



Monthly Macro Insights — Febbraio 2025



Marc-Antoine Collard
Chief Economist – Director of
macroeconomic research

Un conflitto commerciale con i più stretti partner economici degli Stati Uniti potrebbe iniziare presto, e tutto lascia presagire che queste azioni siano l'inizio di una guerra commerciale sempre più estesa. Le ramificazioni complete sono sconosciute, ma il costo dell'incertezza potrebbe essere elevato e aumentare il rischio di stagflazione.

Inflazione più alta, crescita più bassa?

Il Presidente degli Stati Uniti Donald Trump ha annunciato l'intenzione di imporre pesanti dazi sulle merci importate da Messico, Canada e Cina e, di conseguenza, tutte e tre le nazioni hanno annunciato la loro intenzione di porre in essere ritorsioni. Le stime dei modelli suggeriscono che un aumento sostenuto dei dazi pari al 25% è sufficiente a gettare in recessione l'economia messicana e canadese. Tuttavia, anche se minore, l'impatto sull'economia statunitense non è probabilmente trascurabile.

Man mano che la domanda statunitense si sposta dai beni esteri a quelli nazionali, alcuni settori inizialmente beneficeranno delle barriere commerciali. Ma questa è solo una faccia della medaglia. Quasi la metà dei beni importati dagli Stati Uniti proviene da questi tre Paesi e i dazi annunciati da Trump, insieme alle azioni ritorsive, potrebbero rallentare la crescita economica e far aumentare i prezzi.

Per quanto riguarda l'inflazione, gli economisti hanno capito da tempo che i dazi gravano sugli acquirenti nazionali di beni importati, a differenza di alcune frequenti ed errate

affermazioni secondo cui i costi diretti sarebbero a carico degli stranieri. Resta da vedere in che misura la tassa sulle importazioni sarà assorbita dagli importatori statunitensi attraverso la riduzione dei margini di profitto e in che proporzione finirà per essere pagata dai consumatori statunitensi, ma essa turberà le catene di approvvigionamento che non si sono ancora riprese del tutto dagli shock dello scorso anno, aumentando i costi per le imprese e, in ultima analisi, facendo salire i prezzi al consumo. La prospettiva di un aumento dell'inflazione dovuto alla guerra commerciale probabilmente ritarderebbe ulteriormente un ulteriore allentamento della Fed e potrebbe far salire i tassi di interesse a lungo termine, danneggiando così l'economia.

I dazi potrebbero anche ridurre l'attività economica attraverso diversi canali. Gli Stati Uniti esportano beni per oltre 750 miliardi di dollari¹ in Canada, Messico e Cina, e un rallentamento della crescita economica in questi Paesi potrebbe ridurre significativamente tali esportazioni, soprattutto perché sarebbero costretti ad attuare ritorsioni con modalità volte a massimizzare l'impatto negativo economico.

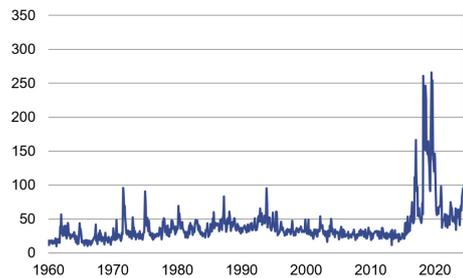
Inoltre, la produzione statunitense comporta una significativa quantità di fattori produttivi importati. Ad esempio, le automobili attraversano il confine più volte durante l'assemblaggio, e una guerra commerciale renderebbe alcuni settori nordamericani molto meno competitivi.

Altrettanto grave, l'incertezza della politica commerciale potrebbe bloccare la produzione e gli investimenti, poiché le imprese difficilmente possono decidere se costruire uno stabilimento in Canada, Messico o negli Stati Uniti senza avere un'idea dei dazi che potrebbero essere imposti. In effetti, la guerra commerciale del 2018-19 ha evidenziato il ruolo centrale delle oscillazioni del sentiment delle imprese nella trasmissione di uno shock tariffario.

Per il momento, il PMI² manifatturiero globale è migliorato leggermente all'inizio del 2025, raggiungendo la soglia neutra di 50³, in quanto il sentiment è stato in parte sostenuto dal desiderio delle imprese di accumulare scorte prima della possibile introduzione di maggiori barriere commerciali, il che ha temporaneamente stimolato l'attività. Inoltre, la politica commerciale non ha avuto un ruolo di rilievo nel discorso inaugurale di Trump, e questo ha inizialmente rassicurato imprese e investitori. Tuttavia, la fiducia sarà un fattore determinante per i risultati macroeconomici globali nel corso del prossimo anno, e il PMI manifatturiero potrebbe essere colpito in modo significativo dopo le ultime minacce poste dalla nuova amministrazione statunitense.

World - Global trade uncertainty

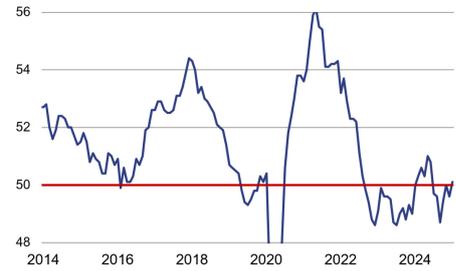
Index



Source : Caldara, Iacovello et al, Rothschild & Co Asset Management, February 2025

World - Business confidence

S&P Global, Manufacturing



Source : PII, Rothschild & Co Asset Management, February 2025

Una nuova fonte di entrate incerta

Gli investitori hanno ritenuto che le minacce più aggressive della campagna elettorale di Trump fossero solo strumenti per strappare accordi con i partner commerciali. Tuttavia, la maggior parte dei funzionari dell'amministrazione Trump pensa davvero che i dazi possano diventare una nuova fonte di entrate, riducendo la dipendenza dalle imposte sul reddito in un contesto di fragilità delle prospettive fiscali.

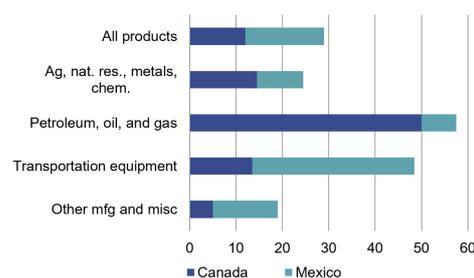
In effetti, i livelli di debito pubblico sono elevati in tutto il mondo e gli Stati Uniti non fanno eccezione. Il loro debito è a livelli record e la traiettoria a lungo termine è insostenibile, anche se non si conosce un punto di svolta preciso. Il Congressional Budget Office⁴ (CBO) prevede che il debito federale lordo raggiungerà oltre il 135% del PIL entro il 2035, un livello mai raggiunto prima nella storia degli Stati Uniti.

Tuttavia, si tratta di stime prudenti, in quanto presumono che i tagli alle imposte sulle società e sulle persone fisiche previsti dal Tax Cut and Jobs Act (TCJA) del 2017, che dovrebbero scadere alla fine del 2025, non verranno prorogati. Si tratta di un esito improbabile, dato che i repubblicani controllano il Congresso e la Casa Bianca. In effetti, se tutte le disposizioni fiscali dovessero essere prorogate, il deficit sarebbe più profondo e il debito dovrebbe aumentare di conseguenza. Inoltre, le proiezioni di base del CBO presuppongono che nei prossimi dieci anni non si verifichi alcuna recessione negli Stati Uniti, che l'inflazione torni a livelli normali e vi rimanga, e che quindi i costi di finanziamento del debito rimangano bassi. I tassi d'interesse più alti e più a lungo rappresentano ovviamente una sfida per la redditività.

L'ironia della sorte è che, sebbene i dazi possano effettivamente generare un gettito fiscale federale aggiuntivo, l'aumento potrebbe essere molto più contenuto di quanto sperato, proprio perché la base imponibile, ossia le importazioni, diminuirà a causa della guerra commerciale. In effetti, con la riduzione delle esportazioni e delle importazioni, il deficit commerciale potrebbe finire per non migliorare di molto, se non affatto.

US - Share of goods imports

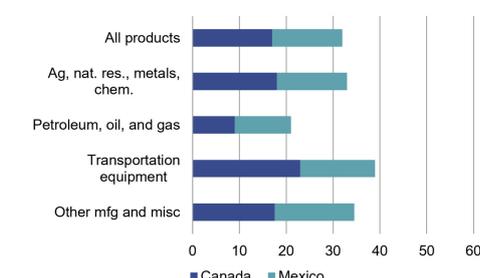
in % total, origin



Source: Census Bureau, J.P. Morgan, Rothschild & Co Asset Management, February 2025

US - Share of goods exports

in % total, destination



Source: Census Bureau, J.P. Morgan, Rothschild & Co Asset Management, February 2025

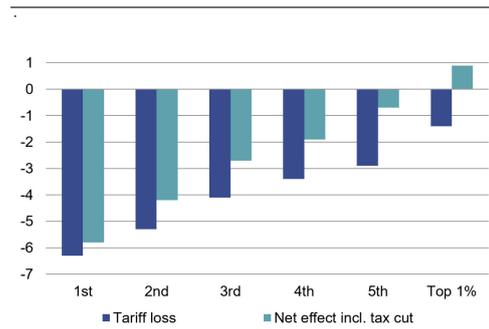
Conseguenze indesiderate a lungo termine

Data la relativa forza degli Stati Uniti e la debolezza di molti altri Paesi (sia sul piano ciclico che strutturale), la militarizzazione del commercio promette alcuni benefici per gli Stati Uniti nel breve termine. Tuttavia, mentre permane una sostanziale incertezza sui tempi e sull'applicazione di dazi futuri, il rischio di stagflazione è aumentato, soprattutto perché l'attuale politica minaccia di smantellare un accordo di libero scambio pluridecennale che potrebbe perturbare una rete profondamente interconnessa e deprimere il sentiment delle imprese nordamericane, aumentando il rischio di non linearità non colte nei modelli economici.

Inoltre, di fronte a significative sfide globali, gli Stati Uniti non possono operare da soli, senza la cooperazione attiva dei partner, e la loro capacità di dominare il sistema finanziario ed economico globale è direttamente legata alla sostenibilità della rete di alleanze transatlantiche e transpacifiche. A questo proposito, Trump sembra aver sprecato le alleanze e l'influenza che i suoi predecessori avevano costruito prima di lui, come dimostra la sua decisione di violare l'USMCA, un accordo negoziato dalla sua stessa amministrazione, che va contro il sistema commerciale globale basato su regole che gli Stati Uniti hanno contribuito a creare dopo la seconda guerra mondiale. Nel complesso, sta dando un forte incentivo ai Paesi per ridurre la loro dipendenza economica e finanziaria dagli Stati Uniti e accelerare la frammentazione di un ordine economico internazionale che storicamente ha servito bene l'America. Alla fine, questo potrebbe minare la sua economia, il suo potere e la sua sicurezza nazionale.

US - Impact of tariffs and tax

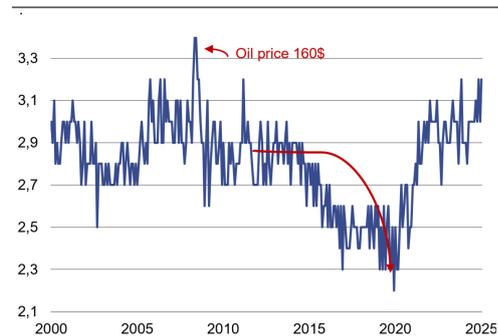
in % of net income, quintiles



Source : PIIE, Rothschild & Co Asset Management, February 2025

US - Inflation expectations

in %



Source : Macrobond, Rothschild & Co Asset Management, February 2025

Performance of the indices and interest rate levels

	Price as of 31/01/2025	1 month % change	2025 % change
Equity markets			
CAC 40	7 950	7,7%	7,7%
Euro Stoxx 50	5 287	8,0%	8,0%
S&P 500	6041	2,7%	2,7%
Nikkei 225	39 572	-0,8%	-0,8%
Currencies			
EUR/USD	1,04	0,1%	0,1%
EUR/JPY	160,8	-1,2%	-1,2%
Interest rates			
	Price as of 31/01/2025	1 month bp ⁽¹⁾	2025 bp ⁽¹⁾
3 month			
Eurozone	2,55%	-19	-19
United States	4,28%	-3	-3
10 years			
Eurozone	2,46%	9	9
United States	4,54%	-3	-3

(1) Basis point.

Source: Bloomberg, data as of 31/01/2025. Performances in local currency.

Past performance is not a reliable indicator of future performance and is not constant over time. Index's performance is calculated on the basis of net dividend reinvested

Scrittura completata il 5 Febbraio 2025.

Consulta questo documento sul nostro sito web



(1) Fonte: Bloomberg, febbraio 2025.

(2) Indice dei responsabili degli acquisti, un indicatore che riflette la fiducia dei responsabili degli acquisti in un settore di attività. Al di sopra di 50 indica un'espansione dell'attività, al di sotto di 50 una contrazione.

(3) Fonte: S&P Global, gennaio 2025.

(4) Congressional Budget Office: Agenzia federale statunitense responsabile del calcolo degli effetti del debito nazionale.

The comments and analyses in this document are provided purely for information purposes and do not constitute any investment recommendation or advice. Rothschild & Co Asset Management cannot be held responsible for any decisions taken on the basis of the elements contained in this document or inspired by them (total or partial reproduction is prohibited without prior agreement of Rothschild & Co Asset Management). Insofar that external data is used to establish terms of this document, these data are from reliable sources but whose accuracy or completeness is not guaranteed. Rothschild & Co Asset Management has not independently verified the information contained in this document and cannot be held responsible for any errors, omissions or interpretations of the information contained in this document. This analysis is only valid at the time of writing of this report.

Rothschild & Co Asset Management, organized under the laws of France, registered with the Trade and Companies Register of Paris RCS Paris 824 540 173. A management company licensed by the Autorité des Marchés Financiers under N° GP 17000014, having its registered office 29, avenue de Messine, 75008 Paris, France.

No part of this document may be reproduced, in whole or in part, without the prior written permission of Rothschild & Co Asset Management, under pain of legal proceedings.

Informazioni sulla divisione Asset Management di Rothschild & Co

Come divisione specializzata nella gestione patrimoniale del gruppo Rothschild & Co, offriamo servizi di gestione personalizzati a un'ampia clientela di investitori istituzionali, intermediari finanziari e distributori.

Il nostro sviluppo si basa su una gamma di fondi aperti commercializzati con quattro marchi forti: Conviction, Valor, Thematic e 4Change, e che beneficiano della nostra esperienza di lungo periodo nella gestione attiva e di convinzione, nonché nella gestione delegata. Con sede a Parigi e uffici in 9 paesi europei, gestiamo oltre 38 miliardi di euro e impieghiamo quasi 170 persone.

Ulteriori informazioni su : www.am.eu.rothschildandco.com

France

29, Avenue de Messine
75008 Paris
+33 1 40 74 40 74

Svizzera

Rothschild & Co Bank AG
Rue de la Corraterie 6
1204 Genève
+41 22 818 59 00

Germania – Austria

Börsenstraße 2 - 4
Frankfurt am Main 60313
+49 69 299 8840

Belgio – Paesi Bassi – Lussemburgo

Rue de la Régence 52
1000 Bruxelles
+32 2 627 77 30

Italia

Passaggio Centrale 3
20 123 Milano
+39 02 7244 31

Spagna

Paseo de la Castellana 40 bis
28046 Madrid
+39 02 7244 31

