

TOPIC DEL MESE

Cosa significa il Trump 2.0 per l'economia globale

AUTORI

**MAHMOOD
PRADHAN**

 HEAD OF GLOBAL
MACROECONOMICS,
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

**ANNALISA
USARDI, CFA**

 SENIOR ECONOMIST,
HEAD OF ADVANCED
ECONOMY MODELLING,
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

Punti principali

In base alle nostre simulazioni i dazi potrebbero incidere sulla crescita economica nella misura dello 0,2%-0,3% e far salire l'inflazione dello 0,3% sia nei Paesi che impongono i dazi, sia nei Paesi che li subiscono.

L'entità, la tempistica e la sequenza di queste misure sono fondamentali per comprendere il loro impatto; prevediamo che la strategia non sarà generalizzata ma punterà a colpire settori e prodotti specifici.

La Cina probabilmente implementerà misure di sostegno fiscale per spostare le catene di produzione verso l'Asia e l'America Latina, riducendo le importazioni statunitensi e mitigando così l'impatto dei dazi. Per contro, l'Europa non dispone di tale flessibilità, ma potrebbe imprimere un'accelerazione alle riforme e agli investimenti.

Il contesto politico negli Stati Uniti è diventato molto incerto; ciò rende più difficile elaborare le tradizionali previsioni macroeconomiche. Dalle prime indicazioni che giungono dagli ordini esecutivi, dagli annunci politici e dagli ordini di rivedere le relazioni commerciali bilaterali emerge tuttavia che il presidente Trump intende agire su questi fronti: controllo dell'immigrazione, dazi e tagli fiscali. Il ritiro degli Stati Uniti dagli accordi OCSE sulla tassazione alle imprese rappresenta una novità e può avere potenzialmente conseguenze molto negative: la concorrenza fiscale ridurrà la competitività e la base imponibile in molte economie avanzate.

L'impatto atteso sugli Stati Uniti e sull'economia globale

Nel complesso prevediamo che **il pacchetto delle misure politiche di Trump ridurrà la crescita dello 0,2% al 2% nel 2025 e meno del 2% nel 2026**, e che farà innalzare l'inflazione al 2,5% nel 2025 (stima analoga a quella della Fed). **La deregulation e i tagli fiscali forniranno un supporto nel breve termine** ma avranno anche il potenziale di **mantenere i rendimenti alti visto l'elevato debito pubblico e i vincoli alla spesa privata**. Sugli investimenti peserà anche l'annullamento di una parte dell'*Inflation Reduction Act* varato dall'ex presidente Biden.

L'incertezza sta rendendo più complicato anche il compito della Fed. Finché non ci sarà più chiarezza prevediamo che la Fed rimarrà in modalità attendista sul breve termine, mentre i mercati si attendono tassi più elevati più a lungo.

Le implicazioni mondiali dei dazi sono più difficili da valutare perché Trump potrebbe avere un atteggiamento *transactional* nei confronti di molti Paesi. **Ma visto che il timore primario dell'attuale presidente riguarda i pesanti deficit commerciali bilaterali, è difficile immaginare come questi possano essere ridotti senza i dazi** (o vincoli al bilancio degli Stati Uniti). Inoltre, i Paesi con i grandi avanzi commerciali con gli USA (ad esempio Germania, Cina, Canada, Messico) potrebbero non essere nella posizione di offrire in modo credibile una riduzione dei surplus applicando dazi più bassi sulle esportazioni statunitensi e di impegnarsi ad acquistare di più dagli Stati Uniti, perlomeno non a breve termine.

Il maggior deficit commerciale per beni negli USA, 2024



Fonte: Amundi Investment Institute, dati BEA. Dati al 5 febbraio 2025.

Impatto sull'Europa

Con un avanzo commerciale di oltre \$200 miliardi con gli Stati Uniti, l'Unione europea si prepara ad essere il prossimo bersaglio dei dazi statunitensi. **Gli Stati Uniti rappresentano il maggior mercato di sbocco per le esportazioni dell'UE**, e con oltre €500 miliardi (20% delle esportazioni) costituiscono un mercato ben più grande di quello della Cina. Anche i dazi relativamente bassi (10%) potrebbero avere un impatto sostanziale: i Paesi più esposti potrebbero essere Germania, Irlanda e Italia, mentre Francia e Spagna sono i più protetti. **Stimiamo che nel 2025 la crescita diminuirà di circa un quarto di punto percentuale e scenderà allo 0,8%**, minacciando di ostacolare la ripresa verso la crescita potenziale. È difficile prevedere in che modo l'UE reagirà: anche se i suoi funzionari avranno preparato un elenco delle misure di ritorsione, ci vorrà del tempo prima di ottenere il consenso dei leader politici. Alcuni hanno chiesto all'UE di esercitare una certa moderazione. **L'UE ha la competenza legale per reagire, anche applicando dei dazi, come fece nel 2018 quando l'amministrazione Trump 1.0 aumentò i dazi su ferro e alluminio provenienti dall'Europa**. Ma vista la proposta di dazi sorprendentemente alti nei confronti di alleati vicini e integrati (Canada e Messico), **l'UE potrebbe valutare in che modo limitare il rischio di una guerra commerciale allargata**. Alcuni leader dell'UE vorranno intraprendere delle trattative in modo da soddisfare le richieste del presidente Trump, ma l'esito di questi negoziati è molto incerto. Anche se l'UE accetta di acquistare dagli Stati Uniti più gas naturale liquefatto e attrezzature per la difesa (in linea con la richiesta di Trump all'Europa di aumentare il suo contributo alla NATO), l'unico risultato sarebbe quello di ridurre l'ampio surplus commerciale bilaterale dell'Europa nel medio termine. Al di là della sfida immediata, l'UE (così come la Cina) cercherà di ampliare la sua rete di accordi commerciali bilaterali e regionali (come il recente accordo con i Paesi del Mercosur) per ridurre la sua dipendenza dagli Stati Uniti.

DIDIER BOROWSKI, HEAD OF MACRO POLICY RESEARCH, AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

L'impatto sulla Cina

Dopo la scadenza del 4 febbraio, i dazi statunitensi del 10% sulle importazioni dalla Cina rimangono in vigore. Sebbene non avessimo previsto un dazio del 60% su tutte le importazioni o la revoca alla Cina dello status di Permanent Normal Trade Relations (PNTR), nei confronti del Paese asiatico sono state già messe in campo misure protezionistiche graduali e incrementali. **A oggi la reazione della Cina è stata limitata e circostanziata, lasciando i margini per ulteriori negoziati**, soprattutto in vista del fatto che il rapporto «America First Trade Policy» che includerà un'indagine più approfondita sul commercio non uscirà prima dell'inizio di aprile. **A partire dal 10 febbraio, la Cina applicherà un dazio del 10% sul greggio, sui macchinari agricoli, sui veicoli di grandi dimensioni e sui pickup, e un dazio del 15% sul carbone e sul gas naturale**. Inoltre ha avviato un'indagine antitrust nei confronti di Google. **Un dazio extra onnicomprensivo del 40% da parte degli Stati Uniti potrebbe ridurre la crescita della Cina dell'1,2% nel periodo compreso tra il 2025 e il 2028 nel caso in cui non vengano introdotti significativi sostegni fiscali da parte delle autorità cinesi**. Tuttavia, prevediamo che l'implementazione dei dazi statunitensi nei quattro anni dell'amministrazione Trump sarà accompagnata **da ulteriori stimoli fiscali delle autorità cinesi così da mitigarne l'impatto negativo**. Man mano che la situazione si evolve saranno necessari aggiustamenti e rivalutazioni per fare in modo che gli effetti sui mercati nazionali e internazionali siano gestiti con attenzione. Ipotizzando l'adozione di politiche fiscali espansive volte principalmente a stabilizzare la domanda interna e a contrastare gli effetti negativi delle politiche statunitensi, nel 2025 **prevediamo una crescita del PIL del 4,1%**.

ALESSIA BERARDI, HEAD OF EMERGING MACRO AND STRATEGY RESEARCH - AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

La politica estera di Trump

La politica estera di Trump sarà influenzata da diversi fattori, tra cui il desiderio di far leva sui dazi per finalità politiche, la spinta alla reindustrializzazione, l'interesse a indebolire i concorrenti, nonché il desiderio di essere ricordato come il politico che ha favorito la risoluzione dei conflitti in corso. L'agenda di Trump dovrà affrontare dei vincoli sia sul piano interno che su quello internazionale. La "zona di atterraggio" di queste dinamiche di fondo probabilmente sarà un peggioramento delle relazioni sino-americane dominate dalla differenziazione economica nei settori chiave. Tuttavia, queste relazioni registreranno anche dei miglioramenti perché entrambi i Paesi puntano a stabilire relazioni migliori. I negoziati tra Russia e Ucraina inizieranno nel primo semestre anche se non sarà facile arrivare a un cessate il fuoco: gli Stati Uniti verosimilmente eserciteranno ulteriori pressioni economiche sulla Russia. Il rapporto tra Stati Uniti e Unione Europea rimarrà instabile, con i leader degli Stati europei che dovranno districarsi tra atti di intimidazione e inviti alla collaborazione. Visti i tentativi degli Stati Uniti di espandere la propria influenza, i loro rapporti con i Paesi dell'America Latina e con il Canada saranno tesi.

Malgrado la forte volatilità, emergeranno nuovi vincitori in un contesto caratterizzato dagli sforzi di diversificazione globale.

ANNA ROSENBERG, HEAD OF GEOPOLITICS - AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

ARGOMENTO DEL MESE

Cosa significa il Trump 2.0 per i mercati

Dall'insediamento di Trump, il mercato ha rivisto al ribasso il cosiddetto «Trump Trade» (es. titoli del settore tecnologico, il dollaro USA e le criptovalute), mantenendo però nel complesso un sentiment positivo. I riflettori sono ora puntati sugli annunci sul fronte della politica commerciale perché i mercati non hanno ancora pienamente scontato il mix potenziale delle politiche di Trump. Prevediamo che ulteriori novità sui dazi determineranno ulteriore volatilità sui mercati. **Tuttavia, se Trump adotterà un approccio pragmatico (cosiddetto «transactional»), invece di alzare la posta e combattere una dura guerra commerciale, i mercati azionari non subiranno contraccolpi.** Riguardo al reddito fisso, i driver principali rimarranno l'inflazione e le aspettative sugli interventi della Fed. Vista **la posizione momentaneamente attendista della banca centrale americana**, le sue prossime mosse dipenderanno in larga misura dagli annunci sui dazi e dai dati economici.

Nel primo semestre dell'anno il contesto di mercato verrà probabilmente supportato dall'attuale quadro economico positivo, ma il clima di incertezza si aggraverà. Man mano che ci avvicineremo alla fine dell'anno l'impatto dei dazi sulla crescita economica e sull'inflazione potrebbe innescare **una revisione degli utili, incidendo negativamente sulla propensione al rischio.** Sembra che i rischi di coda, come una guerra commerciale senza esclusioni di colpi, l'acuirsi delle tensioni geopolitiche, l'aumento delle spinte inflazionistiche e nuove tensioni sui prezzi del petrolio, siano scontati solo in minima parte. Tra gli aspetti positivi va invece sottolineato che non viene nemmeno scontato il cessate il fuoco tra Russia e Ucraina che potrebbe costituire un catalizzatore positivo per gli asset europei.

Reddito fisso: probabilmente la volatilità rimarrà elevata

I mercati del reddito fisso stanno ancora cercando di valutare se le politiche di Donald Trump cambieranno l'outlook della crescita e dell'inflazione e le risposte delle banche centrali. I mercati rimarranno focalizzati sulla pubblicazione dei dati economici: il recente dato sull'IPC, risultato inferiore alle attese, ha spinto i rendimenti al ribasso. I rendimenti hanno continuato a scendere dopo l'insediamento di Trump e si sono attestati al 4,5%, ma è scesa anche la volatilità realizzata a trenta giorni. Viste le rinnovate minacce sui dazi, i rendimenti potrebbero nuovamente testare il livello del 4,8% entro la fine del primo trimestre prima di ridiscendere in caso di un indebolimento della crescita.

Il rendimento dei Treasury decennali USA probabilmente rimarrà volatili



Fonte: Amundi Investment Institute, Bloomberg. Dati al 3 febbraio 2025.

AUTORI

MONICA DEFEND

HEAD OF
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

GUY STEAR

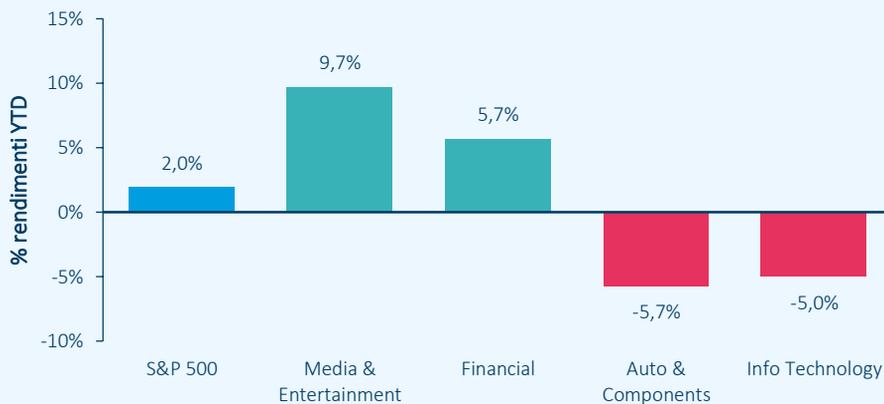
HEAD OF
DEVELOPED MARKETS
STRATEGY, AMUNDI
INVESTMENT INSTITUTE

ERIC MIJOT

HEAD OF GLOBAL
EQUITY STRATEGY,
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

In assenza di una vera e propria guerra commerciale, i mercati mostreranno una certa resilienza nella prima parte dell'anno, supportando un'esposizione agli attivi rischiosi associata a strutture di protezione.

Rotazione settoriale azionaria



Fonte: Amundi Investment Institute, Bloomberg. Dati al 3 febbraio 2025.

I titoli dei settori finanziario, del segmento software, media delle telecomunicazioni dovrebbero evidenziare una certa resilienza perché meno esposti ai dazi commerciali.

Azioni: le rotazioni all'interno del mercato statunitense sono destinate a continuare

Man mano che gli Stati Uniti implementeranno le politiche attese sui dazi, **emergerà sul mercato una netta distinzione tra vincitori e vinti**. Mentre alcuni settori trarranno beneficio da queste politiche, altri dovranno affrontare sfide significative.

Si prevede che i tagli fiscali avvantaggeranno le aziende con una forte presenza **negli Stati Uniti, in particolare le aziende statunitensi a piccola e media capitalizzazione e i titoli finanziari**, nonché le aziende non statunitensi con attività produttive negli Stati Uniti. Per contro, i dazi probabilmente colpiranno i produttori non statunitensi, in particolare quelli dei Paesi con significativi deficit commerciali. I settori che dipendono dalle esportazioni come quello automobilistico sono quelli più esposti al rischio, mentre i **settori dei servizi come software, media e telecomunicazioni probabilmente daranno prova di una migliore tenuta**.

In Europa, meno della metà delle vendite delle società sono domestiche e quindi potenzialmente esposte a un rallentamento del PIL dell'UE. Per quanto riguarda le vendite globali, solo il 6% circa delle vendite sono a rischio dazi, e quindi il mercato dovrebbe rimanere complessivamente solido. L'allentamento della regolamentazione probabilmente incentiverà l'attività delle società, supportando ulteriormente il mercato azionario.

Nel complesso, i titoli finanziari statunitensi presentano tutte le caratteristiche desiderate: sono nazionali, beneficiano della deregulation e potrebbero trarre vantaggio dai rendimenti obbligazionari persistentemente elevati se l'inflazione rimarrà viscosa o se il deficit di bilancio continuerà a essere elevato. Anche il settore delle materie prime e quello tecnologico potrebbero trarre vantaggio dai minori oneri normativi.

L'intelligenza artificiale (IA) continuerà a essere un tema dominante sul mercato come evidenziato anche dal "Progetto Stargate". Tuttavia, il lancio del nuovo modello cinese DeepSeek costituisce una sfida per il settore dell'IA, che fino adesso è stato un simbolo dell'eccezionalismo statunitense. L'efficienza in termini di costi del modello cinese indica una rotazione dagli data-center di grandi dimensioni agli utenti, e il segmento software probabilmente ne beneficerà. Ciò depone anche a favore di un ampliamento della partecipazione di altri titoli al mercato rialzista.

Al di là dei vincoli geopolitici, e a parità di condizioni, sul lungo termine l'aumento della concorrenza e i modelli Gen-AI open-source dovrebbero migliorare la produttività globale e continuare a essere un driver positivo per le azioni.

I mercati emergenti: sul breve termine il sentiment per il rischio valutario e azionario rimarrà debole

L'incertezza riguardo ai dazi peserà sul sentiment per il rischio nei mercati emergenti, soprattutto per quanto riguarda azioni e valute. Sull'azionario abbiamo adottato una posizione neutrale prima dell'insediamento di Trump. Tra i rischi principali ci sono gli sviluppi con Cina, Russia e Iran che attualmente penalizzano le azioni dei mercati emergenti, che potrebbero però presentare anche significative opportunità di rialzo in caso di allentamento delle tensioni geopolitiche. L'India rimane un Paese su cui puntare, ma al momento presenta dei rischi per via delle valutazioni elevate, mentre il Messico e la Corea del Sud sembrano essere nella posizione di beneficiare di un rimbalzo non appena si smorzerà il clamore riguardo ai dazi. Per quanto riguarda la Cina, preferiamo il segmento A-Share che potrebbero beneficiare degli stimoli fiscali finalizzati a sostenere la domanda interna. **La svalutazione del renminbi è uno degli strumenti che la Cina potrebbe utilizzare per compensare l'incremento dei dazi.** Il nostro target per il Q1 2025 è stato portato da 7,5 a 7,25. Per quanto riguarda le obbligazioni dei Paesi emergenti, attualmente privilegiamo il debito in valuta forte, in particolare nel segmento High Yield dove i livelli dei rendimenti sono più interessanti.

AII* CONTRIBUTORS

SERGIO BERTONCINI
SENIOR FIXED INCOME STRATEGIST

POL CARULLA
INVESTMENT INSIGHTS AND CLIENT DIVISION SPECIALIST

UJJWAL DHINGRA
INVESTMENT INSIGHTS AND CLIENT DIVISION SPECIALIST

SILVIA DI SILVIO
CROSS ASSET MACRO STRATEGIST

PATRYK DROZDIK
SENIOR EM MACRO STRATEGIST

DELPHINE GEORGES
SENIOR FIXED INCOME STRATEGIST

KARINE HERVÉ
SENIOR EM MACRO STRATEGIST,

SOSI VARTANESYAN
SENIOR SOVEREIGN ANALYST

CHIEF EDITORS

MONICA DEFEND
HEAD OF AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

VINCENT MORTIER
GROUP CIO

EDITORS

CLAUDIA BERTINO
HEAD OF AMUNDI INVESTMENT INSIGHTS AND PUBLISHING, AII*

LAURA FIOROT
HEAD OF INVESTMENT INSIGHTS & CLIENT DIVISION, AII*

DEPUTY EDITORS

FRANCESCA PANELLI
INVESTMENT INSIGHTS & CLIENT DIVISION SPECIALIST

FRANCESCO BORSARELLI
JUNIOR INVESTMENT INSIGHTS & CLIENT DIVISION SPECIALIST

DESIGN EDITOR

CHIARA BENETTI
DIGITAL ART DIRECTOR AND STRATEGY DESIGNER, AII *

* Amundi Investment Institute

INFORMAZIONI IMPORTANTI

INFORMATIVA AD USO ESCLUSIVO DI OPERATORI PROFESSIONALI, per tali intendendosi i distributori di prodotti finanziari e gli altri intermediari finanziari autorizzati alla prestazione di servizi finanziari. Le presente informativa non può essere riprodotta, distribuita a terzi o pubblicata, in tutto o in parte, senza la preventiva autorizzazione di Amundi. I contenuti di questa comunicazione non possono essere utilizzati per lo svolgimento di attività pubblicitaria. Le informazioni fornite sono ritenute accurate alla data della redazione e possono essere modificate in qualsiasi momento senza preavviso. Questa comunicazione si basa su fonti considerate affidabili al momento della redazione. Le informazioni fornite non costituiscono in alcun modo né devono essere intese come una ricerca in materia di investimenti, un'analisi finanziaria, una raccomandazione di investimento, un'offerta di acquisto o vendita di strumenti finanziari, una proposta contrattuale o una comunicazione di marketing. Eventuali dati riferiti a performance passate non sono un indicatore attendibile di performance attuali o future. Non vi è garanzia che i Paesi, i mercati o i settori eventualmente citati manifestino i rendimenti attesi. Le informazioni fornite non intendono sostituire in alcun modo le autonome e personali valutazioni che un investitore è tenuto a svolgere prima della conclusione di una qualsiasi operazione attinente a servizi, strumenti e prodotti finanziari. Si declina qualsiasi responsabilità in caso di qualsivoglia perdita, diretta o indiretta, derivante dall'affidamento alle opinioni o dall'uso delle informazioni ivi contenute. Investire comporta dei rischi. Prima di qualunque investimento, prendere attenta visione della documentazione relativa allo strumento finanziario oggetto dell'operazione, la cui sussistenza è disposta dalla applicabile normativa di legge e regolamentare tempo per tempo vigente. La presente comunicazione non è diretta alle "US Person".

Date of first use: February 2025
Document ID: 4218367

Document issued by Amundi Asset Management, "société par actions simplifiée"- SAS with a capital of €1,143,615,555 - Portfolio manager regulated by the AMF under number GP04000036 - Head office: 90-93 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com

Photo credit: ©iStock Editorial/Getty Images Plus - Anne Czichos