

## Trump e il buco nei conti USA – L'analisi completa del deficit

Al contrario del progetto di legge fiscale, big e beautiful non sono aggettivi che vanno d'accordo quando si parla del debito americano. Ma i dazi e il Dipartimento per l'Efficienza Governativa (DOGE) contribuiscono a colmare il vuoto lasciato dall'ultima legge fiscale di Trump. L'effetto netto sarà una crescita più debole.



Le politiche fiscali del presidente degli Stati Uniti Donald Trump, tra cui il One Big Beautiful Bill Act (OBBBA) e i nuovi dazi, sono destinate ad avere implicazioni significative sul deficit federale e sulla crescita economica complessiva degli Stati Uniti. Questo articolo esamina l'attuale situazione fiscale degli USA, l'impatto previsto di queste politiche, la sensibilità ai fattori esterni e le proiezioni a lungo termine del debito pubblico.

Innanzitutto, il bilancio degli Stati Uniti non è roseo. Anche dopo l'impennata dell'indebitamento dovuta al Covid nel biennio 2020-2022, il governo statunitense continua a spendere molto più di quanto incassa dalle entrate fiscali. Il deficit federale si attesta al 6,7% del PIL, mentre il debito

pubblico netto (1), che 20 anni fa era pari al 35% del PIL, sembra destinato a superare il 100% del PIL in questo anno fiscale (2).

Le preoccupazioni sulla traiettoria del bilancio stanno crescendo, con gli Stati Uniti che hanno perso il rating Tripla A da S&P, Fitch e, giustappunto lo scorso mese, anche di Moody's. A ciò si aggiunge il Big Beautiful Bill Act del Presidente Trump, che estenderà ed amplierà gli ingenti tagli alle tasse introdotti nel 2017. Il Congressional Budget Office stima che ciò ridurrà le entrate fiscali di 3.700 miliardi di dollari nei prossimi 10 anni, mentre i tagli alla spesa proposti consentirebbero un risparmio di soli 1.300 miliardi di dollari. Il deficit primario (3) sarebbe così 2.400 miliardi di dollari maggiore di quanto sarebbe stato altrimenti.

A prima vista, si tratta di un enorme taglio delle tasse, ma dobbiamo ricordare che gran parte del disegno di legge non è altro che una proroga dei tagli fiscali del 2017, la cui scadenza era prevista per la fine di quest'anno. Quindi, pur comportando notevoli perdite di bilancio nel lungo termine, non genera alcun impulso positivo per l'attività economica statunitense rispetto alle tendenze già in atto.

La buona notizia per i falchi è che i dazi del presidente Trump stanno già generando entrate fiscali separate dall'OBBBA. Oltre a questo, il DOGE genera alcuni "risparmi dovuti all'efficienza", ma si tratta di cifre modeste: inferiori a 200 miliardi di dollari.

Sebbene queste iniziative possano colmare parzialmente il vuoto nel gettito fiscale creato dall'OBBBA, il deficit statunitense rimarrà ampio e il debito continuerà a crescere. Soprattutto se consideriamo il continuo aumento, dello 0,1-0,2% del PIL, nella spesa correlata alla demografia e come ciò inciderà sulla posizione fiscale del Paese. Inoltre, la combinazione di queste politiche rischia di danneggiare la crescita economica nel breve termine, con il rischio che le proiezioni ufficiali di deficit e debito siano troppo ottimistiche.

Questo perché, nel complesso, l'OBBBA rischia di rappresentare un ostacolo alla crescita, con ulteriori tagli delle tasse che vanno ben oltre all'estensione del Tax Cuts and Jobs Act del 2017 che teoricamente dovrebbero essere compensati dai tagli alla spesa. Peraltro, questi ultimi stanno incidendo pesantemente sul sostegno agli investimenti verdi e sulla sanità.

Per quanto riguarda i dazi, oltre ad aumentare le entrate, mirano a incoraggiare il ritorno del settore manifatturiero negli Stati Uniti, al fine di stimolare la crescita a lungo termine, tutelare la proprietà intellettuale e rafforzare la resilienza delle catene di approvvigionamento. Tuttavia, il risultato a breve termine sarà una combinazione di prezzi più elevati per i consumatori, che erodono il potere d'acquisto delle famiglie, e di profitti aziendali più deboli, poiché le aziende assorbiranno parte dei costi. Le assunzioni e gli investimenti stanno già rallentando. Vi sono anche segnali d'allarme che indicano una stasi della crescita degli investimenti in un contesto di elevata incertezza economica e geopolitica.

Prevediamo che la crescita degli Stati Uniti rallenterà dal 2,5% nel 2024 a una media dell'1,5% nel 2025-26, ovvero 0,3-0,4 punti percentuali in meno rispetto a quanto ipotizzato nelle proiezioni ufficiali. Combinando questo dato con la nostra visione più cauta sulla traiettoria dei tassi di interesse, riteniamo che la performance fiscale degli Stati Uniti dovrebbe essere orientata verso il lato negativo dell'intervallo di previsione del Congressional Budget Office (CBO). Prevediamo che il deficit si manterrà pari o superiore al 6% del PIL per gran parte del prossimo decennio, con il rapporto debito/PIL che continuerà ad aumentare di circa 2 punti percentuali o più all'anno.

*(1) In questo articolo ci concentriamo sul debito netto degli Stati Uniti, che si riferisce al debito totale (lordo) escludendo le partecipazioni detenute da enti governativi statunitensi. A titolo di riferimento, nell'anno fiscale 2024, il debito pubblico netto era pari al 96,4% del PIL, a fronte di un debito lordo del 121% del PIL.*

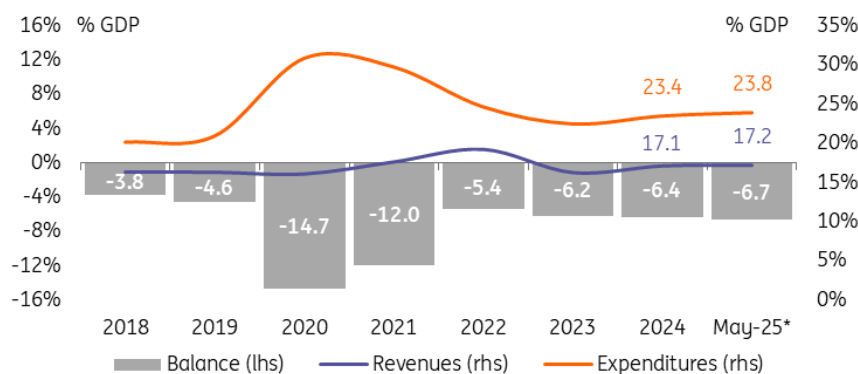
*(2) Nel discutere i parametri di bilancio, in questo articolo faremo riferimento agli anni fiscali statunitensi (ad esempio, FY24: 1 ottobre 2023 - 30 settembre 2024).*

*(3) Deficit prima delle spese per interessi sul debito*

## Deficit USA, la situazione attuale

L'attuale performance di bilancio evidenzia le persistenti sfide strutturali nella riduzione del deficit federale, con pressioni evidenti sia sul lato della spesa che su quello delle entrate. Tuttavia, le spese elevate e in continuo aumento rimangono il principale fattore che determina l'ampliamento del divario.

## Parametri chiave del bilancio federale degli Stati Uniti (anno fiscale 2018-2024 e 12 mesi fino a maggio 2025)



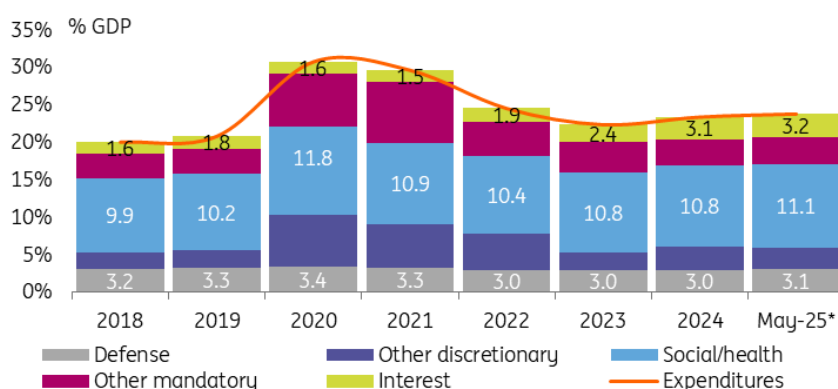
Source: CEIC, CBO, ING  
\*12M rolling sum

- **La spesa discrezionale**, controllata direttamente dall'amministrazione statunitense, si attesta al 6,0% del PIL, il livello più basso degli ultimi 50 anni. In particolare, la spesa per la difesa, la componente più consistente, è anch'essa ai minimi storici. Date le persistenti tensioni geopolitiche, ulteriori riduzioni in questo settore appaiono altamente improbabili.
- **La spesa obbligatoria**, attualmente pari al 14,7% del PIL e regolata da statuti del Congresso,

si sta avvicinando ai massimi storici. I principali fattori trainanti – la previdenza sociale e i programmi sanitari come Medicare e Medicaid – continuano a subire pressioni al rialzo a causa dei continui cambiamenti demografici.

- **La fine dell'era dei tassi di interesse bassissimi**, unita alla crescita del debito pubblico, ha aumentato significativamente l'onere degli interessi netti. Questi sono aumentati dall'1,5-2,0% del PIL (un intervallo mantenuto dall'inizio degli anni 2000 al 2022) al 3,2% del PIL, superando il picco di metà anni '90. Con quasi la metà del deficit ormai attribuibile alle spese per interessi, il bilancio federale è diventato estremamente sensibile alle dinamiche dei tassi.

## Spesa federale degli Stati Uniti: dinamiche e composizione



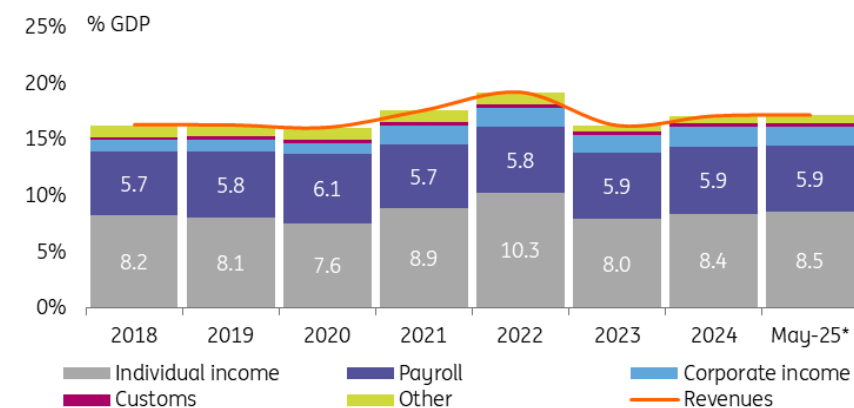
Source: CEIC, CBO, ING  
\*12M rolling sum

Sul fronte delle entrate, la ripresa post-pandemica ha raggiunto un plateau, con le entrate federali che si sono stabilizzate attorno al 17% del PIL, sostanzialmente in linea con i valori storici.

Le principali fonti di entrate – imposte sul reddito delle persone fisiche, imposte sui salari e imposte sulle società – sono in linea o leggermente al di sopra delle loro medie di lungo periodo. Le categorie di entrate minori rimangono leggermente al di sotto della media.

I dazi doganali, storicamente trascurabili, pari allo 0,2-0,3% del PIL, hanno acquisito importanza grazie alle iniziative tariffarie dell'attuale amministrazione. A maggio 2025, le entrate doganali sono aumentate del 324% su base annua, con un conseguente aumento del 44% del totale mobile a 12 mesi. Ciò ha portato il loro contributo allo 0,4% del PIL, un dato ancora modesto, ma che rappresenta un aumento notevole rispetto alla bassa base di partenza.

## Entrate federali degli Stati Uniti: dinamiche e composizione



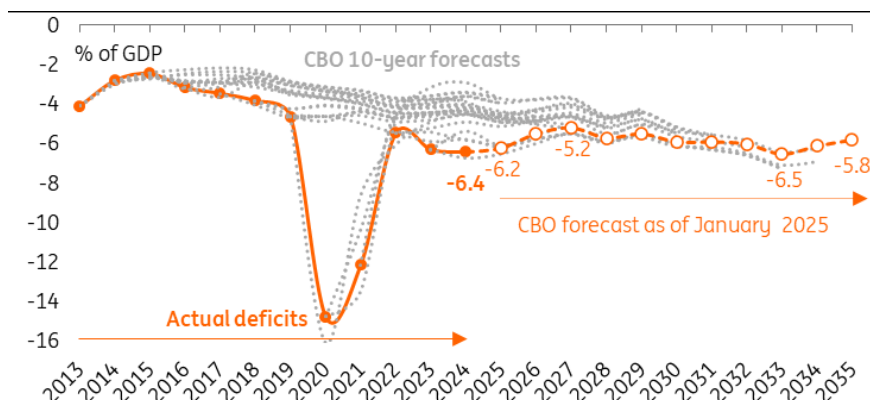
Source: CEIC, CBO, ING  
\*12M rolling sum

## Impatto delle iniziative fiscali dell'amministrazione Trump

L'attuale performance di bilancio è sotto le aspettative rispetto a quanto previsto dal Congressional Budget Office (CBO) all'inizio del 2025 per il prossimo decennio: deficit di bilancio compresi tra il 5% e il 7% del PIL. Queste previsioni precedevano l'introduzione di diverse nuove iniziative politiche, tra cui:

- Aumenti dei dazi,
- The One Big Beautiful Bill Act (OBBBA),
- Misure di riduzione dei costi da parte del DOGE.

## Saldo di bilancio degli Stati Uniti: storico fino all'anno fiscale 2024 rispetto alle proiezioni decennali del CBO



Source: CEIC, CBO, ING

Sulla base dell'analisi del CBO dei nuovi dazi e dell'OBBBA, l'effetto combinato delle due iniziative, se attuate così come delineate, sembra compensarsi nelle proiezioni di base. Considerate separatamente, il deficit di bilancio cumulativo a lungo termine è piuttosto moderato, attestandosi allo 0,7% del PIL in entrambe le direzioni.

Si prevede che gli aumenti tariffari ridurranno il deficit cumulativo degli ultimi 11 anni di 2,8 trilioni di dollari (12%), poiché l'aumento delle entrate doganali e la riduzione dei costi del servizio del debito compenseranno l'impatto negativo sulla crescita del PIL.

Al contrario, si prevede che l'OBBBA, che estende i tagli fiscali del 2017, aumenterà il deficit di un importo analogo. Si prevede anche che il calo delle entrate supererà qualsiasi risparmio sui costi, con conseguente aumento dei costi del servizio del debito.

## Bilancio cumulativo degli Stati Uniti per l'anno fiscale 2025-35: effetto dei dazi e dell'OBBBA sulla base di riferimento del CBO\* (US\$ tr)

	CBO baseline	Effects of initiatives by the US administration		
		Tariffs	OBBBA	Combined
Revenue collection	72.7	2.5	-4.0	-1.5
Non-interest spending	81.5	0	-1.4	-1.4
Net interest spending	14.8	-0.5	0.5	0.0
Other macro effects on balance		-0.2	0.1	-0.1
Budget balance	-23.6	2.8	-2.9	-0.1
...% of GDP	-5.9	0.7	-0.7	0.0

Source: CBO, ING

\*CBO's estimate of OBBBA effect for 2025-34 extrapolated for 2035 by ING

### One Big Beautiful Bill Act

A giudicare dal nome, questo disegno di legge sembra un enorme taglio delle tasse, ma in realtà la maggior parte dei "tagli" non è altro che un'estensione del Tax Cuts and Jobs Act (TCJA) di Trump del 2017, con un effetto fiscale stimato di 3.900 miliardi di dollari nel periodo 2025-34. Senza questo disegno di legge, milioni di famiglie si troverebbero ad affrontare tasse più elevate nel 2026, con il ritorno di aliquote e detrazioni fiscali ai livelli precedenti. Di conseguenza, ciò significa che il consolidamento di queste modifiche fiscali deve essere incluso nelle proiezioni fiscali, con conseguenti maggiori deficit futuri.

In breve, l'OBBBA si limiterà a evitare un deterioramento sostanziale della domanda interna, senza contribuire in alcun modo a stimolare l'attuale trend di crescita. Al di fuori dell'estensione del TCJA, le disposizioni dell'OBBBA dovrebbero ridurre il disavanzo primario decennale di 1.500 miliardi di dollari attraverso la riduzione delle detrazioni e dei finanziamenti per la sanità e altri settori.

## Effetto fiscale dell'OBBBA nel periodo 2025-2034 (miliardi di dollari USA)

Increase in the primary deficit compared to CBO's baseline	2,416
Tax cuts and spending for individuals and businesses	3,752
Extension of 2017 TCJA	3,873
New tax cuts and spending for individuals and businesses	663
Revival of previously cancelled TCJA provisions	270
Offsetting measures by the Ways and Means Committee	-1,054
Extra net spending on defense, homeland security, judiciary	232
Lower net spending on healthcare	-890
Lower net spending on education, agri, environment, other	-843
Other measures	165

Source: CBO, Committee for a Responsible Federal Budget, Bipartisan Policy Center, ING

Per quanto riguarda **DOGE**, persino i risparmi dichiarati di 180 miliardi di dollari sono relativamente modesti se si guarda al contesto. Sebbene gli obiettivi iniziali fissati tra i 1.000 e i 2.000 miliardi di dollari apparissero sostanziali, la mancanza di chiarezza sull'orizzonte temporale ne riduce l'impatto percepito. Supponendo che tali risparmi si accumulino in un orizzonte temporale di 10-11 anni e che l'obiettivo venga raggiunto, questa somma rappresenterebbe solo circa un terzo del beneficio in bilancio atteso dagli aumenti ai dazi di cui sopra.

### Quali sono le alternative politiche e macroeconomiche?

Le iniziative fiscali e di bilancio dell'amministrazione Trump potrebbero non essere perfette e presentare alcune difficoltà, ma il costo potenziale dell'inazione sarebbe ancora più elevato. La recente analisi del CBO di diversi scenari fiscali suggerisce che, se si consentisse alle entrate e alle spese non legate agli interessi di tornare alle medie trentennali, il disavanzo primario e la spesa per interessi aumenterebbero vertiginosamente, portando il debito pubblico statunitense a superare di oltre 10.000 miliardi di dollari (ovvero il 25% del PIL) il livello di riferimento entro la fine del 2035.

D'altro canto, l'attuazione di misure di austerità è essenziale per arrestare completamente l'aumento del debito pubblico. In uno scenario ipotetico in cui il debito pubblico rimanga ai livelli attuali, non solo il gettito fiscale dovrebbe aumentare di quasi 1 punto percentuale di PIL rispetto alle medie storiche, ma anche la spesa dovrebbe scendere di 3 punti percentuali del PIL rispetto alla media di lungo periodo.

Consideriamo le due alternative come casi estremi, mentre l'effettivo quadro fiscale dovrebbe collocarsi da qualche parte nel mezzo.

## USA, austerità o briglie sciolte? Due scenari a confronto

	Constant debt/GDP	Baseline	Historical 30Y avg. revenues & spending
<b>2025-35 cumulative budget parameters, % GDP</b>			
Revenues	18.0	18.0	17.2
Noninterest spending	18.6	20.2	21.6
Primary balance	-0.6	-2.2	-4.4
Net interest	3.3	3.7	4.1
Total balance	-3.9	-5.9	-8.5
<b>Public debt at end 2035</b>			
% GDP	100	118	143
US\$tn	44.3	52.1	62.5

Source: CBO, ING

Sebbene le decisioni di politica fiscale svolgano un ruolo centrale nel definire le prospettive di bilancio degli Stati Uniti, la traiettoria del budget è anche altamente sensibile alle condizioni macroeconomiche esterne. Ad esempio, il CBO evidenzia diverse variabili esogene – come i tassi di interesse, la crescita della produttività e la riduzione degli investimenti privati – che possono influenzare gli esiti del deficit a lungo termine tanto quanto i principali cambiamenti di politica economica.

Da questi scenari possiamo trarre che:

- **Ogni aumento dello 0,1% dei tassi di interesse si traduce in un ulteriore 0,1% del PIL in costi di interessi annui per il bilancio degli Stati Uniti.** Se i tassi di interesse rimarranno prossimi ai livelli attuali per tutto il periodo di previsione, stimiamo ci saranno altri 1.000 miliardi di dollari di costi di interessi cumulati tra il 2025 e il 2035, equivalenti allo 0,6% del PIL al di sopra del livello di base del CBO (che presuppone un calo dei tassi). In questo caso, osserviamo rischi orientati al rialzo. L'attuale politica fiscale accomodante, come segnalato dagli ampi disavanzi primari, dovrà potenzialmente essere compensata da una politica monetaria più restrittiva per mantenere l'inflazione in linea con l'obiettivo del 2%. Se il tasso neutrale sui Fed Fund si avvicinerà al 3,25-3,5%, come riteniamo, costruire una curva dei rendimenti su questo valore suggerirebbe che il tasso decennale potrebbe attestarsi in media intorno al 4-4,2% anziché al 3,8% ipotizzato dal CBO.
- **Ogni deviazione dello 0,1% nella crescita della produttività totale dei fattori (TFP) rispetto al valore di riferimento modifica il disavanzo primario annuo di circa lo 0,1% del PIL.** Se, contrariamente al valore di riferimento del CBO, persistono vincoli strutturali su lavoro e capitale – con conseguente crescita del PIL a lungo termine di appena l'1,0-1,5% anziché l'1,5-2,0% del valore di riferimento – il disavanzo primario cumulativo per il 2025-35 potrebbe essere superiore di 0,5 punti percentuali di PIL rispetto al valore di riferimento. La rapida adozione di nuove tecnologie e la delocalizzazione della produzione ad alto valore aggiunto e altamente automatizzata dovrebbero, in teoria, mantenere elevata la crescita della produttività.
- **Ogni dollaro di nuovo deficit federale riduce storicamente gli investimenti privati di 0,33 dollari,** e questa sensibilità è integrata nello scenario fiscale di base. Se questa sensibilità dovesse raddoppiare a 0,66 dollari per dollaro di deficit – ad esempio, a causa di ulteriori acquisti domestici dei titoli del Tesoro statunitensi, che rappresenta un rischio ma non rientra nel nostro scenario di base – il conseguente impatto negativo sul PIL e la pressione al rialzo sui tassi di interesse potrebbero aumentare il deficit cumulativo a 11 anni dello 0,6%

del PIL rispetto allo scenario di base nel periodo di previsione.

## Bilancio cumulativo degli Stati Uniti per l'anno fiscale 2025-35: effetto di varie ipotesi sulla base di riferimento del CBO, in % PIL

CBO scenario assumptions	2025-35 cumulative (% GDP)			GDP (US\$tr)
	Primary deficit	Net interest	Total deficit	
Avg. TFP*	1.5	1.7	3.7	413
%YoY p.a.	1.0	2.2	3.7	403
	0.5	2.7	3.6	394
Interest on UST**, 2035	3.0	2.2	3.3	404
	3.6	2.2	3.7	403
	4.2	2.2	4.1	403
Lost priv. inv. per \$1 deficit	0.00	1.9	3.5	409
	0.33	2.2	3.7	403
	0.66	2.5	3.9	397

Source: CBO, ING

\* Baseline average annual TFP growth of 1.0% p.a. for 2025-35 corresponds to average annual GDP growth of 1.8% p.a.; \*\* Baseline interest rate of 3.6% on overall UST market as of 2035 corresponds to 3.8% rate on UST-10

## Il disavanzo primario è il principale driver del peggioramento delle dinamiche del debito

Siamo in una fase cruciale per quanto riguarda le dinamiche del debito statunitense. Il debito pubblico è approssimativamente pari al valore del PIL. Questo rende i calcoli relativamente semplici, poiché le dinamiche del debito sono ampiamente determinate dal fatto che la crescita del PIL nominale sia superiore o inferiore alla cedola media del debito. A condizione che la prima sia superiore alla seconda, il rapporto debito/PIL può tendere al ribasso. O lo farebbe, se non fosse per il fatto che gli Stati Uniti presentano un disavanzo fiscale primario (il disavanzo al netto degli interessi).

## Ecco come le dinamiche del debito degli Stati Uniti continuano a peggiorare, a causa del deficit primario

$$\frac{d}{dt} \left( \frac{D}{Y} \right) = \frac{D}{Y} (r - g) + \frac{PD}{Y}$$

1.5% = 3% - 4.5% + 3%

*D* = fiscal deficit  
*Y* = nominal GDP (value)  
*r* = rate of interest paid on debt  
*g* = change in value of GDP  
*PD* = primary deficit (deficit less interest)

Debt/GDP ratio = c.100%

Change in nominal GDP is around 4.5%

Interest rate cost is around 3%

US runs a primary deficit of around 3% of debt



**US debt/GDP rises by 1.5% pa ...**

(Until or unless something changes)

Source: Macrobond, ING estimates

Negli Stati Uniti, il disavanzo primario si è attestato intorno al 4% del PIL nel 2024 e si prevede che si attesterà intorno al 3% del PIL nel 2025. Se ipotizziamo un disavanzo primario del 3%, affinché il

rapporto debito/PIL diminuisca, il valore del PIL deve crescere di un importo superiore alla media delle cedole emesse più il 3%. La media ponderata delle cedole fisse attualmente si attesta intorno al 2,85%. I titoli di Stato tendono quindi a rappresentare circa il 20% del debito totale e vengono rinnovati a un costo di circa il 4,25%. Ciò si traduce in un costo medio del tasso di interesse di poco superiore al 3%.

La stampa media delle cedole sommata al disavanzo primario si aggira intorno al 6%. Pertanto, il valore del PIL nominale deve aumentare di circa il 6% affinché il rapporto debito/PIL si stabilizzi. Una ripetizione dell'aumento di valore di circa il 4,5% del 2024 rischia di aggiungere l'1,5% al rapporto debito/PIL su base annua. Un evento simile negli anni successivi continuerebbe ad aumentare il rapporto debito/PIL. E, man mano che il rapporto debito/PIL supera il 100%, il problema si amplifica.

Considerando che intravediamo un certo rischio al rialzo nell'ipotesi del CBO secondo cui i tassi di interesse si abbassano rispetto ai livelli attuali, ci aspettiamo che il rapporto debito/PIL aumenti tra 1,5 e 2 punti percentuali all'anno.

## Autore

### James Knightley

Chief International Economist, US

[james.knightley@ing.com](mailto:james.knightley@ing.com)

### Dmitry Dolgin

Chief Economist, CIS

[dmitry.dolgin@ing.de](mailto:dmitry.dolgin@ing.de)

### Padhraic Garvey, CFA

Regional Head of Research, Americas

[padhraic.garvey@ing.com](mailto:padhraic.garvey@ing.com)

## Disclaimer

La presente pubblicazione è stata redatta da ING Bank N.V. ("ING") esclusivamente a scopo informativo, indipendentemente dagli obiettivi di investimento, dalla situazione finanziaria o dai mezzi di un particolare utente. *ING fa parte del Gruppo ING (essendo a tal fine ING Group N.V. e le sue società controllate e affiliate)*. Le informazioni in essa contenute non costituiscono una raccomandazione di investimento né una consulenza in materia di investimenti, legale o fiscale, né un'offerta o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di strumenti finanziari. È ING ha adottato misure ragionevoli per garantire che questa pubblicazione non contenga informazioni false o fuorvianti al momento della sua diffusione, tuttavia ING non garantisce che sia priva di errori o completa. ING non si assume alcuna responsabilità per eventuali perdite dirette, indirette o consequenziali derivanti dall'uso di questa pubblicazione. Salvo diversa indicazione, tutte le opinioni, le previsioni o le stime sono esclusivamente quelle dell'autore o degli autori, alla data di pubblicazione e sono soggette a modifiche senza preavviso.

La distribuzione di questa pubblicazione può essere limitata da leggi o regolamenti in diverse giurisdizioni e le persone che ne vengono in possesso devono informarsi e osservare tali restrizioni.

Il copyright e la protezione dei diritti di database sono presenti in questo report ed esso non può essere riprodotto, distribuito o pubblicato da alcuna persona per qualsiasi scopo senza il previo consenso esplicito di ING. Tutti i diritti sono riservati. ING Bank N.V. è autorizzata dalla Banca Centrale Olandese ed è supervisionata dalla Banca Centrale Europea (BCE), dalla Banca Centrale Olandese (DNB) e dall'Autorità Olandese per i Mercati Finanziari (AFM). ING Bank N.V. è costituita nei Paesi Bassi (registro delle imprese n.

33031431 Amsterdam).

Ulteriori chiarimenti sono disponibili su richiesta. Per ulteriori informazioni su ING Group, visitare il sito [www.ing.com](http://www.ing.com).