



Monthly Macro Insights — Dicembre 2024



Marc-Antoine Collard
Chief Economist – Director of
macroeconomic research

Mentre la crescita globale ha dimostrato di essere resiliente all'inasprimento delle politiche, sono emerse significative divergenze tra i Paesi, e l'esito delle elezioni statunitensi accentua il rischio che questa tendenza si amplifichi. Inoltre, la scelta di non agire basandosi su assunzioni riguardo a ciò che la nuova amministrazione americana potrebbe attuare, unita ai lunghi e variabili ritardi della politica monetaria, potrebbe rendere il contenimento delle conseguenze economiche dell'agenda di Donald Trump difficile alla Fed.

Le divergenze regionali sono destinate ad ampliarsi ulteriormente

Negli ultimi due anni gli Stati Uniti hanno registrato una crescita del PIL più rapida di tutti i Paesi del G7¹, e questo eccezionalismo ha in genere avuto un effetto positivo sulla crescita di altri Paesi, poiché la domanda statunitense ha stimolato i flussi commerciali globali e i prezzi delle attività.

Grazie alle promesse di una politica fiscale espansiva e agli stimoli di un vivace spirito imprenditoriale da parte delle imprese, l'economia statunitense dovrebbe rimanere solida nel breve termine. Inoltre, l'introduzione di dazi su tutte le importazioni potrebbe favorire

l'attività economica con la domanda che si sposta dai beni esteri a quelli nazionali, migliorando così il deficit commerciale del Paese.

Tuttavia, gli effetti positivi iniziali potrebbero esaurirsi e possibilmente invertirsi, e l'impatto sul *sentiment* delle imprese al di fuori degli Stati Uniti, causato dalla minaccia di una guerra commerciale sempre più estesa, potrebbe essere il principale canale di trasmissione. Si prevede che la Cina sarà il paese più colpito dalla nuova amministrazione statunitense e di conseguenza i suoi partner commerciali nella regione potrebbero subire ricadute a causa dell'indebolimento della sua domanda. Sebbene la crescita europea sarà stimolata dall'iniziale dinamismo della domanda statunitense, si prevede che questi benefici saranno compensati da una crescita più debole in Asia e dal calo della fiducia delle imprese, soprattutto se verranno imposti dazi anche sulla regione.

Negli Stati Uniti, l'aumento iniziale della domanda in un'economia già in piena occupazione e con un *output gap* positivo spingerà un rialzo dei prezzi, mentre l'inflazione si attesta già al di sopra dell'obiettivo. Inoltre, le possibili ritorsioni cinesi ed europee danneggerebbero gli esportatori americani. Di conseguenza, dopo un iniziale miglioramento, il saldo commerciale statunitense sarà nuovamente sotto pressione.

US - Output Gap

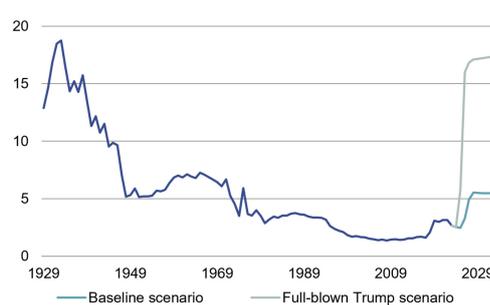
in %, CBO



Sources : Macrobond, Rothschild & Co Asset Management, November 2024.

US - Effective tariff rate

in %



Sources : Oxford Economics, Rothschild & Co AM, November 2024.

Rischio di inflazione in aumento negli Stati Uniti

Dopo un temporaneo iniziale impatto positivo, la riduzione delle importazioni e delle esportazioni potrebbe portare a un calo dell'attività economica. Questo, insieme a tassi d'interesse più elevati a causa dell'aumento dell'inflazione, lascerebbe all'amministrazione entrante con poco da mostrare come risultato dell'aumento dei dazi. Ovviamente, ciò presuppone che la risposta della politica monetaria della Fed sia coerente con i suoi obiettivi di occupazione e inflazione, ipotesi che sembra altamente probabile. In effetti, alla prima conferenza di politica monetaria della Fed dopo le elezioni statunitensi, il presidente Powell ha sottolineato che Trump non ha l'autorità legale di licenziarlo prima della fine del suo mandato nel maggio 2026, che intende portare a termine.

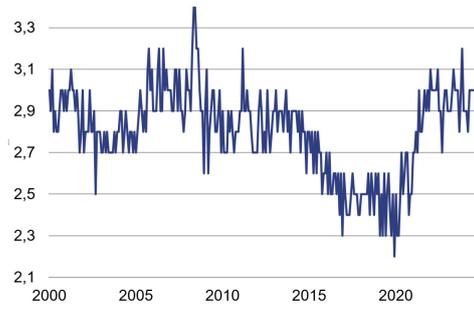
La Fed sta evitando di speculare su come le promesse di Trump su dazi più alti, espulsioni di massa e tasse più basse possano influenzare la politica monetaria. Sebbene sia in corso

un'analisi degli effetti di tali misure, la Fed ne terrà conto nel suo processo decisionale solo quando diventeranno legge. Questo approccio, seppur prudente nell'attuale contesto di polarizzazione politica, non è privo di rischi.

Infatti, se la nuova amministrazione inaspettatamente decidesse di attuare alcune delle sue politiche - come quelle relative ai dazi o alle espulsioni - la risposta della Fed arriverebbe molto probabilmente troppo tardi per mitigarne completamente l'impatto economico. A tale proposito, i prezzi di importazione più alti, così come la carenza di manodopera causata da una politica di immigrazione molto più rigida, spingerebbero al rialzo l'inflazione le aspettative di inflazione che hanno già raggiunto livelli raramente registrati negli ultimi decenni, secondo i sondaggi alle famiglie. A sua volta, ciò aumenterebbe l'incertezza e renderebbe necessari aggiustamenti monetari più aggressivi, portando quindi a un aumento dei tassi di interesse, soprattutto se le prospettive fiscali dovessero peggiorare.

US - Inflation expectations

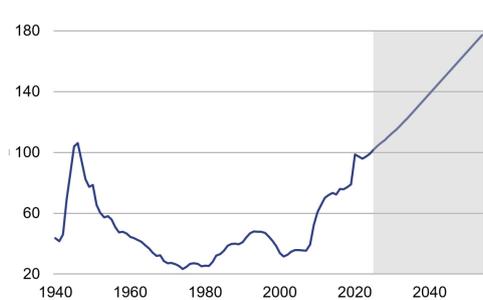
in %, U. of Michigan



Sources : Macrobond, Rothschild & Co Asset Management, November 2024.

US - Debt

in % of GDP



Sources : CBO, CRFB, Rothschild & Co Asset Management, November 2024.

Prospettive fiscali fragili negli Stati Uniti

I livelli di debito pubblico sono elevati in tutto il mondo, e gli Stati Uniti non sono un'eccezione. Il loro debito pubblico è a livelli record e la traiettoria a lungo termine è insostenibile, anche se il punto di svolta preciso è ignoto. Il Congressional Budget Office (CBO) prevede che il debito federale lordo raggiungerà oltre il 122% del PIL entro il 2034², un livello mai raggiunto nella storia degli Stati Uniti. Si prevede che il deficit fiscale federale si amplierà attestandosi a -6,3% del PIL nel periodo 2025-2034², ben oltre la media del -3,8% registrata negli ultimi 50 anni².

Si tratta tuttavia di stime ottimistiche, in quanto presuppongono 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 vengano prorogati, il che è improbabile dato che i Repubblicani controllano sia il Congresso sia la Casa Bianca. Infatti, se tutte le disposizioni fiscali dovessero essere prorogate, il deficit sarebbe più alto e il debito dovrebbe salire oltre il 136% del PIL entro il 2034². 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 si mantenga e che, di conseguenza, i costi

di finanziamento del debito rimangano bassi. Tassi d'interesse alti a lungo rappresentano ovviamente una sfida per la sostenibilità del debito.

Eppure, alcuni investitori sembrano fiduciosi che il deficit possa essere ridotto tagliando le spese, soprattutto da quando l'amministratore delegato di Tesla, Elon Musk, è stato nominato co-responsabile del nuovo Dipartimento per l'Efficienza del Governo e ha suggerito che sarebbe possibile tagliare drasticamente le spese eliminando gli sprechi. Quanto è realistica questa proposta?

Circa il 43,5% dei 6.7 trilioni di dollari del bilancio federale è vincolante³, ovvero deve essere speso per legge per gli aventi diritto. Questo include la *Social Security*, che si traduce principalmente in pensioni per gli americani in età pensionabile, e Medicare, un programma di assicurazione sanitaria finanziato dal governo che serve principalmente gli americani di età superiore ai 65 anni. Trump non solo non ha mai parlato di profondi tagli a questi programmi molto popolari, ma aveva fatto campagna elettorale su una piattaforma promettendo di rendere la *Social Security* più generosa finanziariamente, non meno, eliminando l'imposta sul reddito da pagare su di essa. Allo stesso tempo, il 14% del bilancio è destinato al pagamento degli interessi sul debito pubblico², il che significa che questa linea di spesa non può essere ridotta senza mandare in default il governo statunitense.

Al contrario, la cosiddetta spesa governativa discrezionale è un esborso che non è vincolato in modo permanente dalla legge e deve essere votato annualmente dai legislatori. Rappresenta il 42,5% della spesa totale², e mentre queste poste potrebbero essere più facilmente compresse, la parte discrezionale include anche la difesa (12%)² che è piuttosto incompressibile.

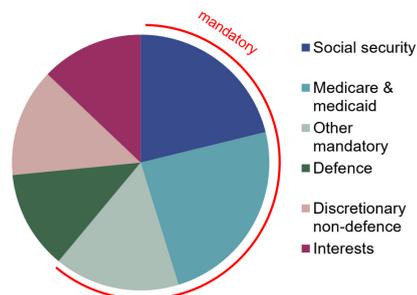
In sintesi, solo il 30% del bilancio federale potrebbe realisticamente subire i tagli significativi alla spesa⁴, e questo comprende fondi alle agenzie come trasporti, istruzione, agricoltura e la Sicurezza Nazionale, che svolgono importanti funzioni governative, soprattutto considerando che gli Stati Uniti spendono già una quota notevolmente inferiore rispetto alle altre economie avanzate in questi ambiti.

Nel complesso, un debito elevato riduce lo spazio fiscale e l'abilità dei governi di reagire in cicli economici avversi. Inoltre, ostacola gli investimenti che favoriscono la crescita e aumenta il rischio di crisi del debito sovrano. Se Trump implementasse tutte le misure proposte, ci si potrebbe chiedere quanti anni ci vorranno prima che gli investitori mettano in dubbio lo status di risk-free del Treasury, aumentando così notevolmente la volatilità del mercato obbligazionario statunitense.

La decisione di Trump di nominare Scott Bessent come prossimo segretario al Tesoro è stata vista come una scelta *Wall Street-friendly* per salvaguardare la stabilità del mercato. Tuttavia, Bessent ha già segnalato il suo sostegno alla politica dei dazi come mezzo per raggiungere un duplice scopo: aumentare le entrate del governo per compensare i tagli alle tasse e affrontare gli squilibri economici globali. Egli ritiene che le guerre commerciali non siano negative né per la crescita né per l'inflazione - una visione a poco ortodossa tra gli economisti, per usare un eufemismo.

US - Public spending

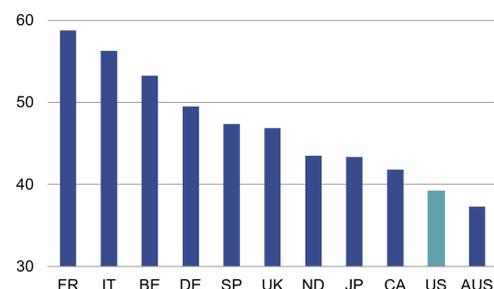
in % of total



Sources : CBO, Rothschild & Co Asset Management, November 2024.

World - Public spending

in % of GDP



Sources : Macrobond, Rothschild & Co Asset Management, November 2024.

Performance of the indices and interest rate levels

	Price as of 29/11/2024	1 month % change	2024 % change
Equity markets			
CAC 40	7 235	-1.6%	-4.1%
Euro Stoxx 50	4 804	-0.5%	6.3%
S&P 500	6 032	5.7%	26.5%
Nikkei 225	38 208	-2.2%	14.2%
Currencies			
EUR/USD	1.06	-2.8%	-4.2%
EUR/JPY	158.41	-4.3%	1.7%
Interest rates			
	Price as of 29/11/2024	1 month bp ⁽¹⁾	2024 bp ⁽¹⁾
3 month			
Eurozone	2.87%	-20	-74
United States	4.49%	-6	-85
10 years			
Eurozone	2.09%	-30	6
United States	4.17%	-12	29

(1) Basis point.
Source: Bloomberg, data as of 29/11/2024. 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 4 Dicembre 2024.

Consulta questo documento sul nostro sito web



- (1) Fonte: OCSE, crescita del PIL dell'OCSE, agosto 2024.
 (2) Fonte: Congressional Budget Office, dicembre 2024.
 (3) Fonte: US Bureau of Labor Statistics, dicembre 2024.
 (4) Fonte: Rothschild & Co Asset Management, dicembre 2024.

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

