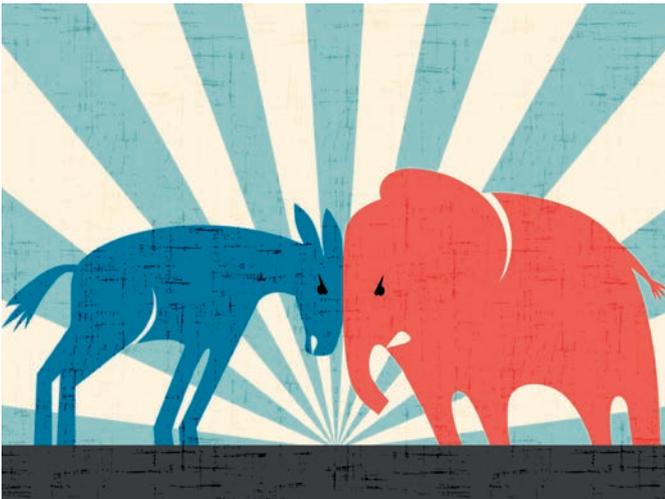


ELEZIONI AMERICANE: IL VERO ELEFANTE NELLA STANZA

OTTOBRE 2024

Il chief economist di Carmignac, **Raphaël Gallardo**, e **Kevin Thozet**, membro del comitato investimenti, analizzano il potenziale impatto del risultato elettorale statunitense sull'economia, sui mercati e sull'asset allocation.



- **Le elezioni** si svolgono sullo sfondo di un'economia più vulnerabile di quanto suggeriscano i suoi recenti risultati.
- **Un "Red sweep" (maggioranza dei repubblicani)** sarebbe inflazionistico e farebbe aumentare il deficit. I rendimenti obbligazionari aumenterebbero bruscamente.
- **Un "Blue sweep" (maggioranza dei democratici)** si tradurrebbe in un programma "tassa e spendi" con un impatto negativo sui mercati azionari.
- **Un governo diviso** terrebbe a bada gli estremi - i mercati in genere preferiscono lo stallo all'incertezza politica.

UNO SCENARIO PARADOSSALE



“
Raphaël
GALLARDO

Gli Stati Uniti hanno registrato la ripresa post-pandemia più robusta di tutte le grandi economie sviluppate. Tuttavia, questa lunga espansione si è trasformata in una fase di rallentamento, dal momento che l'euforia per le gigantesche misure di stimolo legate a Covid si sta esaurendo, il dollaro forte pesa sul settore manifatturiero e gli elevati tassi reali, necessari a frenare l'inflazione, hanno schiacciato la domanda in settori sensibili ai tassi come l'edilizia e l'immobiliare.

I consumatori continuano a trainare la crescita, ma, nonostante il basso livello di disoccupazione, la maggior parte del dinamismo proviene sempre più dai quintili più alti della distribuzione della ricchezza, che beneficiano dei continui effetti di ricchezza di un mercato azionario già costoso. L'invecchiamento, l'aumento dei trasferimenti sociali e i sussidi per la transizione energetica hanno inoltre ampliato il deficit fiscale a livelli mai visti prima, se non in caso di recessioni, guerre o pandemie (7% del PIL).

Questo è il paradosso di queste elezioni. Dopo otto anni di sovraperformance dell'economia statunitense e di risultati stellari del suo mercato azionario, la frustrazione degli elettori per lo stato dell'economia ha influito sui programmi elettorali dei due principali candidati.

La prossima amministrazione erediterà un'economia più vulnerabile di quanto suggeriscano i suoi recenti risultati, e per questo le misure populiste che entrambi i candidati difendono potrebbero avere un impatto eccessivo sui mercati finanziari. Il vero "elefante nella stanza" è che, a prescindere dal risultato, queste elezioni potrebbero cambiare il motore di un'economia che è stata l'invidia del mondo per decenni.

IMPATTO DEI DIVERSI SCENARI

Impatto annualizzato nel 2025-2026 rispetto al trend attuale. Sulla base dei calcoli di Carmignac al 21/10/2024.

	 54%		 46%	
	SCENARIO 1	SCENARIO 3	SCENARIO 4	SCENARIO 2
Probabilità soggettiva	maggioranza dei repubblicani	Nessuna maggioranza	Nessuna maggioranza	maggioranza dei democratici
	38 %	16 %	29 %	17 %
PIL	+0,1 %	-1,0 %	+0,3 %	+1,0 %
CPI	+1,1 %	+1,0 %	+0,1 %	+0,3 %
Bilancio fiscale	-3,2 %	-2,1 %	-0,4 % à -0,7 %	-0,7 %
Impatto sull'EPS	+5,0 %	Differenziato in base alla sensibilità ai dazi/alla deregolamentazione	Leggermente positivo	-6% (aumenti delle tasse)
Impatto del dollaro USA	Fortemente al rialzo, poi rischio di coda al ribasso per l'intervento della Fed	Al rialzo	Al ribasso	Al ribasso
La politica della Fed nel 2025	Plateau al 4% e ritorno al 5% entro la fine del '25 fino all'intervento di Trump	Plateau al 4 %	Tagli al 3%	Plateau al 4%, poi rialzi fino alla rottura del mercato azionario
Rendimenti obbligazionari	Fortemente al rialzo	Al rialzo	Flat	Inizialmente al rialzo

SCENARI DI RISULTATO

Data l'alta probabilità che il Senato sia repubblicano e il fatto che il vincitore delle elezioni alla Casa Bianca si aggiudichi probabilmente anche la Camera dei Rappresentanti, abbiamo ristretto l'esito delle elezioni a quattro scenari.

SCENARIO 1 : VITTORIA DEI REPUBBLICANI



Raphaël
GALLARDO



IMPLICAZIONI ECONOMICHE

Donald Trump sta conducendo una campagna elettorale all'insegna del protezionismo, di massicci tagli alle tasse per le imprese e le famiglie, di un'ampia deregolamentazione (con Elon Musk che sarebbe presumibilmente «capo della deregolamentazione»), della promozione dell'estrazione di combustibili fossili e di deportazioni massicce.

Mentre la deregolamentazione, le autorizzazioni per l'energia e i tagli alle tasse sulle imprese di solito aumentano il potenziale di offerta dell'economia e fanno scendere i prezzi (un boom deflazionistico), la nostra valutazione è che queste forze sarebbero controbilanciate dagli effetti negativi (cioè un PIL più basso e prezzi più alti) di dazi proibitivi ed espulsioni massicce.

Inoltre, la riduzione delle imposte sui redditi da lavoro (mance, straordinari, salari regolari) e sui trasferimenti della previdenza sociale (pensioni) stimolerebbe la domanda dei consumatori, con conseguente aumento dell'inflazione.

Anche in un'applicazione annacquata di tutte le promesse di Trump, il PIL si sposterebbe difficilmente dal suo trend di base del 2%, dato un punto di partenza senza capacità inutilizzata (in termini di lavoro o capitale) e l'impatto negativo dei dazi e dei rimpatri sul potenziale di offerta futuro.

In questo scenario, l'inflazione accelererebbe di 1,1 punti percentuali e il deficit aumenterebbe fino al 10% del PIL.

Questa seconda ondata di inflazione costringerebbe la Federal Reserve (Fed) a sospendere i tagli dei tassi all'inizio del 2025 e a riprendere i rialzi entro la fine dell'anno. Inizialmente il dollaro salirebbe grazie all'aumento dei tassi, alla riduzione del deficit commerciale e all'afflusso di capitali esteri che cercano un rendimento del capitale artificialmente più elevato sul mercato azionario.

Questa impennata del dollaro potrebbe irritare un presidente mercantilista e rischierebbe di comportare il demansionamento del presidente della Fed, Powell, a vantaggio di un candidato politico dovish. Ciò spaventerebbe gli investitori stranieri, portando a sua volta a un indebolimento del dollaro.

In caso estremo, l'esodo di capitali esteri dai mercati azionari e dal Tesoro statunitensi annullerebbe l'effetto ricchezza che han tenuto in piedi l'economia americana negli ultimi due anni.



Kevin
THOZET



IMPLICAZIONI PER IL MERCATO E GLI INVESTIMENTI

La rinascita della «reaganomics» in stile anni '80 potrebbe inizialmente allungare il mercato azionario rialzista e il ciclo economico fino al 2025. Ma l'agenda «pro-business» di Trump comporterebbe tassi reali più elevati, il che implica nuovi rischi per il sistema finanziario globale.

Nel mercato azionario, le società più piccole e i titoli finanziari beneficerebbero della deregolamentazione e dei tagli fiscali, i titoli del settore dei consumi beneficerebbero di un ciclo prolungato, i titoli manifatturieri del protezionismo e il complesso dei combustibili fossili (servizi e infrastrutture) della priorità data alla produzione nazionale di petrolio e gas.

Per il potente settore tecnologico, le aspettative sono diverse, dato che le tensioni commerciali con la Cina potrebbero avere un impatto negativo sulle catene di fornitura globali di aziende come Nvidia o Apple.

Con l'aumento delle prospettive di crescita e dell'inflazione e con l'indipendenza della Fed sempre più messa in discussione, probabilmente assisteremo a un aumento dei tassi a livello globale. Di conseguenza, i rendimenti obbligazionari lungo la «curva» aumenteranno, ma quelli con scadenze a lungo termine probabilmente saranno in testa (in un cosiddetto «movimento di irripidimento al ribasso»).

Le pressioni al rialzo sui rendimenti obbligazionari metteranno probabilmente a rischio gli asset ad elevata duration (titoli growth) e le azioni «bond proxy», soprattutto alla luce delle attuali valutazioni elevate.

Per quanto riguarda il reddito fisso, la combinazione di migliori aspettative di crescita (almeno dal punto di vista ciclico), di aspettative di inflazione più elevate e di interrogativi sulla compensazione adeguata necessaria per detenere obbligazioni a lungo termine, suggerisce un approccio flessibile ma prudente nei confronti dei tassi d'interesse core, privilegiando i rendimenti reali (ossia quelli che tengono conto dell'inflazione) rispetto a quelli nominali.

Il dollaro USA si troverebbe in difficoltà tra le interferenze di Trump con la Fed, l'eccezionalismo statunitense prolungato e i dazi. Questi ultimi, essendo al centro del suo piano economico, probabilmente avranno un ruolo chiave nella spinta al rialzo del dollaro. Se il dollaro dovesse indebolirsi a causa dell'esodo di capitali esteri, ciò potrebbe portare a una possibile correzione del mercato azionario statunitense.



Lloyd
McALLISTER

Responsabile degli
investimenti sostenibili



RIFLETTORI PUNTATI SULLA SOSTENIBILITÀ

Dalle ultime elezioni americane, è innegabile che l'impegno nella lotta al cambiamento climatico sia diventato un tema divisivo.

L'amministrazione Biden, soprattutto attraverso l'Inflation Reduction Act (IRA), ha spostato gli Stati Uniti su un "percorso sostenibile" con conseguenze profonde. Ciò ha comportato una reazione da parte dei sistemi storici, soprattutto in seguito al crescente interesse per gli investimenti ESG tra il 2015 e il 2020.

Chiaramente, una maggioranza repubblicana (con la conquista sia della presidenza che del Congresso) sarebbe l'esito di maggiore impatto dal punto di vista degli investimenti sostenibili. Un'amministrazione Trump cercherebbe di smantellare un'"architettura pro-ESG" per rafforzare la "vecchia economia" in un momento di significativi cambiamenti globali.

Tuttavia, queste conseguenze non devono essere considerate in modo isolato, poiché ci aspettiamo che il potere a livello statale continui a influenzare in modo significativo l'attività economica, che dovrebbe rimanere più stabile.

Tuttavia, nel caso di una maggioranza repubblicana ci aspettiamo:

⇒ Trump probabilmente avvierà la procedura di ritiro dall'Accordo sul clima di Parigi.

Questo fa parte del "Progetto 2025" ed è simbolicamente importante per il suo approccio "US-first". Richiederebbe l'approvazione del Senato, che probabilmente subirebbe dei ritardi, ma il semplice atto di iniziare la procedura sarebbe sufficiente a dimostrare l'attuazione del suo programma.

⇒ Verrà fatta pressione sulla SEC affinché abbandoni le regole di divulgazione sul clima.

Queste regole sono state oggetto di controversia anche sotto un'amministrazione democratica, con una netta opposizione all'obbligo per le aziende di divulgare i livelli di inquinamento - una pratica consolidata nel resto del mondo.

⇒ L'IRA, che Trump ha soprannominato la Nuova Truffa Green, sarà esaminato attentamente

Si prevede che l'IRA riduca le emissioni di gas serra dell'8% (da a una base prevista) attraverso una più rapida adozione di tecnologie pulite. Trump ritiene che sia uno spreco di denaro e cerca i fondi per finanziare la propria politica di riduzione delle tasse. La sua amicizia con Elon Musk, appena nata, potrebbe essere decisiva nel determinare come e dove verranno applicati i tagli, considerata la proposta di affidargli un ruolo di leadership in una "commissione per l'efficienza del governo".

Il 60%⁽¹⁾ dei progetti IRA si trova in Stati repubblicani. Ci aspettiamo che questi progetti vengano sostenuti, data la loro natura (cattura e stoccaggio del carbonio) e l'incremento dei posti di lavoro nel settore manifatturiero.

Il rapporto tra Musk e Trump riduce il rischio legato ai veicoli elettrici, ma non del tutto, in quanto Musk ha dichiarato pubblicamente che l'eliminazione del credito d'imposta per i veicoli puliti favorirebbe Tesla rispetto ai suoi concorrenti.

In quanto critico della Cina (China-hawk), Trump probabilmente revocherà la flessibilità attualmente concessa dal Tesoro, che aveva rinviato al 2027 le norme sulla catena di fornitura nazionale. Ciò comporterà un rallentamento della produzione green, poiché la costruzione di catene di fornitura nazionali richiede tempo. Tuttavia, per quanto riguarda il settore manifatturiero, Trump sarà probabilmente pragmatico. Potrebbe permettere ai produttori cinesi di entrare negli Stati Uniti, a condizione che la produzione avvenga negli Stati Uniti.

È probabile che venga meno il sostegno alle energie pulite, in particolare l'eolico offshore, che Trump ha definito "orribile".

⇒ Gli standard di emissione dei veicoli leggeri di Biden - un fattore chiave per la transizione delle case automobilistiche verso i veicoli elettrici - saranno esaminati.

La California, leader nell'applicazione degli standard di emissione, ha bisogno dell'autorizzazione dell'Agenzia per la Protezione dell'Ambiente (EPA) per imporre requisiti più severi di quelli attualmente previsti a livello federale. Questa richiesta potrebbe essere respinta.

⇒ Rimozione delle tasse sulle emissioni di metano.

Si tratta di un fattore chiave per la riduzione dei gas serra, poiché senza la rimozione delle perdite di metano, la produzione di energia elettrica da gas naturale può essere inquinante quanto quella del carbone.

⇒ Più in generale, e potenzialmente più impattante a lungo termine, è la possibilità di un indebolimento delle istituzioni federali.

Un indebolimento dell'EPA e una sua composizione orientata maggiormente a figure politiche piuttosto che scientifiche avrebbe un impatto significativo a lungo termine.

Per gli investitori, questi cambiamenti comportano un rallentamento nell'adozione delle tecnologie green, con minori investimenti di capitale dovuti alla revisione dei requisiti della domanda e a tassi più elevati. Di conseguenza, l'incertezza sui flussi di cassa futuri dovuta alla riduzione degli investimenti di capitale, insieme al sentiment negativo, porterebbe a una riduzione della domanda di titoli nei settori esposti.

SCÉNARIO 2: VITTORIA DEI DEMOCRATICI



“
Raphaël
GALLARDO



IMPLICAZIONI ECONOMICHE

Kamala Harris ha fundamentalmente un programma “tassa e spendi” che prevede 5-7 mila miliardi di dollari (in dieci anni) di tagli alle tasse e di spesa assistenziale per la classe media, finanziati dalle imposte sul reddito delle società.

Supponendo che i Democratici godano di una maggioranza anche minima in entrambe le camere del Congresso, la Presidente Harris potrebbe far passare la maggior parte di queste misure attraverso un processo di riconciliazione, nonostante la mancanza di una super-maggioranza al Senato (anche se le misure avrebbero una durata limitata a 10 anni).

L'intensa attività di lobbying da parte di K Street e la resistenza dei democratici moderati potrebbero alla fine indebolire il disegno di legge fiscale, ma temiamo che l'esito più influente di un simile piano fiscale sia una netta revisione al ribasso delle prospettive di guadagno dei titoli azionari statunitensi.

Gli effetti della ricchezza azionaria sono stati di fatto il principale motore della continua crescita dei consumi privati; pertanto, una correzione del mercato azionario statunitense aggraverebbe il rallentamento dell'economia americana. Sarebbe quindi opportuno che la Fed perseguisse tagli audaci dei tassi per garantire un atterraggio morbido dell'economia nel 2025.



“
Kevin
THOZET



IMPLICAZIONI PER IL MERCATO E GLI INVESTIMENTI

Il programma «tassa e spendi» dei Democratici combinerebbe sostanzialmente nuove spese per il welfare con forti aumenti delle tasse, limitando così l'impatto sui tassi a lungo termine.

I tagli alle spese discrezionali, come la difesa, insieme all'aumento della regolamentazione e dell'imposizione fiscale sulle imprese, influirebbero negativamente sulle aspettative di guadagno e ridurrebbero i rendimenti del capitale, minacciando così le attuali valutazioni azionarie e il dollaro USA.

Ci aspettiamo un impatto negativo del -6% sulla crescita degli utili per azione nel 2025 a causa dell'aumento dell'imposta sulle società dal 21% al 28%. Tali misure potrebbero anche pesare sui multipli di valutazione. Attualmente la media delle azioni nell'S&P 500 viene valutata a 22 volte gli utili del prossimo anno, probabilmente riflettendo i margini di profitto eccezionali delle società statunitensi. Un'imposta sulle società del 28% porrebbe gli Stati Uniti al livello di Paesi come l'Olanda, il Canada o la Francia, dove le valutazioni medie sono 7 volte inferiori rispetto ai loro omologhi statunitensi.

Le politiche di Harris potrebbero stimolare la spesa dei consumatori tra i ceti a basso e medio reddito, mentre il quartile superiore di persone che guadagnano (che rappresentano quasi il 50% del consumo totale negli Stati Uniti) ne risentirebbe negativamente. Di conseguenza, la «fascia value» dello spettro dei consumi potrebbe

beneficiarne, a scapito della «fascia premium». I beni di prima necessità dovrebbero sovraperformare il settore dei beni di consumo discrezionali in un periodo di incertezza del mercato azionario. Inoltre, i primi subirebbero meno l'impatto dell'aumento delle aliquote fiscali sulle società.

Il settore immobiliare beneficerebbe dei piani per costruire milioni di unità abitative e per assistere i primi acquirenti con i depositi. Anche il settore dell'assistenza sanitaria e delle energie rinnovabili potrebbero prosperare, dato che la Harris, durante la sua vicepresidenza, ha contribuito all'attuazione di enormi sussidi a sostegno dell'accesso all'assistenza sanitaria e della mitigazione dei cambiamenti climatici.

Nei mercati obbligazionari, una qualche forma di «responsabilità fiscale» (anche se non enorme, dato che il bilancio continuerebbe a registrare un deficit aggiuntivo stimato a +0,7%), l'aumento delle tasse, insieme a dinamiche recessive crescenti, probabilmente manterranno i rendimenti obbligazionari sotto controllo, dopo un periodo iniziale in cui saliranno, sulla scia di una crescita economica più positiva. L'aggiustamento al ribasso a lungo termine delle valutazioni azionarie statunitensi e il conseguente impatto negativo sulla fiducia dei consumatori, implicano che i rendimenti obbligazionari inizieranno a scendere.

SCENARIO 3: GOVERNO DIVISO

Presidente repubblicano, Senato
repubblicano, Camera democratica



Raphaël
GALLARDO



IMPLICAZIONI ECONOMICHE

Anche senza il controllo della Camera, Trump potrebbe comunque attuare alcuni pilastri fondamentali del suo programma: imporre dazi, chiudere il confine, riallocare alcuni fondi federali per finanziare una campagna di espulsione e deregolamentare l'economia attraverso ordini esecutivi e nomine di giudici favorevoli alle imprese.

Ciò che non potrebbe fare è approvare tutti i tagli fiscali promessi. Certo, i Democratici probabilmente accetterebbero il rinnovo di alcuni degli sgravi fiscali del 2017 limitati alla classe media, ma ciò comporterebbe comunque un certo inasprimento della posizione fiscale.

Nel complesso, questo cocktail sarebbe nettamente stagflazionistico (PIL in calo di 1,6pt rispetto al potenziale, inflazione in aumento dello 0,6%).

L'entità del rallentamento convincerebbe probabilmente Trump ad attenuare alcune delle sue politiche, ma i mercati finanziari risentirebbero comunque di una reintegrazione del premio per il rischio di stagflazione nelle obbligazioni e nelle azioni.

SCENARIO 4: GOVERNO DIVISO

Presidente democratico, Senato repubblicano, Camera democratica



“ Raphaël
GALLARDO



IMPLICAZIONI ECONOMICHE

Dato che il programma della Harris consiste per lo più in politiche redistributive, la mancanza di controllo del processo di bilancio (che richiede l'approvazione di entrambe le camere) implica che il suo programma sia destinato a fallire.

Se i Democratici controllassero una camera (plausibilmente la Camera dei Rappresentanti), potrebbero raggiungere un compromesso sul rinnovo dei tagli fiscali del 2017 in cambio di un aumento della spesa sociale. In tal caso, la posizione fiscale potrebbe diventare più positiva entro la fine dell'anno e facilitare il perseguimento di un atterraggio morbido, con l'aiuto di una Fed impagnata in un percorso metodico di taglio dei tassi.

SCENARIO 3 & 4: GOVERNO DIVISO



“ Kevin
THOZET



IMPLICAZIONI PER IL MERCATO E GLI INVESTIMENTI

I governi divisi sono stati sinonimo di periodi di volatilità attenuata e di risultati di mercato favorevoli. Ciò implica un certo compromesso fiscale che porta a un impulso fiscale positivo, vale a dire nulla di entusiasmante ma nemmeno di drammatico. E probabilmente impedirebbe ai candidati di adottare le misure più "dirompenti". In definitiva, i mercati preferiscono la stabilità dello stallo all'incertezza politica.

In una presidenza Trump, le azioni esecutive lo vedrebbero probabilmente approvare alcune delle sue misure più inflazionistiche, ma senza il pieno controllo delle due Camere, il potenziale per le politiche a favore della crescita è limitato. Una combinazione che probabilmente lo vedrebbe ridurre alcune misure, ma il rischio per i mercati è un periodo in cui la combinazione negativa di prezzi più alti e crescita più bassa ("stagflazione") si riflette prima sui prezzi degli asset.

Tuttavia, a prescindere da chi otterrà la presidenza, l'aumento della probabilità di una nuova situazione di stallo potrebbe, controintuitivamente, risultare in un contesto di mercato positivo, in quanto porterebbe a un'ulteriore immissione di liquidità nel sistema, con il Tesoro statunitense che farebbe ricorso (di nuovo) al suo conto generale presso la Fed. Allo stesso modo, data la difficoltà di un governo "zoppo" a varare importanti misure di sostegno fiscale, la Fed dovrebbe fare la maggior parte del lavoro, senza doversi preoccupare della pressione inflazionistica.

In termini di settori, i titoli growth che dipendono meno (o in alcuni casi non dipendono) dal ciclo economico per prosperare sarebbero probabilmente ricercati. Mentre quelli più dipendenti dalla spesa pubblica o dalla regolamentazione, come i servizi ambientali, e quelli che si appoggiano alla fiducia e alla spesa dei consumatori, come i servizi finanziari, resterebbero indietro - con l'eccezione delle infrastrutture che potrebbero beneficiare di un sostegno intermedio e bipartisan.

INFORMAZIONI LEGALI

COMUNICAZIONE DI MARKETING. Si prega di consultare il KID/prospetto prima di prendere una decisione finale di investimento.

Il presente documento non può essere riprodotto, integralmente o parzialmente, senza la previa autorizzazione della società di gestione. Non si tratta né di un'offerta di sottoscrizione né di una consulenza d'investimento. Le informazioni ivi contenute possono essere parziali e sono soggette a modifiche senza preavviso.