

Il mito dell'eccezionalismo

“È stato meraviglioso scoprire l’America,
ma sarebbe stato ancor più meraviglioso ignorarla”

- Mark Twain



Marzo 2025

Davide Serra
Founder & CEO

Sebastiano Pirro
CIO & Financial Credit
Portfolio Manager

Gabriele Foà
Global Credit Portfolio Manager

Silvia Merler
Head of ESG & Policy Research

Lennart Lengeling
Macro Analyst



Il mito dell'eccezionalismo

La netta vittoria repubblicana alle elezioni ha risvegliato la retorica ottimista del sogno americano. Il Presidente Trump si è presentato come una forza dirompente, ma positiva per l'America. Una politica fiscale attiva e i dazi avrebbero dovuto stimolare la domanda interna, mentre la dinamica dell'offerta avrebbe incoraggiato finanziamenti e capacità produttiva. La situazione macroeconomica statunitense ne avrebbe tratto indubbiamente benefici, forse a costo di un temporaneo aumento dell'inflazione e dei tassi di interesse, e il resto del mondo ne avrebbe pagato le conseguenze con valuta più debole e reshoring verso gli Stati Uniti. L'America sarebbe dovuta tornare a essere eccezionale.

Tuttavia, i primi due mesi della nuova amministrazione hanno raccontato una storia diversa. La politica macroeconomica degli Stati Uniti si è concentrata più sull'appagamento della base elettorale che sulla generazione di crescita e l'assenza di prevedibilità ha generato incertezza. La combinazione di questi due fattori ha ostacolato la crescita. Inoltre, le elezioni di midterm sono ancora lontane e lo spazio di manovra è limitato. Pertanto, crediamo che le politiche di sostegno all'economia debbano essere più ambiziose di quanto si creda e che il mercato stia sottovalutando il rallentamento della crescita ormai prossimo.

Gli indicatori ad alta frequenza degli Stati Uniti sono in netto peggioramento. Le richieste di disoccupazione sono in aumento, spingendo i non-farm payrolls ai minimi da sei mesi e il tasso di disoccupazione al di sopra del 4%. L'indice delle sorprese economiche è in deterioramento da novembre (grafico 1) e la fiducia dei consumatori, il motore principale dell'espansione 2023-24, è peggiorata nel 2025 (grafico 2), a causa della percezione delle condizioni del mercato del lavoro e delle imprese. Gli indicatori in tempo reale del PIL statunitense sono in forte calo (grafico 3), a causa dell'aumento delle importazioni ma anche di

Crediamo che gli Stati Uniti stiano attraversando un profondo shock dovuto all'incertezza.

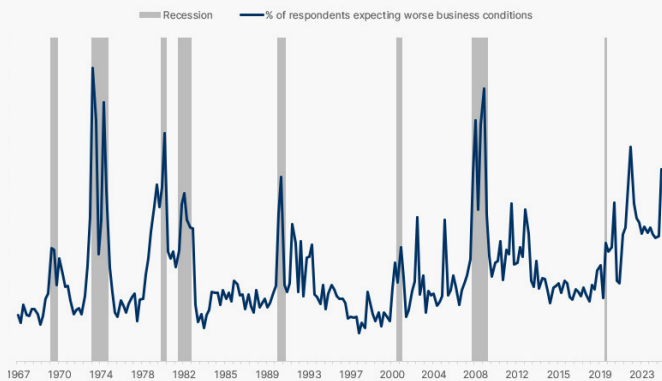
Grafico 1 Le sorprese economiche USA tornano negative



Fonte: Citi Bank, Bloomberg Finance L.P., Algebris Investments. Dati al 07.03.2025 Note: Citi US Economic Surprise Index

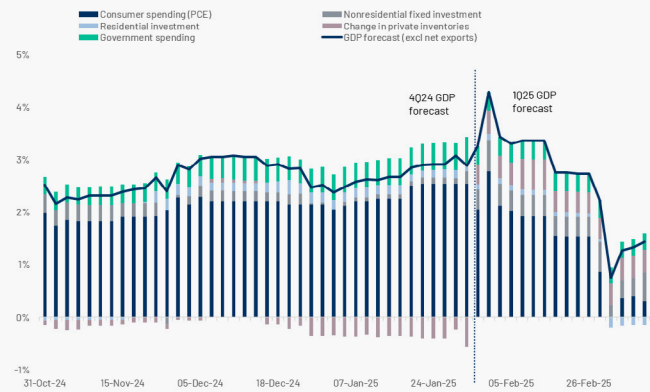
una spesa al consumo più contenuta. Crediamo che gli Stati Uniti stiano attraversando un profondo shock dovuto all'incertezza. I dati mostrano che l'incertezza ha lo stesso effetto distruttivo sul ciclo economico di uno shock esogeno avverso. Quando l'incertezza tocca livelli troppo alti, le imprese interrompono temporaneamente e improvvisamente gli investimenti e le assunzioni. Di conseguenza, la produzione e l'occupazione tendono a diminuire rapidamente. L'incertezza sulle politiche degli Stati Uniti è al secondo livello più alto degli ultimi quarant'anni (grafico 4). Qualsiasi altro picco è stato accompagnato da un rallentamento. Dalle indagini sulle imprese di gennaio e febbraio emerge un forte calo dei nuovi ordini e dell'occupazione.

Grafico 2
Pessimismo in crescita nei consumatori



Fonte: Conference Board. Dati al 07.03.2025. Nota: Consumer Confidence Next 6 Months. Pessimistic Expectations: Business Conditions.

Grafico 3
Discesa del PIL USA - Trade, ma non solo



Fonte: Atlanta Fed. Dati al 07.03.2025. Nota: Subcomponent Contributions to GDPNow 2024 4Q & 2025 Q1 Forecast excluding Net Exports.

Nemmeno le prime misure politiche effettive sono incoraggianti. L'amministrazione Trump sta adottando una politica sfavorevole alla crescita, come i tagli ai posti di lavoro nel settore pubblico e le restrizioni commerciali (Tabella 1). L'aliquota tariffaria statunitense è salita al 4% quest'anno e potrebbe salire al 10-15% a regime. Una recente ricerca del FMI stima che il freno alla crescita degli Stati Uniti derivante dalle tariffe sia pari allo 0,8% su un anno. Stando al programma, la maggior parte dell'espansione della crescita dovrebbe essere trainata dai tagli alle tasse. Tuttavia, la realizzazione di questi interventi richiederà tempo, poiché dovranno passare al vaglio del Congresso e i finanziamenti restano una sfida.

Grafico 4 Incertezza = recessione



Fonti: Baker, Scott R.; Bloom, Nick; Davis, Stephen J. Dati al 07.03.2025. Note: US Economic Policy Uncertainty Index

Il costo di un rallentamento degli Stati Uniti è elevato, poiché lo spazio di manovra per reagire è limitato. Questo per vari motivi. In primis, il debito statunitense è consistente ed è destinato ad aumentare in caso di shock della crescita (grafico 5), con la spesa per gli interessi che è appena inferiore al 3% del PIL e lascia poco spazio alla spesa primaria. Inoltre, l'inflazione statunitense è superiore all'obiettivo e ha smesso di rallentare alla fine del 2023 (grafico 6). Un rallentamento

Tabella 1 Politiche di Trump - Contrazione ora, espansione si vedrà

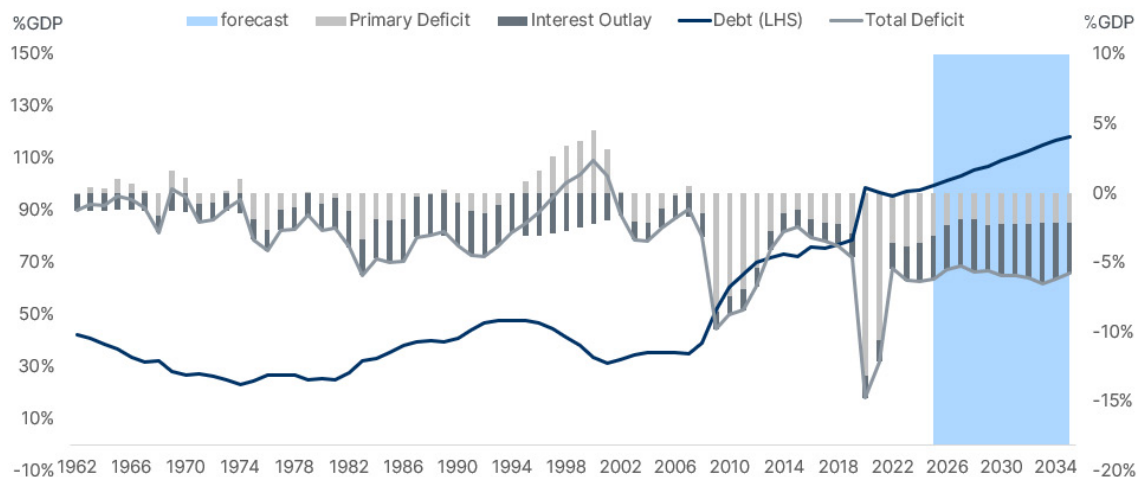
Category	Policies	Status	Growth Impact
Tariffs	China	+20% In effect. Raising avg tariffs vs China to 34%	Contractionary
	Mexico	25% In effect. Exception for USMCA compliant trade (~50% of trade historically) for March-2025.	
	Canada (ex energy)	25% In effect. Exception for USMCA compliant trade (38% of trade historically) for March-2025.	
	Canada energy	10% In effect.	
	Steel & aluminum	25% To be effective 12-March-2025.	
	Auto Tariffs	~25% To be announced on 02-April-2025.	
	Drugs & semiconductors	>25% Timing uncertain.	
	Reciprocal tariffs	To be announced on 02-April-2025 after conclusion of trade review.	
DOGE	Goal of \$2trn savings	Ongoing. Faces legal and political constraints (Trump leaving ultimate authority with his cabinet members). Claims to have achieved savings of \$105bn. Federal govt has cut ~62k headcount in Feb-2025*.	Contractionary
Fiscal	Permanent extension of 2017 tax cuts (cost of \$4.5trn)	Timing uncertain. Planned extension via reconciliation bill requiring simple majority.	Expansionary
	No taxes on tips, overtime pay & social security benefits	Timing uncertain.	
Immigration	Deportation of unlawful migrants, fortifying US-Mexico border, halt of processing undocumented migrants	Ongoing. ICE (agency responsible for deportations) is still working with funding from the 2024 budget and hence not yet able to upsize its capacity. Upsizing detention capacity of military bases near Mexican	Contractionary
Geopolitics	Negotiations for peace deal in Ukraine	Ongoing calls for negotiations with Ukraine and Russia. Suspension of military aid to Ukraine.	Neutral
	Ceasefire Israel/Hamas	Ongoing negotiations for stage 2 of ceasefire deal. Currently under 50 day extension of stage 1.	

Fonte: Veda Partners, Oxford Economics, Signum, The Guardian, Bloomberg LP. Dati al 08.03.2025.

Nota: *the federal govt headcount cuts cannot be directly linked to DOGE initiatives.

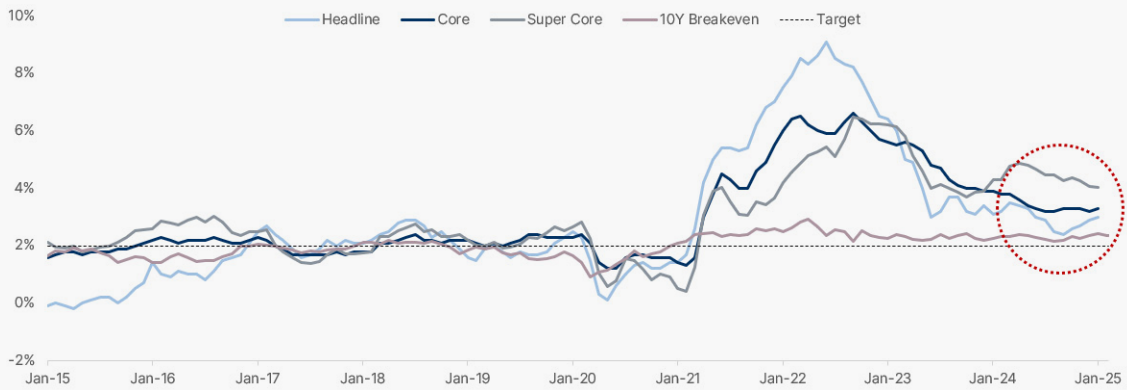
indotto dal commercio non è ovviamente deflazionistico, il che mette la Fed in una posizione scomoda. In questo contesto, il Segretario Bessent ha sottolineato come il parametro di successo dell'amministrazione sarà probabilmente il prezzo dei Treasury decennali piuttosto che il rendimento dei titoli azionari ed il Presidente Trump ha rafforzato questo messaggio. Questa retorica si allinea con la mancanza di urgenza nella realizzazione di una politica di sostegno.

Grafico 5 Debito USA - In crescita



Fonte: CBO, Algebris Investments. Dati al 17.01.2025. Nota: All metrics as % of GDP.

Grafico 6 Inflazione USA - La battaglia non è finita



Fonte: Bloomberg Finance LP, Algebris Investments. Dati al 07.03.2025. Nota: Headline: US CPI Urban Consumers YoY NSA (CPI YOY Index), Core: US CPI Urban Consumers Less Food & Energy YoY NSA (CPI XYOY Index), Supercore: US Bloomberg BLS CPI Core Services Less Housing (Supercore) YoY (CSXHSPCY Index). US Breakeven 10 Year - USGGBE10 Index. Calculated by subtracting the real yield of the inflation linked maturity curve from the yield of the nominal Treasury maturity.

Nonostante l'eccezionalismo statunitense si sta affievolendo nei dati economici, è sempre vivo nei mercati. L'indice S&P 500 è scambiato a 23x, il 15% in più della media decennale. Il tasso di cambio reale del dollaro USA è ai massimi da quarant'anni, nonostante gli Stati Uniti siano cresciuti più lentamente della maggior parte dell'Asia negli ultimi vent'anni. Entrambi i trend sono in rapida inversione (grafici 7 e 8), ma l'indigestione pluriennale di asset statunitensi lascia intendere che ci sia margine per un'ulteriore correzione.

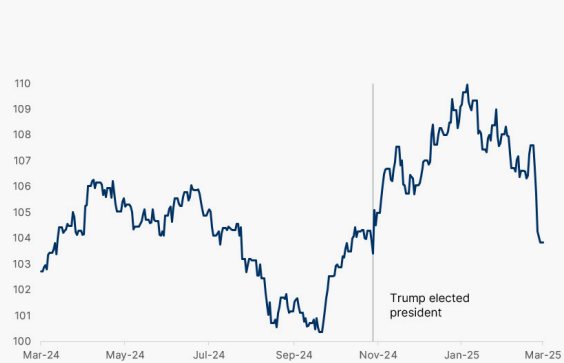
Gli asset di rischio hanno registrato un'ottima crescita, ma negli Stati Uniti sono in corso ampi aggiustamenti macroeconomici. Questo potrebbe portare a un rapido riprezzamento dei titoli che hanno performato meglio negli ultimi due anni. A nostro avviso, sono soprattutto l'azionario USA e il dollaro a essere a rischio. Gli asset europei sono ampiamente sottovalutati, anche se l'entusiasmo per il nuovo quadro fiscale sta incrementando le valutazioni. Gli spread nel credito sono piuttosto ristretti, ma l'elevata dispersione permette di identificare alcuni segmenti interessanti, soprattutto in Europa. Vediamo più valore nei tassi statunitensi che in quelli europei. Anche nel credito dei Paesi emergenti gli spread sono ristretti, ma sta emergendo valore nei mercati locali.

Grafico 7 Azionario USA ancora campione?



Fonte: Bloomberg Finance LP, Algebris Investments. Dati al 07.03.2025. Note: Local currency total returns of S&P 500 & DAX.

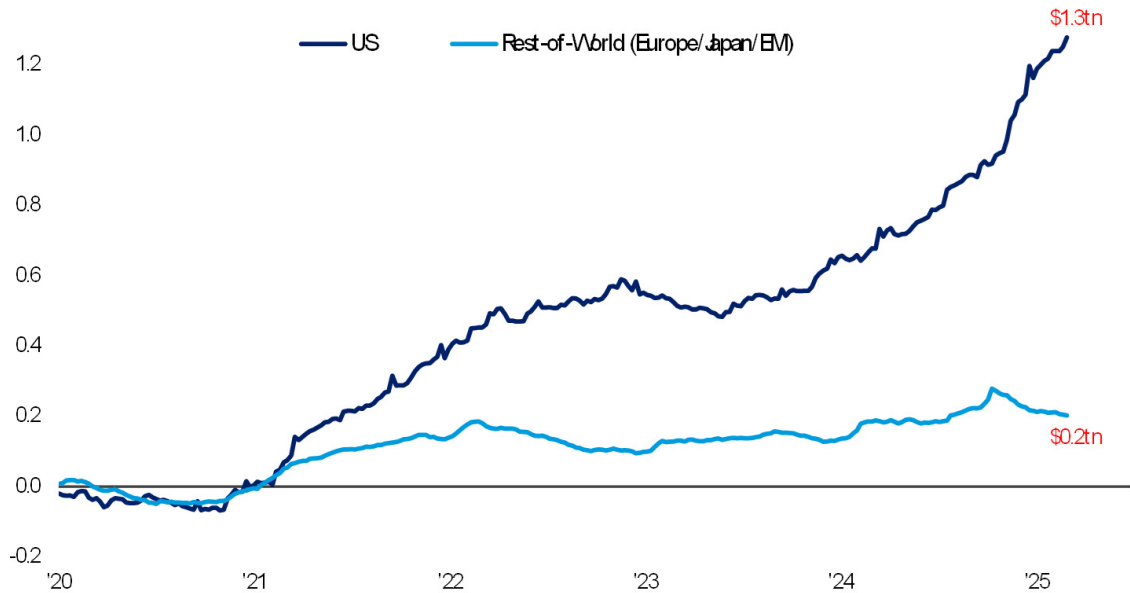
Grafico 8 Eccezionalismo USA in discesa



Fonte: Bloomberg Finance LP, Algebris Investments. Dati al 07.03.2025. Nota: US Dollar Index (DXY).

Negli ultimi tre anni, i mercati si sono abituati all'idea di un aumento dell'inflazione e dei tassi, ma si sono dimenticati di considerare i rallentamenti. Vediamo i presupposti per un rallentamento nel 2025 che coglierà impreparati molti investitori. La volatilità è in aumento e le strategie attive saranno protagoniste.

Grafico 9 C'è spazio per una correzione nell'azionario americano



Fonte: BofA Global Investment Strategy, EPFR, Algebris Investments. Dati al 10.03.2025.
Nota: cumulative inflows into equity funds.

AUTORI

Davide Serra
Founder & CEO

Sebastiano Pirro
CIO & Financial Credit
Portfolio Manager

Gabriele Foà
Global Credit Portfolio Manager

Silvia Merler
Head of ESG & Policy Research

Lennart Lengeling
Macro Analyst

NOTE

Per ulteriori informazioni su Algebris e i suoi prodotti, o per essere aggiunti alle nostre liste di distribuzione, vi preghiamo di contattare Client Relations all'indirizzo client.relations@algebris.com.

Visitate [Algebris Insights](#) per i commenti precedenti.

SORGENTI

Le fonti dei dati sono indicate accanto ai grafici.

La fonte delle immagini è Adobe Stock dove non diversamente indicato.

Consultare il sito www.algebris.com/disclaimer per informazioni importanti su questo documento.
© 2025 Algebris Investments. Algebris Investments è il nome commerciale del Gruppo Algebris.