

Bnp Paribas IP: elezioni Usa, un nuovo ordine

Ci aspettiamo ancora volatilità finché non si sarà delineato un quadro più chiaro delle priorità e delle politiche chiave della nuova amministrazione, spiegano Daniel Morris e Steven Friedman.



UNO SHOCK PER MOLTI - L'elezione di **Donald Trump** a prossimo presidente degli Stati Uniti ha rappresentato uno shock per molti sui mercati finanziari, in quanto i sondaggi prevedevano una vittoria di misura di Hillary Clinton. Per gli asset rischiosi le reazioni iniziali sono state negative ma la giornata si è chiusa in rialzo in USA e Europa, spiegano **Daniel Morris** e **Steven Friedman**, senior economists di **Bnp Paribas Investment Partners**. Inizialmente, i mercati sono stati agitati per diversi motivi (il rischio di una rottura radicale con l'establishment, la prospettiva di misure negative per la crescita economica statunitense come restrizioni al commercio e rimpatrio degli immigrati illegali, potenziali attriti con paesi tradizionalmente alleati a causa dei cambiamenti della politica commerciale, di immigrazione ed estera). Le priorità di politica economica annunciate da Trump durante la campagna elettorale erano vaghe o instabili e hanno generato incertezza tra gli investitori e presso gran parte del pubblico. Tuttavia, le prime dichiarazioni di Trump dopo la vittoria suggeriscono un **desiderio di recuperare le relazioni** e seguire una politica di comunicazione più convenzionale. I mercati azionari hanno reagito positivamente a questo cambiamento di tono e di stile e alla prospettiva di stimoli fiscali/investimenti in infrastrutture. Dal canto nostro, ci aspettiamo ancora volatilità finché non si sarà delineato un quadro più chiaro delle priorità e delle politiche chiave della nuova amministrazione.

POLITICHE POPULISTE O PRAGMATICHE? La politica commerciale e quella di immigrazione rappresentano **aree di preoccupazione significative** della presidenza Trump in quanto negli Stati Uniti il presidente ha notevoli margini di manovra in entrambe queste aree. Si comporterà da populista eletto sulla base delle promesse di riportare occupazione in patria – anche se ciò significa una guerra commerciale – o di rimpatriare oltre dieci milioni di persone molte delle quali rappresentano una parte essenziale delle forze di lavoro? O sarà il pragmatico che si serve delle posizioni dure come uno strumento di negoziazione ma che, in definitiva, non perseguirà politiche che avrebbero un chiaro impatto negativo sulla crescita? In realtà, è probabile che vedremo entrambe le facce di Trump nei prossimi anni, ma questa continua dicotomia genererà essa stessa incertezza.

PREOCCUPAZIONI SU COMMERCIO E IMMIGRAZIONE - Con riferimento al commercio Trump potrebbe senz'altro **utilizzare i dazi come leva** per ottenere concessioni commerciali e di altro tipo dalla Cina e dal Messico in particolare. Riteniamo l'impatto indubbiamente negativo. È molto probabile che il Messico e la Cina contrattacchino applicando a loro volta dazi sulle importazioni dagli Stati Uniti. L'impatto complessivo di un aumento dei rimpatri, anche in proporzioni inferiori a quanto Trump ha lasciato intendere, sarebbe quello di ridurre la forza lavoro e frenare i consumi interni. Il cambiamento nell'offerta di manodopera potrebbe far aumentare i salari per i lavoratori meno pagati, il che potrebbe alimentare l'inflazione.

IL RUOLO DEL CONGRESSO - Naturalmente un **Congresso controllato dai Repubblicani** potrebbe comunque intervenire per porre un freno all'operato dell'amministrazione Trump in ambito commerciale e di immigrazione stringendo i cordoni della borsa. Ma in che misura i Repubblicani frenerebbero Trump?

LE INIZIATIVE A FAVORE DELLE AZIENDE - Al di là di commercio e immigrazione, molte delle altre iniziative di politica economica di Trump sono maggiormente **in linea con le idee tradizionali dei Repubblicani** e il controllo del partito su entrambe le camere del Congresso dovrebbe permettere l'adozione delle disposizioni legislative necessarie a realizzarle. Pertanto, se diverrà chiaro che per il presidente e per il Congresso sono prioritarie le più tradizionali iniziative pro-impresa dei Repubblicani, ci aspettiamo che i mercati rispondano in maniera positiva. Il risultato delle elezioni presidenziali statunitensi è senza dubbio destabilizzante, ma è proprio per questo che potrebbe creare nuove e significative opportunità d'investimento. Storicamente, la concomitanza di un presidente repubblicano e di un Congresso (Camera e Senato) controllato dai Repubblicani ha dato luogo a performance superiori alla media per le azioni statunitensi. Tra le priorità di politica economica che potrebbero essere sostenute da un Congresso controllato dai Repubblicani vi sono la riforma delle imposte sulle imprese (compresa la fine della tassazione degli utili societari statunitensi ottenuti fuori dagli Stati Uniti), la rinegoziazione degli accordi commerciali, la riconsiderazione delle disposizioni regolamentari imposte nell'ambito del **Wall Street Reform and Consumer Protection Act (il cosiddetto Dodd-Frank)**, gli investimenti in infrastrutture, la riforma o l'abrogazione dell'Affordable Care Act e le riduzioni delle imposte sul reddito.

LA FED CONTA ANCORA PER I MERCATI - Nonostante l'attenzione sia concentrata sul partito del presidente e del Congresso, i rendimenti delle azioni statunitensi dipenderanno in misura altrettanto significativa dalla **politica della Federal Reserve**, dal vigore dell'economia statunitense e mondiale, dal commercio, dalle valutazioni dei mercati e dalle nuove disposizioni di legge. Sul fronte economico, la crescita statunitense rimane moderatamente robusta e stabile e non ci aspettiamo una recessione nel breve periodo. Idealmente, una legislazione che riduca le imposte e semplifichi la regolamentazione potrebbe far aumentare la produttività e la crescita. Un pacchetto infrastrutturale pubblico dovrebbe sostenere la domanda aggregata almeno per qualche trimestre. L'inflazione e i tassi d'interesse USA dovrebbero tuttavia aumentare, il che crea chiaramente dei rischi sia per le azioni sia per il reddito fisso. Per il mercato azionario, il rischio principale dell'aumento dei rendimenti obbligazionari riguarda le "proxy obbligazionarie": i REIT, le utilities, i servizi di telecomunicazione e i beni di prima necessità. Questi quattro settori hanno rappresentato quasi il 70% della performance dell'indice S&P 500 nella prima metà dell'anno e, nonostante il loro recente ribasso, le valutazioni sembrano ancora elevate. I rendimenti dei Treasury USA dovrebbero continuare a salire poiché la **Federal Reserve innalzerà i tassi** e in ragione delle aspettative di aumento dell'inflazione. Non ci aspettiamo comunque una correzione significativa in quanto la domanda estera e la politica monetaria accomodante di altre economie dovrebbero calmierare l'aumento dei rendimenti. La politica fiscale, però, potrebbe creare un nuovo rischio per le prospettive del reddito fisso. L'andamento delle obbligazioni investment grade e high yield in questo contesto dipenderà, secondo noi, dall'evoluzione degli spread. Le condizioni di credito negli Stati Uniti si stanno deteriorando leggermente, mentre gli spread attualmente sono bassi (dati al 10 novembre, cfr. grafico 3). Lo spread aggiuntivo delle obbligazioni high yield fa sì che questi titoli dovrebbero finire per sovraperformare i Treasury, anche se potremmo avere un punto d'ingresso migliore nel prossimo futuro, concludono i due senior economist.