



## **Destinazione Stati Uniti: quali scenari nell'era Trump 2**

Vicenza, 18 gennaio 2025

**DANIELA CORSINI**  
**Research Department – Senior Economist**  
**Rates, FX & Commodities Research**

# Crescita mondiale circa stabile, ma dinamiche eterogenee fra Paesi. Trump 2.0 potrebbe amplificare le divergenze <sup>2</sup>

## Variazione media annua del PIL

	2022	2023	2024f	2025f	2026f
<b>United States</b>	2.5	2.9	2.7	2.0	2.3
<b>Euro Area</b>	3.6	0.5	0.7	0.9	1.2
Germany	1.4	-0.1	-0.2	0.4	1.0
France	2.6	1.1	1.1	0.7	1.2
Italy	4.8	0.8	0.5	1.0	1.0
Spain	6.2	2.7	3.0	2.2	1.9
<b>OPEC</b>	5.0	2.3	2.1	3.2	4.5
<b>Eastern Europe</b>	-1.0	2.5	2.9	2.2	2.2
<b>Latin America</b>	4.1	1.8	2.0	2.8	2.8
<b>Japan</b>	1.1	1.7	-0.3	1.0	0.9
<b>China</b>	3.0	5.2	4.9	4.6	4.3
<b>India</b>	6.5	7.7	6.3	6.2	6.6
<b>World</b>	3.4	3.2	3.1	3.0	3.3

### Stati Uniti:

le proiezioni 2025 sono state **riviste al rialzo** per dati migliori delle attese, implicazioni positive sul clima di fiducia post-vittoria repubblicana. **La crescita è ben supportata** da una **domanda interna ancora vivace** sia con riferimento ai consumi che agli investimenti.

### Area Euro:

le proiezioni 2025 sono state **riviste al ribasso** per dati peggiori delle attese, implicazioni negative sul clima di fiducia del rischio di guerre commerciali. Ci aspettiamo comunque un' **accelerazione della crescita**, favorita da recupero dei **consumi privati e Next Generation EU**.

Nota: aggregato PPP in dollari costanti per OPEC, Europa Orientale, America Latina, Mondo  
Variazione del PIL a prezzi costanti. Fonte: proiezioni Intesa Sanpaolo – Research Department

# I punti chiave dell'agenda Trump

Area	Proposte della campagna di Trump
<b>Imposte sul reddito personale</b>	Estendere le disposizioni del TCJA <sup>1</sup> in materia di imposta sul reddito individuale
<b>Imposte sulle società</b>	Abbassare l'aliquota dell'imposta sulle società al 20%.
<b>Dazi e commercio</b>	Imporre una tariffa del 60% su tutte le importazioni statunitensi dalla Cina. Imporre una tariffa universale su tutte le importazioni statunitensi (10-20%) anche se aumenti selezionati sono più probabili.
<b>Immigrazione</b>	Rafforzare il controllo delle frontiere per gestire gli arrivi di migranti e nuove restrizioni sulle rotte di immigrazione legale.
<b>Politica estera</b>	Ridurre gli aiuti all'Ucraina e aumentare la pressione sugli alleati della NATO affinché contribuiscano maggiormente alla difesa. Uno dei primi obiettivi di Trump è porre fine ai conflitti in Ucraina. Sostegno incondizionato a Israele in Medio Oriente.
<b>Politica industriale e cambiamento climatico</b>	Abrogazione dei crediti d'imposta IRA per il settore dell'energia pulita, deregolamentazione a sostegno delle trivellazioni di combustibili fossili. Le politiche antitrust saranno attenuate. Nuova ondata di deregolamentazione anche nella finanza?

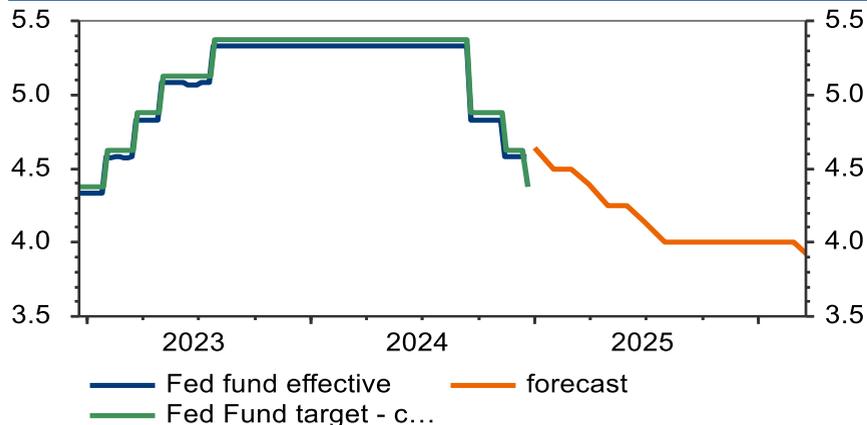
# Negli Stati Uniti: più crescita ma anche più inflazione...

Fed in difficoltà?		Commento
Politica fiscale più espansiva	➔	Output gap più elevato dal 2026, maggiori pressioni inflazionistiche
Restrizioni al commercio estero	➔	Più inflazione nel 2026-27
Minore afflusso di migranti	➔	Mercato del lavoro gradualmente più teso
Arretramento della transizione energetica	➔	Costi energetici più bassi
Deregolamentazione	➔	Maggiori incrementi di produttività?
		Rischio di cicli di boom & bust

- La maggior parte delle misure sarà **inflazionistica**.
- Nel 2025, **la Fed agirà sulla base dei dati** e non su speculazioni sulle future misure politiche.
- Nel medio-lungo periodo, il mix di politiche presenta **rischi legati alla sostenibilità** dell'espansione, sia in termini di stabilità finanziaria che di stabilità dei prezzi. Sarà importante monitorare l'**aumento del debito pubblico**.
- La deregolamentazione potrebbe indebolire le politiche macroprudenziali e altri freni contro gli eccessi speculativi.

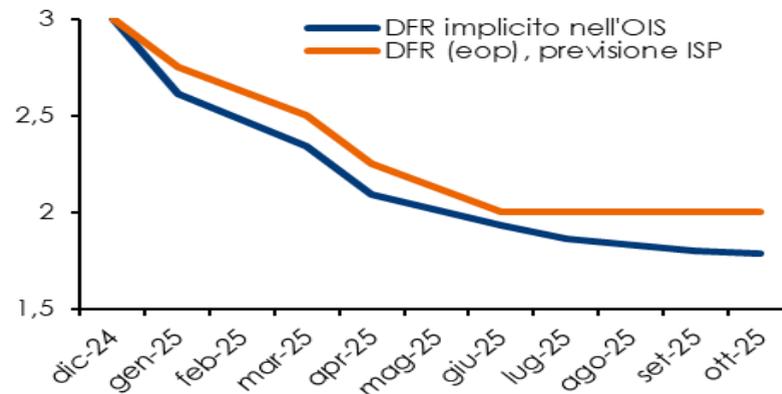
# ...e quindi meno tagli dei tassi da parte della Fed

**Fed: attesi due tagli da 25 bps nel 2025, a marzo e giugno, che porteranno i tassi in area 4.00% (upper bound)**



**Dollaro americano.** Le incertezze sull'evoluzione del quadro statunitense, una **politica monetaria più cauta** da parte della Fed e rischi geopolitici (che sosterranno la **domanda di beni rifugio**) contribuiranno a mantenere il dollaro americano forte nel breve periodo.

**BCE: attesi quattro tagli da 25 bps, concentrati nella prima metà del 2025, che porteranno i tassi al 2%**



**Euro.** Una **politica monetaria più espansiva**, i timori di nuove **restrizioni commerciali** da parte dell'Amministrazione Trump e l'**incertezza politica** in Germania e Francia probabilmente freneranno un recupero dell'euro, almeno nel breve termine.

**Profilo atteso EUR/USD: 1.03 a 1 mese; 1.02 a 3 mesi; 1.04 a 6 mesi; 1.05 a 12 mesi; 1.07 a 24 mesi**

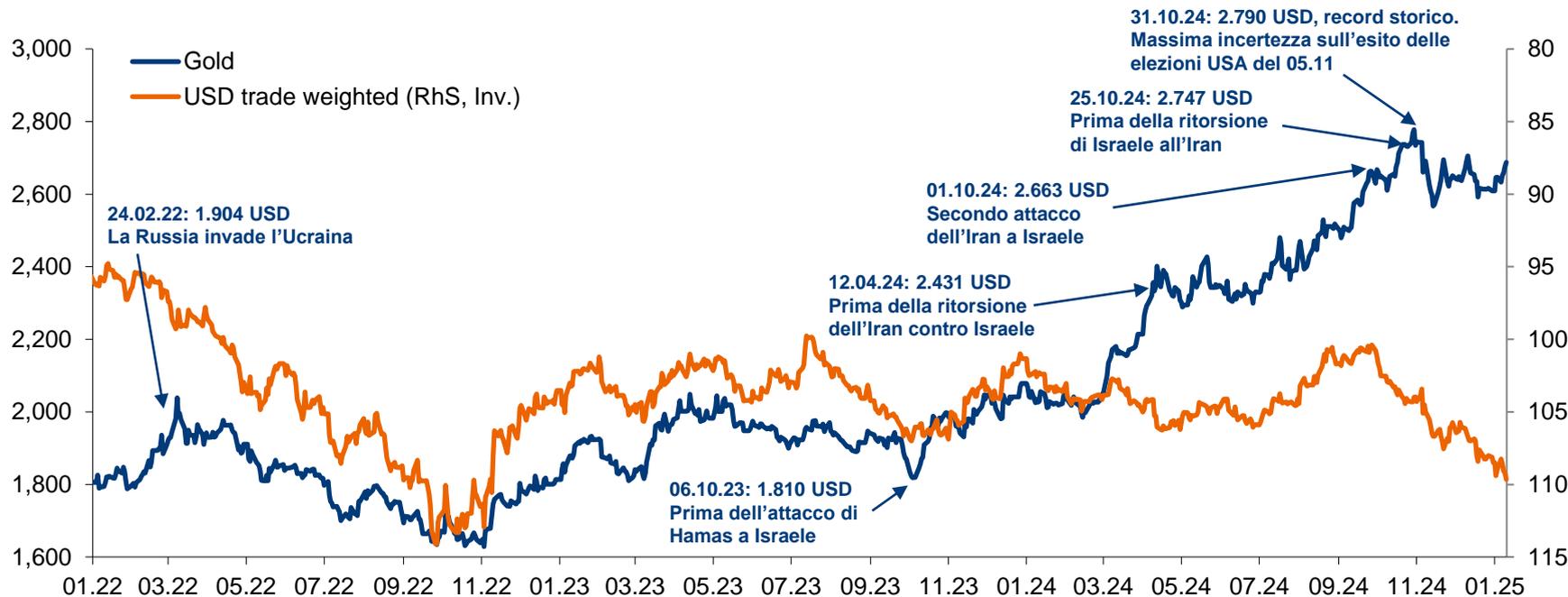
# Quali impatti sui mercati delle materie prime? Dipende...

Politiche Proposte	Petrolio	Gas EU	Gas USA	Metalli Industriali	Metalli del gruppo del platino	Oro e argento
<b>Politica Fiscale</b> PIL, Inflazione Tassi, Dollaro	↑ ↓	↑ ↓	↑ ↓	↑ ↓	↑ ↓	↑ ↓ ↓
<b>Politica Commerciale</b>	↓	↓	↓	↓ ↓	↓ ↓	↑ ↓
<b>Deregolamentazione</b>	↓	↓	↓		↑	
<b>Politica Estera</b> Ucraina Medio Oriente	↓ ↑	↓ ↑	↑	↓	↓	↓ ↑
<b>Politica Climatica</b>	↑	↑	↑	↓	↑	
<b>Probabile Impatto Totale</b>	Prezzi in rialzo se prevalgono le tensioni in Medio Oriente; Stabili/in calo altrimenti		Prezzi in rialzo	Prezzi in calo su un orizzonte di 12 mesi	Prezzi in lieve rialzo su un orizzonte di 12 mesi	Prezzi in calo su un orizzonte di 12 mesi

Fonte: Elaborazioni di Intesa Sanpaolo – Research Department

# Oro nel 2024, cosa spiega il record? 1) Aspettative di politica monetaria; 2) Rischi politici e geopolitici...

Oro (USD/oncia) vs. dollaro americano pesato per il commercio (scala destra, invertito)



0,00%

Fed funds da 0,00% nel 03.22 a 5,50% nel 07.23

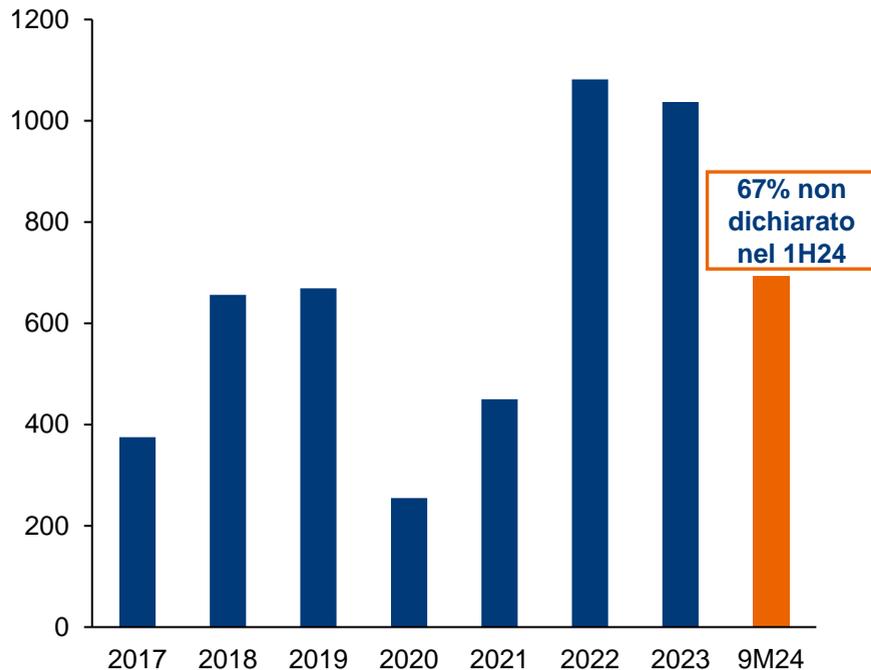
Fed funds a 5,50% sino al 09.24

4,50% al 12.24

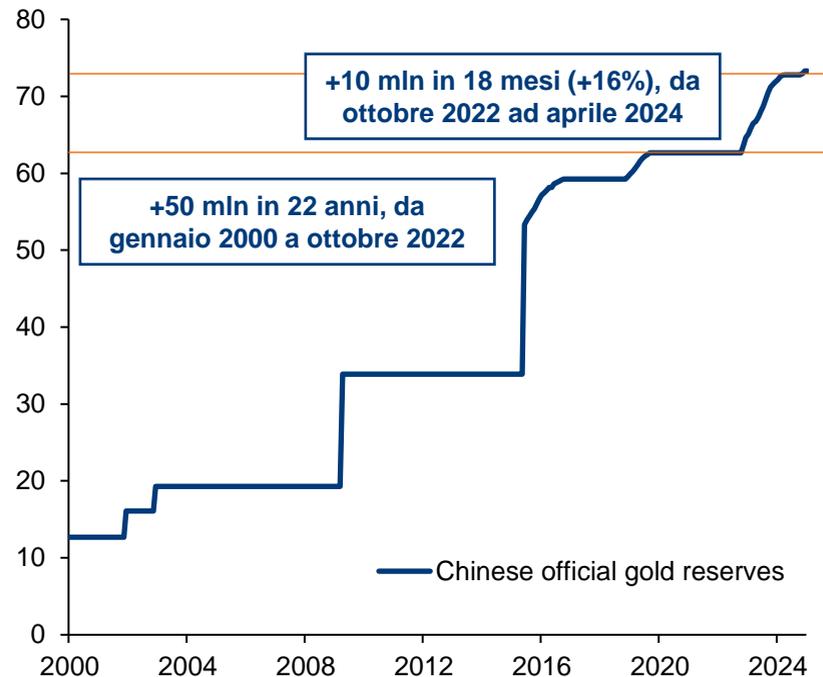
Fonte: Elaborazioni di Intesa Sanpaolo – Research Department su dati Bloomberg

### 3) Un triennio record di acquisti dalle banche centrali

Acquisti di oro per reserve strategiche da parte delle banche centrali, in tonnellate

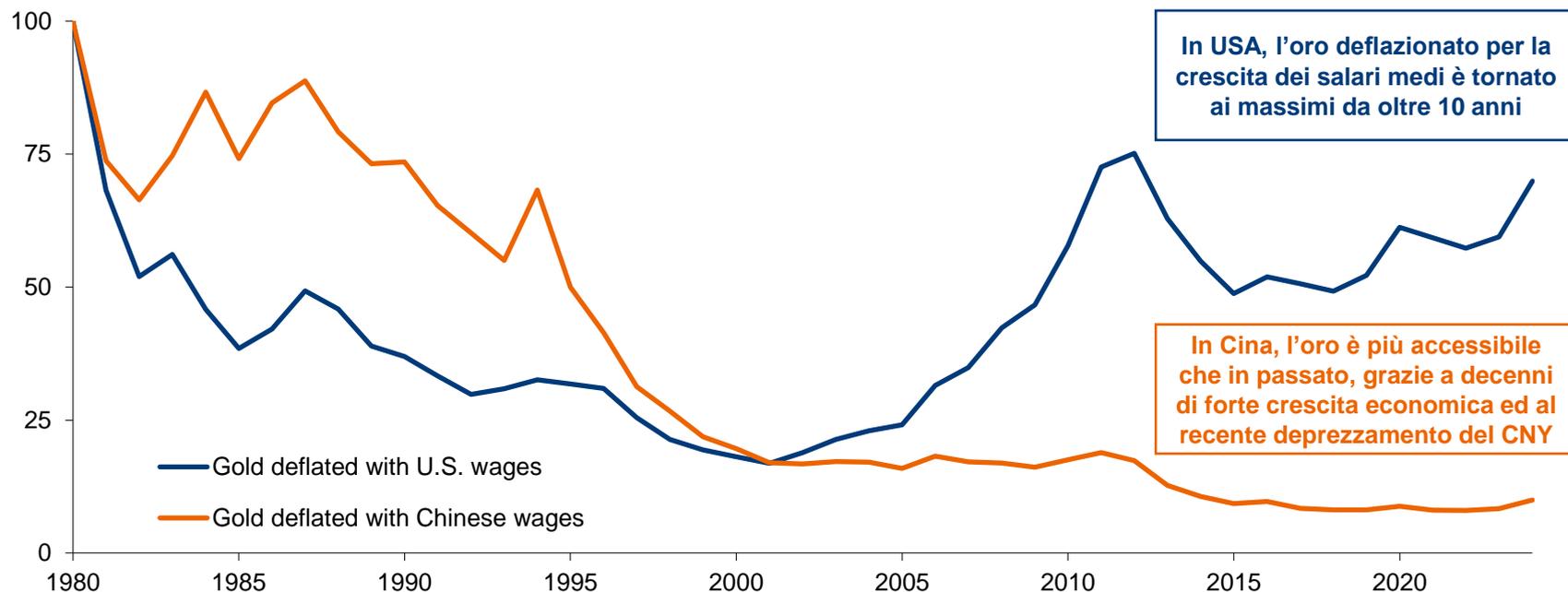


Oro detenuto (e dichiarato) dalla People Bank of China (PBoC) in milioni di onces



# Una prospettiva storica: nonostante i massimi, l'oro piace a consumatori ed investitori nei paesi emergenti

Oro deflazionato per la crescita dei salari americani e cinesi



Fonte: Elaborazioni di Intesa Sanpaolo – Research Department su dati Bloomberg

# Oro: consolidamento nel 2025, poi ripresa del trend rialzista. Argento: più volatilità e più rischi al rialzo

Prezzi spot di oro e argento in USD/oz

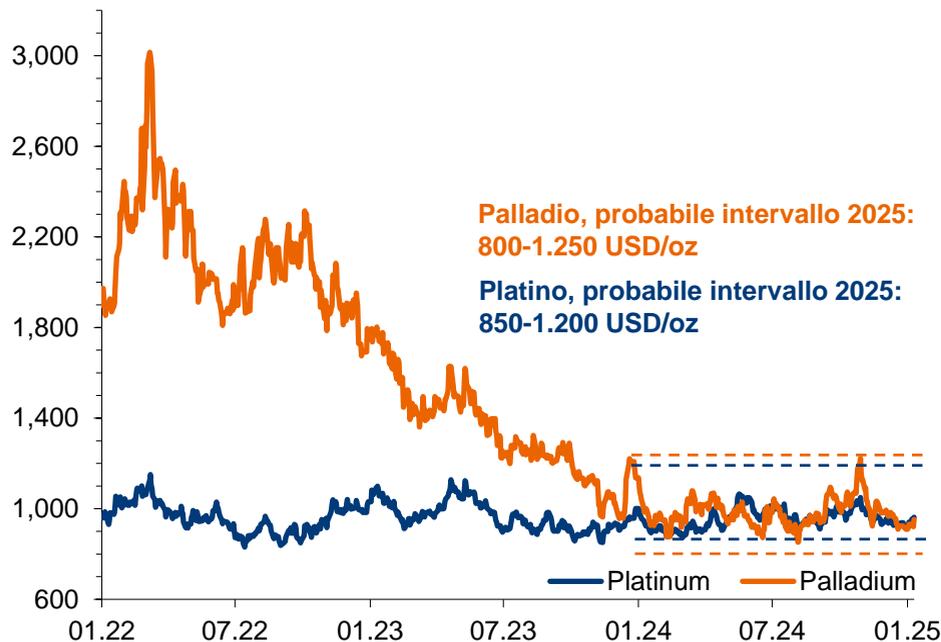


Stime Intesa Sanpaolo, prezzo medio

		2025	2026	2027	2028
<b>LME ORO</b>	USD/oz	2,550	2,600	2,700	2,800
	EUR/gr	79.27	78.89	80.04	81.13
<b>LME ARGENTO</b>	USD/oz	31.50	33.00	34.00	35.00
	EUR/gr	0.98	1.00	1.01	1.01
<b>EUR/USD</b>		1.03	1.06	1.08	1.11

# Platino: fondamentali più robusti per l'attesa crescita dei consumi. Palladio: ancora rischi legati all'offerta russa

Prezzi spot di platino e palladio in USD/oz



Stime Intesa Sanpaolo, prezzo medio

		2025	2026	2027	2028
<b>LME PLATINO</b>	USD/oz	1,075	1,200	1,225	1,250
	EUR/gr	33.42	36.41	36.32	36.22
<b>LME PALLADIO</b>	USD/oz	1,070	1,170	1,195	1,220
	EUR/gr	33.26	35.50	35.43	35.35
<b>EUR/USD</b>		1.03	1.06	1.08	1.11

**Grazie!**

## Importanti comunicazioni

Gli economisti 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.

La presente pubblicazione è stata redatta da Intesa Sanpaolo S.p.A. Le informazioni qui contenute sono state ricavate da fonti ritenute da Intesa Sanpaolo S.p.A. affidabili, ma non sono necessariamente complete, e l'accuratezza delle stesse non può essere in alcun modo garantita. La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, ed a titolo meramente indicativo, non costituendo pertanto la stessa in alcun modo una proposta di conclusione di contratto o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di qualsiasi strumento finanziario. Il documento può essere riprodotto in tutto o in parte solo citando il nome Intesa Sanpaolo S.p.A.

La presente pubblicazione non si propone di sostituire il giudizio personale dei soggetti ai quali si rivolge. Intesa Sanpaolo S.p.A. e le rispettive controllate e/o qualsiasi altro soggetto ad esse collegato hanno la facoltà di agire in base a/ovvero di servizi di qualsiasi materiale sopra esposto e/o di qualsiasi informazione a cui tale materiale si ispira prima che lo stesso venga pubblicato e messo a disposizione della clientela.

## 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, prevede, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, che comprendono 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 le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, ivi incluse le società del loro gruppo, nella produzione di documenti da parte degli economisti 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>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed Operazioni personali di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

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. – Industry & Banking Research, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

### A cura di:

Daniela Corsini, *Research Department, Intesa Sanpaolo*