanda di farmaci di anno in anno. Allo stesso tempo, mentre i governi di altri paesi negoziano direttamente prezzi, accesso e distribuzione dei farmaci con le aziende farmaceutiche, il governo statunitense non lo fa. Di conseguenza, gli americani pagano il costo elevato della ricerca e sviluppo che le aziende farmaceutiche non possono trasferire altrove. In altre parole, i farmaci prescritti sono più costosi negli Stati Uniti perché sono più economici in altri paesi.

Il programma IRA di Joe Biden mira anche ad affrontare il problema dei prezzi elevati dei farmaci. Tuttavia, un secondo mandato di Trump potrebbe mettere questo obiettivo in discussione. Dal febbraio all'agosto 2024, Medicare⁵ negozierà con le aziende farmaceutiche il prezzo di 10 farmaci costosi e ampiamente utilizzati⁶ per il primo volta, con nuovi prezzi più bassi che saranno applicabili da gennaio 2026 (se Medicare riuscirà a contrattare duramente). Ulteriori negoziati seguiranno l'anno prossimo al fine di coprire un elenco completo di 30 farmaci, con il potenziale di risparmiare a Medicare 98,5 miliardi di dollari in un decennio. Anche se dei risparmi derivanti da queste negoziazioni beneficeranno solo gli aderenti alla parte D di Medicare, che costituiscono solo circa il 15% della popolazione degli Stati Uniti (50 milioni di persone). Tuttavia, le negoziazioni hanno il sostegno popolare, il che renderà difficile per Trump abrogare la legge.

Ma anche in uno scenario in cui i prezzi dei farmaci da prescrizione diminuiscano, gli americani continueranno a pagare di più dalle proprie tasche rispetto a qualsiasi altro luogo poiché il sistema di assicurazione malattia del governo è precario. Come mostra la Figura 24, tutti i paesi ad alto reddito tranne gli Stati Uniti garantiscono un'assicurazione sanitaria pubblica a tutti i loro residenti. Inoltre, le persone in altri paesi beneficiano anche di opzioni di assicurazione privata accessibili. In Francia, ad esempio, quasi tutta la popolazione gode sia di un'assicurazione privata che pubblica.

Figura 24: Percentuale della popolazione totale coperta da assicurazione sanitaria, paesi ad alto reddito



Fonte: Statistiche sanitarie dell'OCSE, Allianz Research

In questo contesto, l'ACA di Obama è stata sicuramente utile per il sistema sanitario degli Stati Uniti, ma i repubblicani cercheranno sicuramente di revocarla nuovamente. Ogni anno Obamacare diventa sempre più popolare. Nel 2023, 16,3 milioni di americani hanno sottoscritto piani assicurativi sanitari attraverso i mercati dell'ACA, rispetto ai soli 8 milioni nel 2014. Inoltre, per il 2024, un record di 21,3 milioni di americani si è iscritto alla copertura. Questa crescente popolarità renderà ancora più difficile

⁵ Medicare è un programma federale di assicurazione sanitaria negli Stati Uniti per le persone di età pari o superiore a 65 anni, anche se copre anche alcuni individui più giovani con disabilità o condizioni mediche specifiche. È composto da diverse parti (dalla A alla D, con la D che copre la prescrizione dei farmaci). Medicaid è un altro programma governativo progettato per fornire accesso alle cure mediche alle persone a basso reddito di ogni età.

⁶ Elenco iniziale delle negoziazioni sui farmaci: Eliquis (anticoagulante), Jardiance (diabete), Xarelto (anticoagulante), Januvia (diabete), Farxiga (diabete), Entresto (insufficienza cardiaca), Embrel (artrite reumatoide), Imbruvica (cancro del sangue), Stelara (psoriasi e malattia di Crohn) e NovoLog/Fiasp (diabete).

per Trump cercare di revocare e sostituire l'ACA se verrà eletto per un secondo mandato. Al momento, Trump non ha un piano chiaro e definito per sostituire Obamacare e i prezzi dei farmaci non sono al centro della sua campagna. Tuttavia, ha recentemente ribadito il suo dissenso nei confronti di Big Pharma. Sulla base delle azioni precedenti di Trump durante la sua presidenza, è molto probabile che le sue politiche continuino a concentrarsi sulla riduzione dei prezzi dei farmaci e sulla promozione della produzione nazionale degli stessi. Ma il potere della Big Pharma statunitense è innegabile. Nel 2023, le 10 maggiori società farmaceutiche statunitensi hanno registrato ricavi per 447 miliardi di dollari (rispetto a 377 miliardi di dollari nel 2020). Allo stesso tempo, sono riuscite a creare vaccini contro il Covid-19 in tempi record per servire non solo i cittadini statunitensi ma l'intero mondo, evitando più di 18,5 milioni di ricoveri e 3,2 milioni di morti solo negli Stati Uniti. Senza dubbio, il potere contrattuale di Big Pharma è troppo alto e qualsiasi politica che vada contro il loro potere di prezzo locale dovrà essere progettata e argomentata in modo strategico.

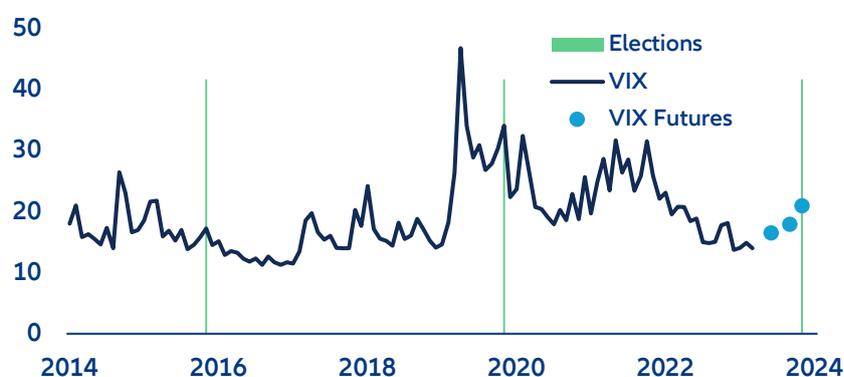
Mercati dei capitali: Più alti più a lungo

Secondo il nostro scenario di base, nel 2025 la Fed sarebbe leggermente più cauta a causa dell'aumento a breve termine dell'inflazione statunitense. Il ritorno a una politica monetaria "neutrale" e a tassi di interesse più bassi slitterebbe al 2026. Nel primo anno, il nesso tra minore crescita e maggiore inflazione costringerebbe la Fed a rimanere in disparte, mettendo in discussione le attuali proiezioni di taglio dei tassi. Piuttosto che perseguire la normalizzazione della politica monetaria, la Fed manterrebbe il suo tasso di riferimento al di sopra del 4%. La normalizzazione riprenderà nel 2026, quando lo shock inflazionistico si attenuerà, spingendo la Fed a sostenere l'economia.

Con una Fed più alta e più a lungo e un probabile rimbalzo delle aspettative di inflazione, i tassi decennali statunitensi seguirebbero l'esempio e rimarrebbero al di sopra del 4% almeno fino al 2025. L'impatto sui tassi d'inflazione potrebbe innalzare nuovamente le aspettative di crescita dei prezzi, che sono un fattore determinante per i tassi d'interesse a lungo termine. Unitamente alla pausa del percorso di normalizzazione della Fed nel 2025, ciò potrebbe portare a un rimbalzo dei tassi a 10 anni sia negli Stati Uniti che a livello globale. Piuttosto che una graduale diminuzione al 3,6% entro la fine del 2025, ci aspettiamo che rimangano più alti di circa 40 pb, intorno al 4%.

Il 2024 e il 2025 non saranno anni facili per gli asset rischiosi. I trend storici suggeriscono che, a prescindere dall'esito delle elezioni del 2024, se le banche centrali manterranno la stabilità e l'economia si dimostrerà solida, i mercati azionari e del credito societario degli Stati Uniti dovrebbero chiudere l'anno in verde. Tuttavia, ciò non garantisce un percorso senza interruzioni, come dimostrano i significativi aggiustamenti dei futures VIX. Questi aggiustamenti suggeriscono che i mercati azionari dovrebbero subire un'accentuazione della volatilità in prossimità delle elezioni (grafico 25).

Figura 25: VIX durante le elezioni

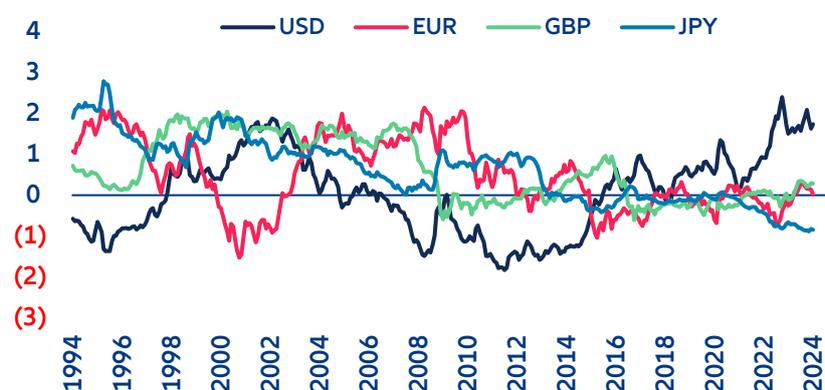


Fonte: LSGE Datastream, Allianz Research

Se la Fed manterrà i tassi di interesse più alti di quanto inizialmente previsto per un periodo più lungo, è probabile che i mercati azionari subiscano un aggiustamento al ribasso a causa dell'impatto a breve termine sulle valutazioni, in particolare a causa dell'elevata sensibilità alle variazioni dei tassi di interesse. Tuttavia, è improbabile che si verifichi una flessione significativa del mercato, che potrebbe invece registrare un periodo di movimento laterale per tutto il 2025. Guardando al 2026 e al 2027, è probabile che le politiche che favoriscono le priorità nazionali, insieme al previsto spostamento verso una politica monetaria più accomodante, influenzino positivamente le società statunitensi nel loro complesso. Ciò potrebbe portare i mercati statunitensi a sovraperformare le controparti internazionali, con rendimenti annui previsti dell'8-10%. I mercati del credito seguiranno probabilmente una traiettoria simile, con costi di finanziamento superiori alle aspettative nel 2025 che causeranno un temporaneo allargamento degli spread aziendali. Ciò potrebbe porre le basi per una sostanziale riduzione degli spread nel 2026 e 2027. Il tema del reshoring globale sotto Trump probabilmente avvantaggerà settori specifici come la difesa, il trasporto merci, l'industria, le infrastrutture e altri settori destinati a ricevere una spinta "locale". Tuttavia, saranno soprattutto i titoli del settore della difesa e delle banche a beneficiarne nel lungo periodo, mentre i titoli internazionali, in particolare quelli cinesi e dei mercati emergenti, potrebbero essere i più penalizzati. Soprattutto nel caso dei titoli della difesa, il probabile spostamento verso una maggiore spesa per la difesa genererà una spinta strutturale per il settore, mentre per le banche il crescente orientamento alla prudenza incorporato con la vittoria di Trump e l'avversione verso la regolamentazione bancaria potrebbero fornire alcuni segnali di spinta. Dall'altro lato della medaglia, settori come l'energia pulita e le società con molti utili di provenienza internazionale sono destinati a soffrire a causa sia dell'aumento dei dazi sia della deprivazione degli obiettivi in materia di cambiamento climatico.

Il dollaro USA si apprezzerrebbe solo marginalmente, date le valutazioni molto tirate. Le elezioni del 2016 hanno innescato un significativo apprezzamento del dollaro, che ha raggiunto il livello più alto dal 2003. Questa impennata è stata sostenuta principalmente da: i) un significativo differenziale di politica monetaria con le altre principali economie, in particolare con l'Eurozona, che aveva recentemente avviato la sua politica di allentamento monetario; ii) un ciclo economico favorevole negli Stati Uniti, caratterizzato dalla piena occupazione, a differenza dei suoi principali partner commerciali e iii) un massiccio pacchetto di stimoli fiscali incentrato sulla spesa per le infrastrutture e sui tagli alle tasse promessi da Trump durante la sua campagna elettorale. Tuttavia, oggi le cose sono diverse. Il dollaro USA è già a livelli storicamente elevati (Figura 26) e non ci aspettiamo un nuovo grande piano fiscale sotto una seconda amministrazione Trump. Di conseguenza, ci aspettiamo un modesto apprezzamento del dollaro nel 2025 (+2,5%), anche se il dollaro rimarrà relativamente forte per un po' di tempo.

Figura 26: Tasso di cambio effettivo reale (REER), deviazione dalla media di lungo periodo (in stdv)



Fonti: BIS, Refinitiv, Allianz Research