



APPROFONDIMENTO

7 novembre 2024

America al voto, mercati alla finestra

Un'analisi delle implicazioni del voto americano sull'evoluzione del quadro macroeconomico e sui mercati finanziari

L'esito delle elezioni americane e la reazione dei mercati

L'esito delle elezioni presidenziali ha visto un'ampia vittoria di **Trump**, che è diventato il **47° Presidente degli Stati Uniti**, e del partito repubblicano che ha ripreso il controllo del Senato e, molto probabilmente, riuscirà a mantenere il controllo della Camera. Si tratta di un successo completo da parte di Trump che, **attraverso l'appoggio del Congresso, disporrà presumibilmente di margini di manovra ampi e potrà attuare un'azione politica più organica e incisiva.**

Le **reazioni dei mercati finanziari dopo gli esiti elettorali sono andate abbastanza in continuità con quanto registrato nel corso delle ultime settimane**, quando le aspettative di una affermazione repubblicana sono gradualmente aumentate.

Sui mercati azionari, infatti, si è assistito ad un'accelerazione della Borsa statunitense, sulla base delle attese di una politica fiscale a favore delle aziende, mentre i listini europei e asiatici (in primis quello cinese) non hanno evidenziato movimenti analoghi, penalizzati dai timori di una nuova politica di dazi commerciali. **Sui mercati obbligazionari i tassi sono saliti** a fronte delle aspettative di un'agenda economica che dovrebbe favorire una maggiore crescita degli USA, ma potrebbe richiedere necessità di finanziamento del debito pubblico più consistenti. **In ambito valutario, il dollaro**, che ha già rispecchiato con i suoi movimenti recenti la maggiore tenuta della crescita statunitense rispetto ad altre aree geografiche, **si è rafforzato.**

Le implicazioni della vittoria di Trump sull'evoluzione del quadro macroeconomico e della politica monetaria

L'**attuale ciclo economico globale**, dopo aver attraversato un profondo shock inflazionistico a cui è seguito un ampio e repentino rialzo dei tassi, **sta esibendo una buona tenuta, soprattutto, in relazione all'economia statunitense.**

Gli USA, infatti, stanno mantenendo una "velocità di crociera" del 3% che risulta superiore a quella della fase pre-Covid, quando il Paese cresceva del 2,5%. **Alla luce delle misure di carattere economico annunciate da Trump durante la campagna elettorale, le prospettive di un allungamento nella durata di questo ciclo economico dovrebbero rafforzarsi sensibilmente.** Da considerare anche che, ad una politica fiscale a favore delle imprese, si affianca la volontà di attuare misure di "deregolamentazione" in vari settori che, molto probabilmente, forniranno un supporto addizionale all'attività economica

Il rischio, su cui iniziano ad interrogarsi i mercati, **che l'insieme di queste misure di stimolo provochi una nuova accelerazione dell'inflazione non si può escludere, ma appare al momento contenuto** e, dal punto di vista delle implicazioni per la politica monetaria, **appare plausibile pensare che l'agenda Trump possa portare ad una riduzione del percorso di taglio dei tassi da parte della Fed, ma non ad una sua sospensione.** Prima dell'esito elettorale, infatti, il mercato scontava un punto di arrivo dei tassi ufficiali americani al 3,5% mentre dopo la vittoria di Trump è arrivato a scontare il 4% circa. Si tratta, comunque, di un livello inferiore ai tassi attuali e dimostra come il mercato continui a scontare la graduale rimozione da parte della Fed della restrizione monetaria introdotta per contrastare la fiammata inflazionistica post-Covid. Peraltro, nella riunione di novembre la Banca Centrale, come ampiamente atteso, ha annunciato un taglio dei tassi di 25 punti base, dopo il primo di 50 punti base effettuato il 18 settembre.

In termini prospettici, **un nuovo bilanciamento fra la leva fiscale e quella monetaria, con la prima che avrebbe un ruolo sempre più significativo, potrebbe favorire il prolungamento del ciclo economico attuale, garantendo una crescita più sostenibile.**

Le implicazioni della vittoria di Trump sui mercati finanziari

Mercati azionari

L'**agenda Trump**, come accennato in precedenza, **è stata salutata in maniera molto positiva da parte dei mercati azionari statunitensi**, perché contiene una serie di misure a sostegno della crescita. In particolare, **il piano di taglio delle tasse alle imprese dovrebbe fornire un impulso sugli utili immediato piuttosto significativo**. Questa prospettiva si associa ad un "momentum" dell'economia statunitense nel quale le dinamiche degli utili mostrano un buon andamento, delineando per il 2025 uno scenario ancora positivo per la "Corporate America". **Alla luce di questi elementi e del possibile prolungamento dell'attuale ciclo economico, il posizionamento sull'asset class azionaria riveste una valenza positiva nelle scelte di investimento.**

In tale scenario, **un fattore di rischio è rappresentato dall'adozione di una politica fiscale eccessivamente espansiva da parte di Trump, che potrebbe causare spinte inflazionistiche e un consistente aumento dei tassi di interesse, con effetti negativi su un mercato azionario come quello americano, dove le valutazioni appaiono già elevate.** Come già avvenuto in passato, un significativo rialzo dei tassi potrebbe determinare sui listini azionari fasi di volatilità anche intense che, tuttavia, si ritiene potrebbero essere riassorbite in tempi relativamente brevi in quanto, anche in base all'esperienza passata, i policy maker reagirebbero prontamente modificando o attenuando la portata delle misure ritenute eccessive da parte dei mercati.

Al riguardo, va peraltro notato che il rischio di politiche economiche eccessivamente espansive sembra "preferibile" agli occhi dei mercati finanziari, rispetto a quello rappresentato dal rallentamento dell'attività economica, innescato magari da un rialzo generalizzato della tassazione (rischio che era percepito dagli operatori finanziari come potenziale in base al programma annunciato da Kamala Harris in campagna elettorale). Il primo, infatti, potrebbe essere un elemento di volatilità temporanea sui mercati ma non impatterebbe in maniera strutturale sul ciclo economico; il secondo, invece, potrebbe potenzialmente cambiare le caratteristiche e la durata del ciclo economico.

La vittoria di Trump apre degli interrogativi sull'impatto nella crescita economica delle varie aree geografiche; l'elemento cruciale sarà la politica commerciale e l'ampiezza con la quale sarà usato lo strumento dei dazi.

In Cina, le autorità stanno valutando il lancio di un nuovo piano fiscale per reagire alla debolezza attuale dell'economia e, potenzialmente, per contrastare gli effetti negativi dei dazi che Trump ha usato come argomento forte durante la campagna elettorale. Si tratta di misure ancora da definire in maniera particolareggiata e non è escluso che possano sorprendere in positivo gli investitori.

Relativamente all'Europa, invece, restano molti interrogativi sulla capacità di reazione di fronte alla minaccia di nuovi dazi commerciali, proprio per le modalità decisionali che caratterizzano le sue istituzioni e per le divisioni fra i vari Paesi. In caso di un effettivo inasprimento della politica commerciale statunitense, la sfida che dovrà affrontare l'area europea appare difficile e potrebbe svolgersi su due fronti; da un lato, infatti, potrebbe subire gli impatti diretti dei dazi imposti dagli USA e, dall'altro, gli effetti indiretti di una guerra commerciale fra USA e Cina, con Pechino che individuerrebbe nell'Europa il mercato maggiormente aggredibile per i suoi prodotti. Di fronte a questi potenziali rischi e all'esigenza di sostenere la crescita continentale, **non è escluso che l'Europa, pur con molti limiti e difficoltà, riesca comunque a adottare delle misure maggiormente espansive sia a livello comunitario che di singolo Paese.** Un segnale che potrebbe presagire ad un cambio di paradigma in questo senso viene proprio dalla Germania, dove Scholz ha "licenziato" il ministro delle finanze che si opponeva ad un aumento della spesa pubblica per frenare la crisi del settore auto e per continuare a sostenere l'Ucraina in caso di un graduale disimpegno di Trump.

Relativamente ai settori, **nelle ultime settimane si è assistito ad un allargamento della performance dalla tecnologia ad altri comparti** e, con l'aumento delle possibilità di una vittoria di Trump, questo movimento si è accentuato.

In particolare, **è stato premiato il settore bancario americano che, considerato il livello attuale dei tassi, vede un sostegno ai ricavi**; inoltre, l'approccio di "deregolamentazione" della futura amministrazione potrebbe portare all'abbandono dell'implementazione della normativa Basilea 3. L'altro settore che potrebbe registrare un andamento positivo **è rappresentato dagli industriali perché beneficerebbero direttamente di una parte consistente dello stimolo fiscale che sarà proposto da Trump**.

Per quanto concerne il settore tecnologico, l'elezione di Trump non dovrebbe avere risvolti negativi particolarmente significativi. Innanzitutto, il comparto beneficia di alcuni trend secolari destinati a durare nel lungo periodo, difficilmente modificabili da scelte di carattere politico; in secondo luogo, la campagna del neo-presidente non è stata contro tutto il settore, bensì solo contro i media e le comunicazioni; infine, l'esercizio dello "spoils system" potrebbe portare alla sostituzione dei funzionari antitrust del Dipartimento di Giustizia che stanno conducendo l'istruttoria per il "break-up" di Google (vale a dire la vendita di alcune attività\rami dell'azienda). Paradossalmente, la vittoria repubblicana potrebbe addirittura giocare a favore di tutto il comparto tecnologico.

Infine, **in termini di capitalizzazione di mercato, sono positive le prospettive dei comparti statunitensi relativi alle Small e Mid Cap, perché beneficerebbero direttamente del taglio delle tasse**. È interessante notare che per le società operanti sui mercati locali questi comparti potrebbero fare bene in termini relativi, perché meno penalizzati rispetto alle Large o Mega Cap dall'applicazione dei dazi doganali.

Mercati obbligazionari

Nelle ultime settimane si è assistito ad una risalita dei tassi sulla curva statunitense che ha coinvolto, seppure con intensità più contenuta, anche quelli europei. **Questo movimento non inficia la validità del posizionamento sui mercati obbligazionari**, perché esso non è frutto di una forte accelerazione dell'economia o di una significativa ripresa delle pressioni sui prezzi, bensì **scaturisce maggiormente dalla presa d'atto che la politica espansiva promessa da Trump porterà molto probabilmente ad un rallentamento del percorso di riduzione dei tassi da parte della Fed**.

Pertanto, i mercati obbligazionari restano un'asset class imprescindibile nella costruzione del portafoglio; essi, infatti, **continuano ad offrire rendimenti a scadenza che compensano ampiamente l'inflazione e possono garantire guadagni in conto capitale nel caso di un deterioramento molto marcato del quadro di crescita**.

Queste considerazioni di carattere generale acquisiscono maggiore rilevanza per il mercato obbligazionario europeo, perché l'area sta crescendo meno rispetto agli USA e potrebbe trovarsi nella condizione di dover affrontare un rallentamento economico più marcato provocato dall'applicazione dei dazi.

La validità del posizionamento sull'Europa è corroborata non solo da motivazioni di carattere ciclico, ma anche di natura più strutturale. Sui mercati internazionali, infatti, si è consolidata la percezione di un'Unione Europea sempre più compatta nel quale il rischio di una sua disgregazione appare di fatto rimosso. Pertanto, nei prossimi mesi, nonostante le tensioni che potrebbero emergere nella definizione di misure comuni per fronteggiare le crescenti sfide politiche ed economiche globali, non dovrebbero registrarsi allargamenti particolari degli spread. Questo rappresenta **un elemento a sostegno della ricerca di rendimento sulle componenti periferiche, senza il rischio di incorrere in un'eccessiva volatilità rispetto a determinate fasi storiche**.

I rischi maggiori dell'agenda Trump per i mercati obbligazionari, come nel caso di quelli azionari, si annidano nelle future scelte di politica fiscale. Un eccesso di espansione fiscale, infatti, potrebbe far sorgere i timori circa la sostenibilità del debito pubblico americano, provocando un repentino e violento rialzo dei tassi. Questo rischio

va considerato, anche se le probabilità che si realizzi appaiono contenute, perché la nuova amministrazione sarà particolarmente attenta a assicurare circa la volontà di mantenere la stabilità dei conti pubblici.

L'obiettivo di creare le condizioni per una crescita più duratura, infatti, passa non solo dal riequilibrio della politica fiscale in modo da renderla più favorevole alle imprese, ma anche dalla sostenibilità del debito pubblico.

Mercati valutari

Nelle ultime settimane, man mano che i sondaggi davano maggiormente probabile una vittoria di Trump, **il dollaro ha evidenziato un movimento di rafforzamento, restando comunque all'interno del range di 1,05 – 1,13 che lo sta caratterizzando dal 2023.**

In termini prospettici, **di fronte ad una politica moderatamente espansiva, il dollaro non avrebbe particolari spazi di rafforzamento, rimanendo all'interno di questo range;** anzi, il venir meno delle aspettative circa un ulteriore allargamento del differenziale di crescita fra USA e area Euro, potrebbe favorire un recupero dell'euro. Viceversa, **nell'ipotesi meno probabile dell'adozione di una politica fiscale molto espansiva che porti all'allargamento del differenziale di crescita e alla sospensione dei tagli dei tassi da parte della Fed, il dollaro avrebbe maggiori margini per un ulteriore rafforzamento.**

In conclusione, allo stato attuale si conferma lo scenario centrale di prosecuzione del ciclo economico in cui, pur non potendo escludere fasi di volatilità, permangono elementi di supporto sia all'asset class azionaria che a quella obbligazionaria.

Per gli investitori resta quindi valido il suggerimento di mantenere portafogli diversificati per cogliere i trend di sviluppo di medio termine e per affrontare la volatilità di breve periodo.

DOCUMENTO AD USO ESCLUSIVO DEI COLLOCATORI E DEI CLIENTI PROFESSIONALI E/O QUALIFICATI. È VIETATA LA DIFFUSIONE AL PUBBLICO.

La presente pubblicazione non è destinata alla diffusione al pubblico, ma è diretta a fini informativi ai collocatori e ai clienti professionali e/o qualificati della società di gestione Eurizon Capital SGR, la quale non si assume alcuna responsabilità per l'uso personale o professionale delle informazioni in essa contenute. L'intero documento, le singole parti, le informazioni e i dati in esso riportati non costituiscono una sollecitazione o un suggerimento ad effettuare operazioni in strumenti finanziari o alla sottoscrizione di fondi e non possono essere oggetto di consegna o comunicazione agli investitori, per i quali sono disponibili a fini informativi il rendiconto annuale e la relazione semestrale dei fondi, nonché specifiche pubblicazioni. L'unico strumento diretto all'offerta di fondi è il KID (Informazioni Chiave) che deve essere consegnato agli investitori prima dell'adesione. Si ricorda che la diffusione di notizie, dati e performance relativi ai fondi è soggetta a specifiche disposizioni normative. Il contenuto del documento riporta dati puntuali ed elaborazioni effettuate alla data di emissione dello stesso.

Eurizon Capital SGR S.p.A.

Sede Legale: Via Melchiorre Gioia, 22 - 20124 Milano - Italia

Capitale sociale euro 99.000.000,00 i. v. - Codice Fiscale e Iscrizione Registro Imprese di Milano n. 04550250015 - Società partecipante al Gruppo IVA "Intesa Sanpaolo", Partita IVA 11991500015 (IT11991500015) - Iscritta all'Albo delle SGR, al n. 3 nella Sezione Gestori di OICVM e al n. 2 nella Sezione Gestori di FIA - Società soggetta all'attività di direzione e coordinamento di Intesa Sanpaolo S.p.A. ed appartenente al Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, iscritto all'Albo dei Gruppi Bancari. Socio Unico: Intesa Sanpaolo S.p.A. - Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia.