

Macro Rapid Response

Prime valutazioni sulle implicazioni macroeconomiche delle elezioni americane

7 novembre 2024

L'impatto delle elezioni americane sull'economia globale non sarà trascurabile: negli Stati Uniti, si prospettano anni di maggiore deficit pubblico, tensioni commerciali, deregolamentazione in campo energetico, tassi di interesse più elevati e maggiore volatilità. Però nel 2025 le conseguenze potrebbero essere meno rilevanti di quanto si immagina.

Research Department

L'esito delle elezioni americane avrà ripercussioni sul nostro scenario di previsione, in quanto quest'ultimo era stato costruito sulla base di un'ipotesi di status quo per le politiche fiscali e commerciali negli Stati Uniti. Come si è visto, non soltanto Trump ha riconquistato la presidenza e la maggioranza al Senato, ma è anche ben posizionato per ottenere una piccola maggioranza pure alla Camera dei Rappresentanti. Considerando anche la maggiore omogeneità della rappresentanza repubblicana e il più avanzato livello di preparazione, questo consentirà un'attuazione rapida della sua agenda rispetto alla prima presidenza, accentuando la discontinuità rispetto alle ipotesi geopolitiche del precedente scenario.

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

Ciò nonostante, le ripercussioni macroeconomiche non saranno né sconvolgenti, né immediate. I principali cambiamenti che riteniamo altamente probabili e che quindi includeremo tra le **ipotesi di scenario** saranno i seguenti:

- Un **orientamento della politica fiscale più espansivo**, dovuto all'estensione degli sgravi fiscali in scadenza e a nuove misure di riduzione delle imposte sulle società, che sarà compensato soltanto in minima parte dalle entrate dei dazi commerciali e dalla maggiore crescita della base imponibile. Gli effetti dovrebbero però essere visibili soprattutto dalla fine del 2025 e soprattutto dal 2026.
- L'**introduzione e l'aumento dei dazi commerciali sull'import dalla Cina**, con ulteriori misure contro le triangolazioni attraverso paesi terzi. Queste misure potrebbero essere introdotte già nelle prime settimane dopo l'insediamento, per poi essere **estese ulteriormente nel corso del 2025**. Non includiamo nello scenario di base il dazio universale del 10%, ma ipotizziamo un comunque un diffuso aumento delle barriere tariffarie, anche verso l'UE.
- Una **restrizione dei flussi migratori in ingresso** di circa 500mila unità annue, con ripercussioni sfavorevoli per la dinamica della forza lavoro e rischi di maggiore pressione salariale.
- **Deregolazione in campo energetico**, sia dal lato dell'estrazione, sia da quello dei consumi (eliminazione degli standard sulle emissioni o degli standard di efficienza energetica), riduzione o eliminazione dei sussidi alle rinnovabili. Ciò condurrà a un aumento delle emissioni di gas climalteranti rispetto alle proiezioni di base. Il processo di deregolazione potrebbe estendersi successivamente anche all'ambito finanziario.

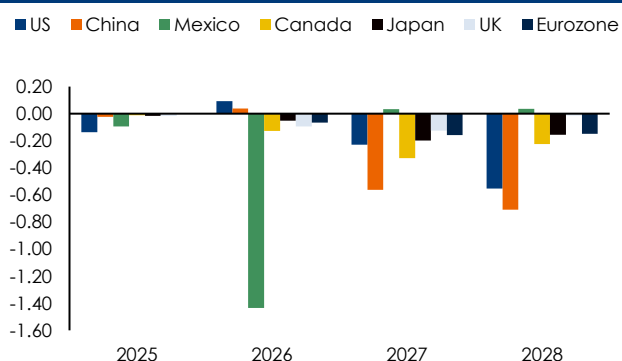
Non stiamo includendo nelle ipotesi dello scenario base né una riduzione dell'indipendenza della Fed attraverso la riforma del Federal Reserve Act, né la deportazione di massa degli immigrati illegali. Riguardo alla Fed, Trump non sarà in grado di modificare in modo significativo la composizione del Board perché fare soltanto una nomina, nei prossimi anni. Se non vorrà imbarcarsi nel processo legislativo di riforma del Federal Reserve Act (ad esempio, per ripristinare una presenza diretta del governo), dovrà limitarsi a strumenti di pressione indiretti.

La nostra prima valutazione delle conseguenze per lo scenario, che si basa anche sulle simulazioni già pubblicate in passato, è che **le misure dell'amministrazione Trump aumenteranno la volatilità macroeconomica nel medio termine e che avranno un impatto potenzialmente inflazionistico**. Questo è legato sia alla riduzione dell'output gap (**la crescita del PIL sarà inizialmente maggiore** grazie a politica fiscale, aumento dei corsi azionari ed eventuali bolle

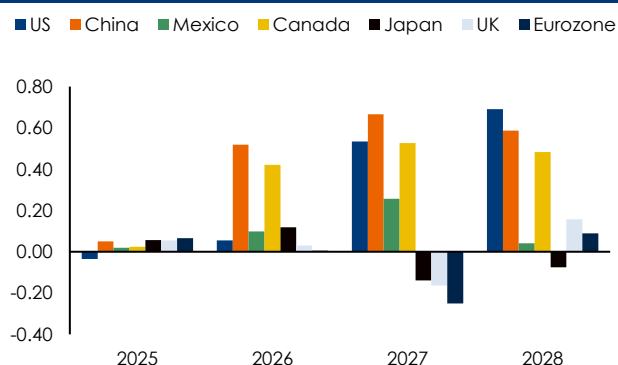
speculative legate alla deregolazione finanziaria, se sarà attuata), sia all'aumento dei costi dovuto ai dazi. Tuttavia, **l'impatto inflattivo è modesto, nelle ipotesi di base, grazie alla reazione della politica monetaria** (con una discesa dei tassi che si fermerà prima, e si invertirà, prima di quanto prevedevamo nello scenario di status quo), **a maggiori premi per il rischio incorporati nelle curve dei tassi e a un dollaro un po' più forte** rispetto alle precedenti proiezioni. Invece, non crediamo che vi siano motivi per attendersi prezzi del petrolio molto più bassi in questo contesto: il fattore più rilevante, piuttosto che la liberalizzazione dell'estrazione, è forse costituito dalla possibile frenata della domanda cinese di materie prime, qualora la guerra commerciale incida sui livelli di attività. L'impatto delle politiche dovrebbe diventare negativo anche per la crescita reale alla fine del mandato, quando i nodi legati alla sostenibilità verranno al pettine.

Riguardo alle **conseguenze per lo scenario europeo**, è decisamente prematuro imbarcarsi in valutazioni, data l'incertezza sugli obiettivi della nuova amministrazione nella relazione con l'UE. Una nostra **precedente simulazione, basata su ipotesi più aggressive** (dazio universale del 10%, dazi del 60% sulla Cina, dimezzamento dei flussi di immigrazione netta), **aveva stimato un impatto negativo di 0,1% sulla crescita media annua 2026 dell'eurozona e di -0,1/0,2% nel biennio successivo**. Si vedano i due grafici sottostanti. Gli effetti nel 2025 saranno invece poco rilevanti rispetto ai fattori endogeni alla zona euro, con fattori di segno contrario il cui impatto viene alla fine a bilanciarsi. Impatti di tale dimensione potrebbero essere contrastati con aggiustamenti modesti del mix di politica economica. Impatti più significativi sono attesi sulla crescita della Cina.

Effetti di un'applicazione aggressiva dell'agenda Trump su PIL...



...e inflazione



Fonte: Intesa Sanpaolo - Direzione Studi. Nota: scostamento dallo scenario di base. Lo scenario ipotizza dazi al 60% sulle importazioni dalla Cina e al 10% su tutte le altre importazioni, con ritorsioni da parte di altri Paesi; dimezzamento dei flussi migratori netti e allentamento della politica fiscale a partire dal quarto trimestre del 2025; rallentamento della transizione alle rinnovabili; la Fed torna ad alzare i tassi a partire dal 2026 a causa dell'aumento dell'inflazione; il clima di fiducia migliora tra la fine del 2024 e la metà del 2025, ma in seguito peggiora. Per le simulazioni è stato utilizzato l'Oxford Economics World Model.

Appendice

Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Incentivi relativi alla ricerca

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

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

Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

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

Metodologia di valutazione

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

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

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

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

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

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

Intesa Sanpaolo Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Mario Di Marcantonio

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

andrea.volpi@intesasnpaolo.com