

Allianz Research

# Midterm USA: i repubblicani sono tornati e anche l'impasse della politica (fiscale)

09 Novembre 2022



## EXECUTIVE SUMMARY

Maxime Darmet  
Senior Economist US &  
France  
[maxime.darmet@  
allianz-trade.com](mailto:maxime.darmet@allianz-trade.com)

Eva Davidsdottir  
Manager, Public Affairs  
[eva.davidsdottir@  
allianz.com](mailto:eva.davidsdottir@allianz.com)

Dan North  
Senior Economist US &  
Canada  
[dan.north@  
allianz-trade.com](mailto:dan.north@allianz-trade.com)

- **Con il partito repubblicano che ora controlla la Camera dei Rappresentanti (e i risultati per il Senato in favore dei Dem), nessuna importante legislazione economica e fiscale sarà approvata nei prossimi due anni.** Mentre il GOP ha fatto campagna per frenare la spesa sociale, in contrasto con l'agenda del presidente Biden. Sussidi familiari più grandi e una tassazione più elevata sugli individui facoltosi hanno ora quasi zero possibilità di essere approvati. Al contrario, il presidente Biden probabilmente porrà il veto a qualsiasi legislazione avviata dai repubblicani.
- **Gli Stati Uniti devono affrontare un deterioramento delle prospettive fiscali aggravato da un'economia stagnante. La disciplina fiscale sarà esaminata per il suo sostegno nel domare l'inflazione.** Gran parte del miglioramento del deficit fiscale è dovuto a fattori temporanei che saranno presto invertiti. Prevediamo che gli Stati Uniti entreranno in recessione all'inizio dell'anno, il che dovrebbe spingere il disavanzo al -6,6% del PIL nel 2023 (Amministrazioni pubbliche), rispetto al -4,3% del 2022. La politica fiscale ha avuto un impatto molto maggiore nell'aumentare l'inflazione rispetto alla politica monetaria sulla scia della pandemia (3,5 punti percentuali contro 1 punto percentuale nel 2021). Una politica fiscale più restrittiva contribuirà a spingere verso il basso l'inflazione all'inizio del 2023 (di circa -1pp), ma la Fed dovrà mantenere i tassi di interesse al 4,75% almeno fino alla prossima estate per frenare l'inflazione..
- **Una situazione di stallo sul tetto del debito potrebbe stimolare turbolenze di mercato nella prima metà del 2023. Ci aspettiamo un compromesso fiscale per sostenere l'economia.** Secondo le nostre previsioni, il tetto del debito verrebbe violato già nel secondo trimestre del 2023 a causa del deterioramento delle prospettive fiscali. Le lotte politiche interne con i repubblicani che minacciano di non alzare il tetto aggiungerebbero venti contrari a un'economia già indebolita. È quindi plausibile un aumento bipartisan del tetto del debito pari a 0,2 punti percentuali del PIL nel 2023; non farlo sarebbe politicamente costoso per i repubblicani in vista delle elezioni presidenziali del 2024. La spesa per la difesa e la politica industriale sarà aumentata. Potrebbero essere fatti approvare anche modesti tagli fiscali per le famiglie.
- **Con una maggioranza repubblicana alla Camera, le misure restrittive sulla Cina probabilmente accelereranno. Le relazioni con l'Europa saranno contaminate da una politica industriale più forte.** Mentre l'attenzione si rivolgerà verso l'avvicinarsi delle elezioni presidenziali del 2024, sia il partito democratico che quello repubblicano probabilmente continueranno la posizione "dura con la Cina", che aprirà la strada per

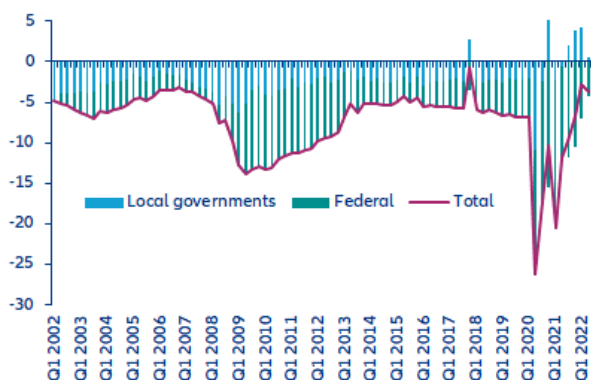
rafforzare ulteriormente la competitività degli Stati Uniti e aumentare le restrizioni all'accesso della Cina alla tecnologia critica. Dall'altra parte dell'oceano, l'Unione europea ha evidenziato le sue preoccupazioni per la distorsione della concorrenza transatlantica da parte dell'Inflation Reduction Act (IRA).

### Cosa significa una Camera dominata dal GOP (Grand Old Party) per le prospettive fiscali?

Prevediamo che l'economia statunitense scivolerà in recessione all'inizio dell'anno e che il PIL crolli dello 0,7% nel 2023, trascinato verso il basso da una combinazione di aumento dei costi di finanziamento, inasprimento degli standard creditizi ed effetti negativi sulla ricchezza. L'indebolimento dell'economia, insieme al venir meno dei fattori temporanei che hanno rafforzato le finanze pubbliche, peggiorerà le prospettive fiscali. Prevediamo che l'economia in difficoltà alla fine costringerà il Congresso e la Casa Bianca a concordare l'innalzamento del tetto del debito e un leggero allentamento della politica fiscale.

**Un mercato del lavoro teso e la riduzione delle misure pandemiche hanno spinto il deficit statunitense a livelli storicamente bassi.** Al picco della pandemia nel secondo trimestre 2020, il disavanzo delle amministrazioni pubbliche statunitensi (amministrazioni federali + locali) si è attestato a oltre il 26% del PIL (5100 miliardi di dollari annualizzati), mentre il governo ha scatenato un massiccio sostegno e l'economia è crollata (cfr. figura 1). Nell'intero anno solare 2020, il disavanzo GG si è attestato vicino al -15% del PIL, dal -6,7% del 2019.

Figura 1: Disavanzi pubblici delle amministrazioni federali e locali (% del PIL, somma mobile di quattro trimestri)



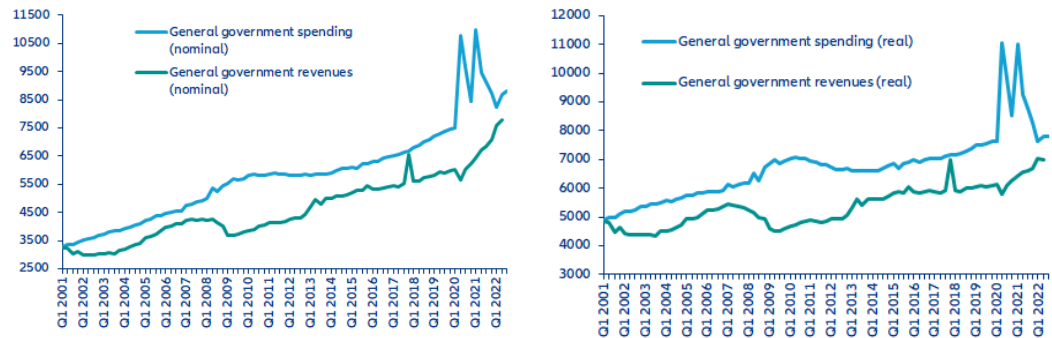
Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Tuttavia, dalla seconda metà del 2021, il deficit fiscale GG (General government) degli Stati Uniti si è ridotto a un ritmo incredibilmente rapido. Si è attestato a un livello storicamente basso del -3,6% del PIL nel secondo trimestre del 2022, molto inferiore alla maggior parte dei paesi europei e al Giappone. Dal lato della spesa, la spesa pubblica è stata fortemente ridotta (a circa 8800 miliardi di dollari annualizzati nel secondo trimestre 2022). Infatti, al netto dell'inflazione, la spesa pubblica è ora tornata ai livelli pre-pandemia e persino al di sotto della tendenza implicita pre-pandemia (cfr. figura 2, lato destro). Questa moderazione della spesa è stata guidata da i) la chiusura delle misure di sostegno dell'era della pandemia e ii) la riduzione della spesa per le prestazioni sociali in un contesto di disoccupazione ai minimi storici.

Dal lato delle entrate, mentre il forte aumento dell'inflazione dall'inizio del 2021 ha aumentato il gettito fiscale (cfr. figura 2, lato sinistro), anche le riscossioni delle entrate sono state vivaci in

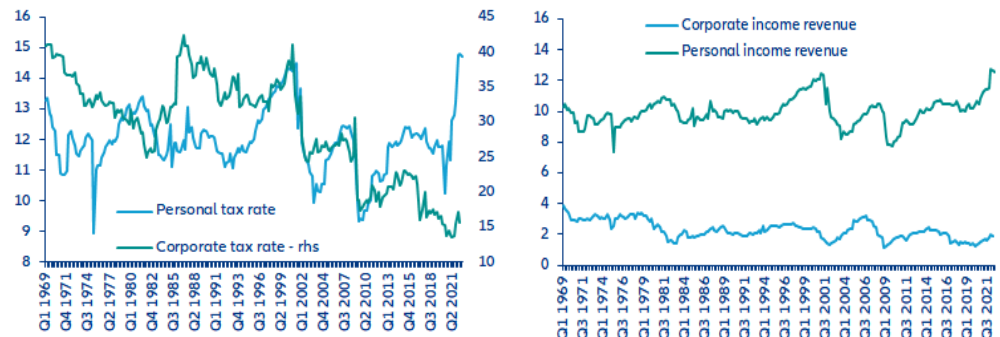
termini corretti per l'inflazione (cfr. grafico 2, lato destro). Questo è il risultato di una forte riscossione delle imposte sul reddito delle persone fisiche, che ha raggiunto un livello storicamente elevato di oltre il 12% del PIL (cfr. figura 3, lato destro). In effetti, l'aliquota effettiva dell'imposta sulle persone fisiche è salita a quasi il 15% (cfr. figura 3, lato sinistro). Nel frattempo, il gettito dell'imposta sulle società è rimasto basso.

Figura 2 - Spesa ed entrate delle amministrazioni pubbliche: sinistra: miliardi di USD correnti, trimestrali (nominali), a destra: miliardi di USD 2021, trimestrali (reali)



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Figura 3: Imposte sul reddito delle persone fisiche e delle società: sinistra: aliquote effettive, destra: riscossione delle entrate in % PIL



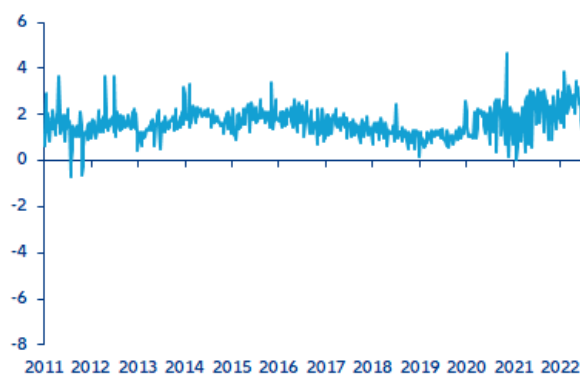
Fonti: Refinitiv, Allianz Research

**Una forte riscossione delle imposte sul reddito può essere attribuita al picco temporaneo del reddito disponibile delle famiglie nel 2020-21.** La crescita aggregata dei salari ha superato l'inflazione con un ampio margine durante la pandemia nel 2020-21. Poiché gli individui pagano le loro imposte sul reddito con un ritardo di un anno, il Tesoro degli Stati Uniti sta assistendo a un aumento delle riscossioni fiscali nel 2022. Inoltre, le fasce fiscali non sono state sollevate di molto perché l'inflazione del 2021 era bassa, il che significa che molti lavoratori dipendenti sono stati spinti in scaglioni fiscali più alti.

Anche i redditi disponibili sono aumentati nel 2020-21 a causa degli assegni pandemici e delle indennità di disoccupazione supplementari. Le famiglie stanno ora pagando tasse extra sui loro redditi gonfiati, che comprendono i trasferimenti governativi. In altre parole, il governo federale si sta riprendendo parte del denaro inviato alle famiglie durante la pandemia.

**Allo stesso tempo, le perdite della Fed significherebbero che un vantaggio fiscale dello 0,5% del PIL sarà tolto al Tesoro..** Con la Fed che ha aumentato bruscamente i tassi di interesse, il costo delle sue passività fruttifere è aumentato rapidamente. In effetti, i costi di questi pagamenti di interessi stanno ora superando gli interessi attivi sulle attività della Fed e la Fed sta subendo perdite (vedi Figura 4: cifre negative significano perdite). Negli ultimi dieci anni, la Fed ha rimesso profitti equivalenti a circa lo 0,5% del PIL all'anno, un importo non trascurabile. Ciò lascerà un buco nelle fonti di reddito del governo federale almeno per alcuni anni.

Figura 4: Rimesse settimanali della Fed dovute al Tesoro (miliardi di USD, numero negativo = perdite della Fed)

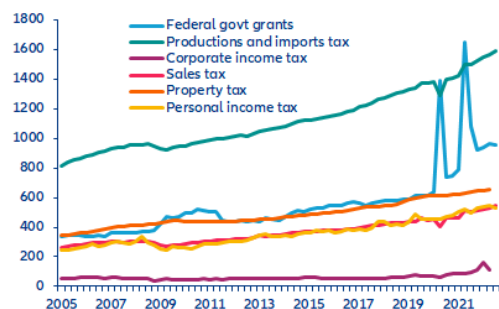


Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Mentre il deficit fiscale del governo federale è diminuito rapidamente, il miglioramento delle finanze dei governi locali (LC, essenzialmente, gli stati) è stato spettacolare. I LC registrano avanzi pubblici consistenti dalla metà del 2021 (cfr. nuovamente figura 1).

Uno dei motivi è il boom delle entrate governative negli stati minerari sulla scia degli elevati prezzi dell'energia e dell'aumento delle spedizioni di GNL verso l'Europa. Ad esempio, nel New Mexico, il petrolio e il gas rappresentano oltre il 40% delle entrate del governo statale, una quota che sta aumentando durante la guerra in Ucraina. Tuttavia, a livello aggregato di LC, il miglioramento delle finanze pubbliche è dovuto principalmente a un forte aumento delle sovvenzioni federali (cfr. figura 5), la seconda fonte di entrate per i LC. Dal lato della spesa, i LC non hanno mostrato la stessa moderazione del governo federale, con la spesa totale LC in crescita a un ritmo sano dalla pandemia.

Figura 5: Principali fonti di entrate delle amministrazioni locali (miliardi di USD)



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

**Un governo degli Stati Uniti diviso significa che nessuna legislazione importante sarà approvata nei prossimi due anni.** Gli impegni economici e fiscali dei repubblicani sono piuttosto vaghi. Il leader della minoranza del Partito Repubblicano, Kevin McCarthy, ha pubblicato a settembre il programma "Impegno per l'America", che promette di "ridurre gli sprechi della spesa pubblica" e di "creare posti di lavoro ben retribuiti", oltre all'impegno di assumere 200.000 agenti di polizia in più. All'inizio di quest'anno, il Republican Study Committee, il caucus conservatore della Camera che comprende quasi il 75% del GOP della Camera, ha pubblicato un manifesto di 122 pagine in cui si impegnava a tagliare i benefici di Medicare e della Social Security, innalzando l'età di ammissibilità e spingendo i beneficiari a iscriversi a piani pensionistici e Medicare privati. Il Presidente Biden ha promesso che porrà il veto su qualsiasi taglio a Social Security e Medicare. D'altra parte, il Congresso dominato dal GOP significa che il programma di Biden (asilo nido universale, sussidi alle famiglie più ricche, revisione dell'assicurazione sanitaria e aumento delle imposte sul reddito e sulle plusvalenze per le famiglie ad alto reddito) ha quasi zero possibilità di essere approvato.

**Il tetto del debito<sup>1</sup> potrebbe aggiungere importanti venti contrari per l'economia e i mercati finanziari nella prima metà del 2023.** Il tetto del debito è stato alzato l'ultima volta nel dicembre dello scorso anno di 2,5 miliardi di dollari, portandolo a 31,381 miliardi di dollari. A ottobre 2022, il debito federale era pari a 31,1 miliardi di dollari. La data esatta, o data "X", in cui il tetto sarà raggiunto non è nota a causa dell'imprevedibilità dei flussi di cassa del Tesoro, ma è probabile che sia intorno al secondo trimestre a causa della recessione prevista, che farà aumentare il deficit (vedi sotto). Dal 1960, il Congresso ha innalzato il limite 78 volte, spesso senza entusiasmare.

Ma la preoccupazione per la prima metà del 2023 è che i negoziati sul limite del debito possano diventare così controversi da danneggiare l'economia, in un momento in cui probabilmente sarà già in recessione. Un parallelo storico è la crisi del debito del 2011, che ha dimostrato come un partito che controlla una sola camera del Congresso possa bloccare l'aumento del debito, colpendo l'economia. L'anno precedente il Partito Repubblicano aveva riconquistato la Camera e i repubblicani chiesero al Presidente Obama di offrire una riduzione del deficit in cambio dell'aumento del limite del debito. Alla fine fu trovato un accordo, ma solo due giorni prima che il limite del debito venisse raggiunto. I mercati finanziari globali hanno subito gravi perdite durante questo periodo e Standard & Poor's ha preso la decisione impensabile di declassare il rating creditizio degli Stati Uniti da AAA a AA+. Il Government Accountability Office (GAO) ha stimato che il solo ritardo nell'innalzamento del limite del debito ha aumentato i costi di indebitamento del governo di 1,3 miliardi di dollari nel 2011, con un ulteriore incremento dei costi negli anni successivi.

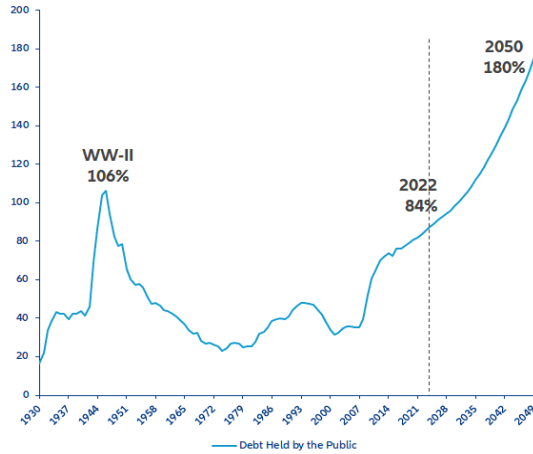
Se il dibattito del 2023 sull'innalzamento del limite del debito spingerà gli Stati Uniti verso il default, potrebbe rivelarsi ancora più costoso. I tassi di interesse sui titoli del Tesoro potrebbero aumentare bruscamente e i mercati finanziari statunitensi e globali potrebbero subire perdite molto elevate. Un rapporto di Moody's Analytics del settembre 2021 ha stimato che un default avrebbe risultati catastrofici: un calo del 4% del PIL, la perdita di 6 milioni di posti di lavoro e un'impennata del tasso di disoccupazione al 9%. Un'insolvenza potrebbe anche eliminare 15 miliardi di dollari di ricchezza delle famiglie, paralizzando la spesa dei consumatori. E il momento non potrebbe essere peggiore: gli Stati Uniti saranno probabilmente ancora in

---

<sup>1</sup> Il limite del debito è l'importo massimo che il Tesoro può prendere in prestito per pagare gli obblighi già assunti, come le prestazioni della previdenza sociale e di Medicare, gli stipendi dei militari, gli interessi sul debito nazionale, i rimborsi fiscali, ecc.

recessione, con tassi di interesse già elevati, perdita di posti di lavoro e un mercato immobiliare decimato. Le ricadute negative sul resto del mondo potrebbero essere estremamente ampie.

Figura 6: Rapporto debito netto federale/PIL previsto secondo il CBO



Fonti: CBO, Allianz Research

Questo rischio e i possibili costi di avvicinarsi a un default sollevano la questione del perché gli Stati Uniti abbiano un limite di debito. Solo altri due paesi lo fanno: la Danimarca, che ne ha uno così alto che quasi certamente non sarà mai superato, e la Polonia, che ha un limite di debito fissato al 60 per cento del PIL. Fissare il limite del debito in percentuale del PIL ha senso in quanto limita il debito a crescere non più velocemente dell'economia.

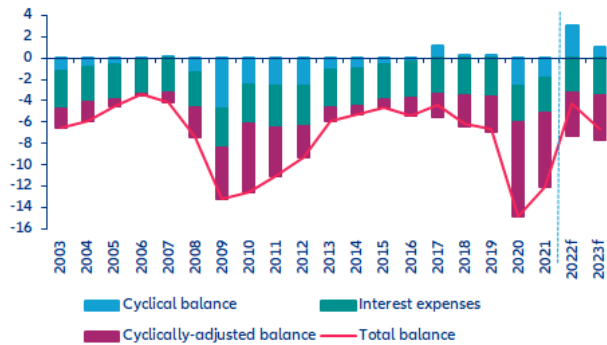
Sfortunatamente, questo non funzionerebbe negli Stati Uniti in quanto soffre di una popolazione che invecchia e sta crescendo più velocemente del previsto. Ciò mette a dura prova la capacità della sicurezza sociale di mantenere i benefici e mette a dura prova Medicare perché le persone vivono più a lungo e rimangono più a lungo malate. Inoltre, gli Stati Uniti hanno un sostanziale programma di sicurezza del reddito. Presi insieme, questi programmi "diritti" o "obbligatori" rappresentano quasi i due terzi del bilancio, sono politicamente intoccabili e sono destinati ad aumentare. Infatti, a causa di questa tendenza demografica, il Congressional Budget Office prevede che il rapporto debito/PIL aumenterà al 180% entro il 2050. A causa di questa inesorabile tendenza demografica, sembrerebbe saggio non sostenere i costi che il contenimento dell'aumento del limite del debito causerebbe nel 2023.

**Ci aspettiamo che i repubblicani e i democratici alla fine concordino sull'innalzamento del tetto del debito in un contesto di economia in difficoltà e di costo politico associato del fallimento nel farlo.** Prevediamo che il disavanzo fiscale di GG si amplierà dal -4,3% nel 2022 al -6,6% nel 2023 (sopra i 1700 miliardi di dollari, da 1100 miliardi di dollari, cfr. figura 7). Prevediamo che il disavanzo del governo federale si amplierà a 1600 miliardi di dollari nell'anno fiscale 2022-23, dopo i 1377 miliardi di dollari nel 2021-22. Le nostre previsioni si traducono in un modesto allentamento della politica fiscale – pari allo 0,2% del PIL – in un contesto di indebolimento dell'economia..

In questo contesto, lo scenario più probabile è che il governo diviso (Casa Bianca Democratica, Congresso repubblicano) troverà un compromesso per alzare il tetto del debito e allentare la politica fiscale – nel tentativo di sostenere l'economia in difficoltà – sui pochi punti su cui possono essere d'accordo. Se i repubblicani si rifiutano di alzare il tetto del debito durante una recessione (o almeno un'economia molto debole), allora potrebbero essere accusati di giocare a giochi politici, il che sarebbe politicamente dannoso. Ciò significa un aumento della spesa per la difesa e la sicurezza informatica (in mezzo alla rivalità con la Cina) e l'aumento degli aiuti al

settore industriale (attraverso sussidi o crediti d'imposta), che già sono iniziati durante i primi due anni di mandato di Biden con l'approvazione della legge sui semiconduttori. Ci aspettiamo anche che il Congresso concordi tagli temporanei all'imposta sul reddito personale per sostenere la spesa delle famiglie durante la recessione.

Grafico 7: Previsione del disavanzo pubblico delle amministrazioni pubbliche (PIL in %)



Fonti: Refinitiv, FMI, Allianz Research

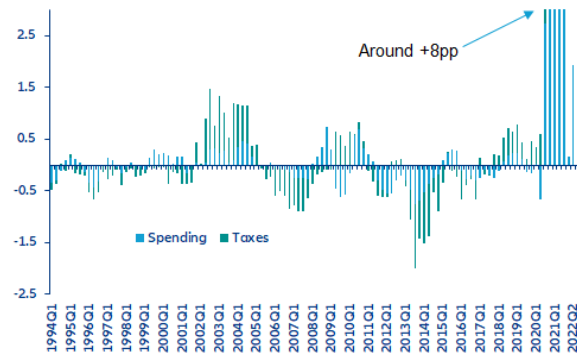
**In ogni caso, l'appetito per un ampio stimolo fiscale è evaporato tra i politici statunitensi su entrambi i lati dello spettro a causa del ruolo ampiamente riconosciuto della politica fiscale accomodante durante la pandemia nell'inflazione montante.** Certo, l'amministrazione Biden ha fatto approvare tre ambiziosi progetti di legge sulle infrastrutture e sulla politica industriale: la legge sulle infrastrutture da 1,2 trilioni di dollari, la legge sui semiconduttori e la scienza da 208 miliardi di dollari e il pacchetto di spesa per il clima da 390 miliardi di dollari (Inflation Reduction Act). Tuttavia, questa follia di spesa da 1,7 trilioni di dollari – circa il 6,5% del PIL – è distribuita su diversi anni. Inoltre, l'ultima legge fiscale prevede circa 740 miliardi di dollari di entrate aggiuntive (anch'esse distribuite su diversi anni). Le disposizioni principali sono la creazione di un'aliquota fiscale minima alternativa del 15% per le grandi società, una tassa dell'1% sui riacquisti di azioni proprie e maggiori risorse per l'IRS per aumentare l'applicazione delle imposte.

#### Cosa significa una Camera dominata dal GOP per la Fed e le prospettive di inflazione?

**Riteniamo che la politica fiscale sia stata il principale fattore responsabile dell'aumento dell'inflazione sulla scia della pandemia (di 3,5 punti percentuali contro 1 punto percentuale per la politica monetaria).** Utilizzando una stima econometrica per dedurre shock fiscali discrezionali trimestrali (cfr. appendice), scopriamo che la politica fiscale ha stimolato la crescita di quasi 8 punti percentuali nel 4° trimestre 2020-4° trimestre 2021 (cfr. figura 8). Questa spinta alla crescita indotta dalla politica fiscale di 8 punti percentuali sulla scia della pandemia ha spinto al rialzo l'inflazione di oltre 3,5 punti percentuali secondo una curva di Phillips stimata. Al contrario, riteniamo che la politica monetaria – che influenza l'economia attraverso le condizioni finanziarie – abbia sostenuto l'inflazione di meno di 1 punto percentuale nello stesso arco di tempo tra il 4° trimestre 2020 e il 4° trimestre 2021 (con una spinta alla crescita inferiore a 2 punti percentuali).

Certo, lo stimolo fiscale durante la pandemia è stato in parte sostenuto da ingenti acquisti di titoli del Tesoro da parte della Fed, il che rende un po' artificiale separare il ruolo della politica fiscale da quella monetaria. La Fed ha acquistato oltre 3000 miliardi di dollari di titoli del Tesoro sul mercato secondario nel solo 2020, quasi l'equivalente del deficit fiscale del governo federale statunitense di 3400 miliardi di dollari nello stesso anno.

Figura 8: Impatto stimato degli shock fiscali sul PIL (in pp contributo della crescita del PIL in % a/a)

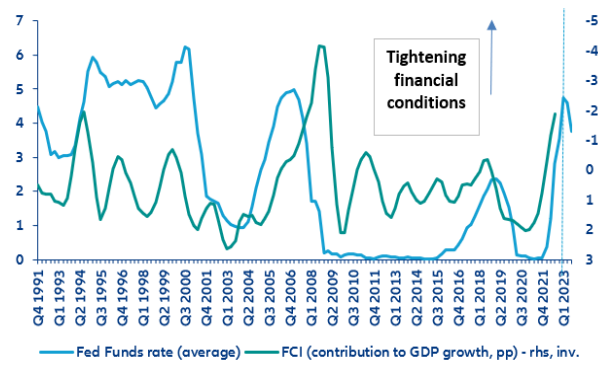


Fonti: Refinitiv, Allianz Research

**La politica fiscale restrittiva in corso aiuterà la Fed tra la fine del 2022 e l'inizio del 2023.** Il passaggio alla stretta fiscale dalla seconda metà del 2021 contribuirà a ridurre l'inflazione molto presto. A causa degli effetti ritardati della politica fiscale, prevediamo che l'impatto sull'inflazione si manifesterà tra la fine del 2022 e l'inizio del 2023, riducendo l'inflazione di circa -1 punto percentuale. Ciò supporta la nostra richiesta di inflazione: prevediamo che l'inflazione core si ridurrà nei prossimi due mesi a +5,4% a/a a marzo 2023, da +6,7% a settembre.

Ma la nostra ipotesi sull'orientamento della politica fiscale per il prossimo anno – 0,2% del PIL di allentamento – significa che la politica fiscale sosterrà leggermente l'inflazione. Pertanto, la Fed dovrà fare il lavoro da sola per domare in modo decisivo l'inflazione. Ciò avvalorata la nostra opinione secondo cui il tasso dei fondi federali dovrà rimanere elevato almeno fino alla prima metà del 2023, al 4,75%, e le condizioni finanziarie dovranno restringersi ulteriormente (cfr. figura 9).

Figura 9: Tasso dei Fed Funds e indice delle condizioni finanziarie



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

### Cosa significa una Camera dominata dal GOP per le prospettive geopolitiche?

**Questioni interne come l'inflazione, la criminalità e l'aborto hanno dominato le campagne elettorali di medio termine, ma è probabile che il risultato elettorale abbia conseguenze per una serie di pressanti preoccupazioni internazionali.** Mentre è importante notare che il Congresso ha meno influenza sugli affari esteri, a causa degli ampi poteri del presidente come comandante in capo, un Congresso diviso potrebbe ancora complicare e politicizzare ulteriormente le relazioni internazionali. L'invasione russa dell'Ucraina rimane la seconda



priorità nell'agenda geopolitica degli Stati Uniti, secondaria solo alle relazioni USA-Cina. Una conquista repubblicana della Camera limiterà il sostegno dell'amministrazione Biden all'Ucraina. Dall'inizio della guerra, il Congresso ha approvato circa 60 miliardi di dollari in aiuti per l'Ucraina senza condizioni esplicite. Il leader della minoranza della Camera Kevin McCarthy, che molto probabilmente sarà il prossimo presidente della Camera, ha recentemente dichiarato che non ci saranno più "assegni in bianco" per Kiev quando i repubblicani otterranno la maggioranza al Congresso. Ciò ha portato alla preoccupazione che i repubblicani possano limitare gli sforzi di aiuto all'Ucraina, soprattutto se l'economia statunitense sprofonda ulteriormente in una recessione nei mesi a venire, costringendo a concentrarsi maggiormente sull'interno. Tuttavia, mentre queste dichiarazioni indicano una posizione più critica sugli sforzi di aiuto in corso, il controllo repubblicano di una o entrambe le camere del Congresso non dovrebbe influenzare materialmente il sostegno all'Ucraina, poiché il sostegno bipartisan allo sforzo rimane forte.

**Si prevede che le crescenti tensioni USA-Cina su questioni come Taiwan, i diritti umani, il commercio, la tecnologia e la riluttanza della Cina a condannare la guerra della Russia in Ucraina continueranno a causare tensioni tra i paesi dopo le midterm.** Secondo il centro di ricerca PEW, oltre l'80% degli americani ha opinioni negative o fortemente negative sulla Cina – un numero insolitamente alto rispetto al 40% nel 2012. Come tale, c'è uno slancio politico per una politica restrittiva contro la Cina. Allo stesso modo, il sentimento pubblico cinese nei confronti degli Stati Uniti indica una maggiore ostilità da quando la presidente della Camera Nancy Pelosi ha visitato Taiwan ad agosto. Questo sentimento generale negativo tra i paesi, combinato con la mancanza di fiducia tra le due amministrazioni, è uno dei principali motivi di preoccupazione per le relazioni bilaterali nei prossimi due anni.

La guerra commerciale contro la Cina, avviata dall'amministrazione Trump nel 2018, ha certamente causato una forte tensione sulle relazioni USA-Cina introducendo massicce tariffe sulle importazioni e una serie di misure per frenare i progressi tecnologici della Cina. L'amministrazione Biden ha costruito su alcune di queste misure per rafforzare la concorrenza degli Stati Uniti con la Cina e ha chiarito che la Cina rimane una priorità strategica per gli Stati Uniti. Questo sentimento è stato illustrato nella prima strategia di sicurezza nazionale di Biden, dove le sfide che sia la Cina che la Russia pongono all'ordine internazionale sono state chiaramente delineate..

Inoltre, il recente divieto di Biden sulle esportazioni di semiconduttori in Cina sembra segnare una pietra miliare nella strategia cinese dell'amministrazione ed è destinato a essere consequenziale per la tecnologia e la geopolitica. Nei prossimi due anni, gli Stati Uniti probabilmente imporranno ulteriori restrizioni all'accesso della Cina alla tecnologia critica per motivi di sicurezza nazionale. Mentre la Cina ha per lo più rispettato il regime di sanzioni imposto dall'Occidente contro la Russia, agisce come ancora di salvezza per Mosca, ove possibile. Pertanto, resta da vedere come si evolveranno le relazioni Russia-Cina nei prossimi anni..

**Con una maggioranza repubblicana alla Camera, le misure restrittive sulla Cina probabilmente accelereranno.** Mentre l'attenzione si sposterà verso l'avvicinarsi delle elezioni presidenziali del 2024, sia il partito democratico che quello repubblicano probabilmente continueranno la posizione "dura con la Cina", che aprirà la strada per rafforzare ulteriormente la competitività degli Stati Uniti e aumentare le restrizioni all'accesso della Cina alla tecnologia critica..

**La nuova composizione del Congresso potrebbe anche avere un significato per le relazioni USA-UE.** Se i repubblicani chiedono una posizione più severa sugli sforzi di aiuto per l'Ucraina, questo potrebbe causare una pressione sull'UE nel soddisfare le esigenze di finanziamento dell'Ucraina. Gli Stati Uniti hanno fornito quasi 25 miliardi di dollari in aiuti finanziari e umanitari

a Kiev, nonché 27,5 miliardi di dollari in forniture militari, che superano di gran lunga la spesa dell'UE. Un minore sostegno da parte degli Stati Uniti aumenterebbe certamente la pressione sull'UE affinché aumenti il suo contributo, una sfida nel contesto dell'attuale crisi energetica e di prospettive economiche disastrose.

**Inoltre, le recenti tensioni sulle conseguenze dell'Inflation Reduction Act (IRA) per l'UE hanno evidenziato possibili discriminazioni nei confronti delle imprese europee attraverso la legge.**

L'UE ha invitato gli Stati Uniti a modificare l'IRA in quanto i suoi incentivi finanziari "inclinano ingiustamente il campo di gioco a vantaggio della produzione e degli investimenti negli Stati Uniti a spese dell'Unione europea e di altri partner commerciali" che a loro volta possono rischiare di "creare tensioni che potrebbero portare a misure reciproche o di ritorsione". Resta da vedere fino a che punto un Congresso gestito dai repubblicani avrà un impatto sull'attuazione di questa nuova legislazione. Mentre è altamente plausibile che ci sarà un respingimento dell'attuazione della politica climatica di Biden e un certo stop alle disposizioni fiscali prescritte dalla legge, è improbabile che il Congresso abroghi l'IRA nei prossimi due anni..

## **APPENDICE: Come dedurre la politica fiscale discrezionale e il suo impatto sull'inflazione?**

Esiste un problema di identificazione nella ripartizione dei movimenti di spesa e di tassazione dovuti a uno shock strutturale (politica fiscale esogena discrezionale) da quelli dovuti a cambiamenti nel ciclo economico (stabilizzatori automatici). Estraiamo shock fiscali discrezionali (trimestrali) (spese e imposte) utilizzando la metodologia strutturale VAR (SVAR) esposta per la prima volta in un documento fondamentale di Blanchard e Perotti (B&P). Questa metodologia ci consente di eliminare i movimenti di spesa e tasse dovuti agli stabilizzatori automatici e di concentrarci sul puro effetto delle nuove misure fiscali. Lo SVAR incorpora tre variabili: PIL reale, spesa primaria reale del governo e entrate pubbliche reali. Tutte le variabili sono regolate dalla crescita della popolazione. Il nostro campione di stima inizia nei primi anni 1990.

B&P impone restrizioni su alcuni parametri nel loro framework SVAR (altrimenti ci sono troppi parametri sconosciuti e lo SVAR non può essere identificato). Le restrizioni devono avere un senso istituzionale ed economico. B&P assume che i) il governo non modifichi la spesa in risposta al PIL entro il trimestre, ii) le decisioni di spesa siano prese prima di quelle sulla tassazione, o il contrario e iii) l'elasticità delle entrate fiscali rispetto al PIL sia una costante (generalmente circa 1-1,5). Sebbene queste ipotesi siano ampiamente soddisfacenti, la prima ipotesi può essere un po' una sfida in tempi di crisi economica acuta. La crisi del Covid-19, in particolare, ha dimostrato quanto rapidamente i governi abbiano agito nell'attuare lo stimolo fiscale.

Per questo motivo, abbiamo aggirato questo problema di identificazione aggiungendo una variabile fittizia nel secondo trimestre del 2020. Le variabili fittizie sono utili in questo quadro per identificare grandi shock fiscali strutturali che sono facilmente individuati – in genere, i picchi senza precedenti della spesa osservati nel secondo trimestre 2020. L'impulso fiscale viene quindi semplicemente calcolato come la differenza tra lo shock fiscale osservato e il coefficiente della simulazione (più un residuo). Questa strategia di approssimazione porta a un'identificazione molto più soddisfacente dello shock di bilancio strutturale nel secondo trimestre 2020 rispetto a una stima non fittizia. Scopriamo che nel secondo trimestre 2020 circa due terzi dell'aumento totale della spesa pubblica è dovuto a nuove misure e un terzo riflette il funzionamento degli stabilizzatori automatici.

L'impulso fiscale che ricaviamo da questa metodologia è simile al saldo corretto per il ciclo prodotto dal FMI, ma con il vantaggio di essere disponibile su base trimestrale e di scorporare gli shock fiscali dagli shock di spesa. All'interno del nostro quadro SVAR, deduciamo anche i moltiplicatori fiscali, cioè l'effetto degli shock fiscali sulla crescita del PIL. I nostri moltiplicatori fiscali – circa 0,7 in media sia per la spesa che per le tasse – rientrano nell'intervallo dei valori generalmente stimati, sebbene non vi sia consenso in letteratura sulla loro dimensione. La figura 8 mostra l'impatto stimato della politica di bilancio sul PIL nel tempo, calcolato come prodotto degli shock fiscali dal moltiplicatore di bilancio.

Il modello cattura bene l'impatto sul PIL dei tagli fiscali implementati dall'amministrazione Bush nei primi anni 2000, così come il consolidamento fiscale del 2013-15 sotto gli auspici dell'amministrazione Obama. I pacchetti di stimolo pandemico hanno sostenuto la crescita di quasi 8 punti percentuali annualizzati tra la fine del 2020 e la fine del 2021.

Stimiamo l'impatto della politica fiscale sull'inflazione attraverso una curva di Phillips di base, che ha messo in relazione l'inflazione complessiva con il suo ritardo, le aspettative di inflazione, i prezzi del petrolio e l'output gap (cioè la crescita del PIL, rispetto al potenziale). Il nostro campione di stima inizia nei primi anni 1990. È interessante notare che la pendenza della curva di Phillips (cioè il coefficiente dell'output gap) aumenta quando includiamo il periodo pandemico nella stima: l'inflazione è diventata più sensibile al ciclo economico.

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla dichiarazione di non responsabilità fornita di seguito.

#### **DICHIARAZIONI PREVISIONALI**

Le dichiarazioni contenute nel presente documento possono includere prospettive, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali che si basano su opinioni e ipotesi attuali della direzione e comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati, le prestazioni o gli eventi reali possono differire materialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

Tali deviazioni possono sorgere a causa, a titolo esemplificativo, (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nei mercati del Gruppo Allianz e non, (ii) andamento dei mercati finanziari (in particolare volatilità del mercato, liquidità ed eventi creditizi), (iii) frequenza e gravità degli eventi di perdita assicurata, anche derivanti da catastrofi naturali, e sviluppo delle spese di perdita, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbilità, (v) livelli di persistenza dei fenomeni osservati, (vi) entità delle inadempienze creditizie, in particolare nel settore bancario, (vii) livelli dei tassi di interesse, (viii) tassi di cambio tra cui il tasso di cambio Euro / Dollaro, (ix) modifiche delle leggi e dei regolamenti, comprese le normative fiscali, (x) impatto delle acquisizioni, inclusi i relativi problemi di integrazione, comprese le misure di riorganizzazione e (xi) fattori competitivi generali, da considerarsi su base locale, regionale, nazionale e / o globale. Molti di questi fattori possono essere più probabili o avere conseguenze più accentuate a causa delle attività terroristiche e delle loro conseguenze.

#### **NESSUN DOVERE DI AGGIORNARE**

La società non assume alcun obbligo di aggiornare le informazioni o dichiarazioni previsionali contenute nel presente documento, salvo eventuali informazioni che devono essere divulgate dalla legge.

Allianz Trade è il marchio utilizzato per designare una serie di servizi forniti da Euler Hermes.