

L'ARGOMENTO DEL MESE

ELEZIONI AMERICANE DI MID-TERM: POSSIBILI PROGRAMMI ECONOMICI E IMPLICAZIONI PER I MERCATI

PARESH UPADHYAYA, Director of currency strategy,
US portfolio manager

Finalizzato il 21/09/2018

L'essenziale

Le elezioni americane di mid-term si terranno il 6 novembre. Sono in molti a prevedere un Congresso diviso, con il Partito Democratico che assumerebbe il controllo della Camera dei Rappresentanti e il Partito Repubblicano che manterrebbe quello del Senato. Tuttavia, sono possibili altri scenari: i Repubblicani potrebbero mantenere il controllo dell'intero Congresso, mentre i Democratici potrebbero conquistare sia la Camera dei Rappresentanti, sia il Senato. Esamineremo le ragioni per cui l'esito più probabile appare quello di un Congresso diviso. Esamineremo poi l'agenda economica dei due partiti e i potenziali problemi legati alla sua implementazione. Infine, analizzeremo quali saranno le possibili implicazioni per i mercati azionari e obbligazionari americani.

Battaglia difficile per i Repubblicani

Sulla base dei fondamentali politici, il contesto è più favorevole a una riconquista della Camera dei Rappresentanti da parte dei Democratici. Attualmente, i Repubblicani controllano l'intero Congresso: alla Camera hanno 237 seggi rispetto ai 193 del partito Democratico – a cui si aggiungono 5 seggi vacanti -, mentre al Senato la maggioranza è più risicata, 51 contro 49 seggi. I Democratici dovranno conquistare 23 seggi alla Camera e 2 al Senato per assumerne il controllo.

Ci sono maggiori possibilità che la Camera passi ai Democratici rispetto al Senato, perché ci sono molte più circoscrizioni elettorali con una debole maggioranza repubblicana che non il contrario. Nel 2016, 23 distretti hanno votato per il candidato repubblicano alla Camera dei Rappresentanti e per il Segretario di Stato Hillary Clinton, contro solo 7 distretti che hanno votato per il candidato democratico alla Camera dei rappresentanti e per Trump. In Senato i Democratici sono invece evidentemente sulla difensiva, in quanto dovranno difendere 26 seggi sui 35 in lizza. Inoltre, i Democratici che si presenteranno negli Stati a maggioranza repubblicana cercheranno di vincere le elezioni negli Stati in cui il margine di vittoria per Donald Trump è stato pari o superiore al 20% (Missouri, Indiana, Montana, North Dakota e West Virginia).

Perché i Democratici dovrebbero riuscire a conquistare la Camera.

Intenzioni di voto

I Democratici godono di un netto vantaggio nelle intenzioni di voto. Le intenzioni di voto si basano sui sondaggi in cui viene chiesto agli elettori quale partito, democratico o repubblicano, intendono votare al Congresso. Alcuni osservatori politici ritengono che a causa del *gerrymandering* (un metodo per ridisegnare i confini dei collegi elettorali maggioritari in modo da favorire i candidati del partito al potere) i Democratici, per poter conquistare la maggioranza alla Camera dei Rappresentanti, dovrebbero disporre di un vantaggio di circa il 7% nelle intenzioni di voto. Secondo le intenzioni di voto attuali, i Democratici godono di un vantaggio dell'8,5% sui Repubblicani.

Indice di gradimento di Donald Trump

Storicamente, quando l'indice di gradimento per un Presidente scende al di sotto del 50%, il partito al potere perde in media un minimo di 25 seggi alla Camera dei Rappresentanti. Secondo gli ultimi sondaggi, l'indice di gradimento di Trump era sceso il 9 settembre al 40,5%. In base al nostro coefficiente di correlazione tra l'indice di gradimento e il cambio di seggi alla Camera dei Rappresentanti, l'indice di gradimento attuale di Trump induce a stimare una perdita

potenziale di quasi 40 seggi.

Raccolta fondi

Un altro indicatore chiave della solidità di un partito è la raccolta fondi. I candidati del partito Democratico hanno sorpassato i loro colleghi repubblicani in 71 delle 101 circoscrizioni elettorali. Dato ancora più significativo, i Repubblicani che aspirano ad essere rieletti sono in difficoltà in due terzi di questi distretti.

Implicazioni politiche: una nuova situazione di stallo

I due partiti presentano programmi economici ben distinti. Il partito Democratico ha proposto un progetto intitolato "A Better Deal"; un piano economico che punta all'incremento della spesa pubblica, all'aumento del salario minimo e all'ampliamento della copertura sanitaria. Il partito Repubblicano intende invece ridurre le spese, introdurre ulteriori riforme fiscali ed eliminare l'*Affordable Care Act* (Obamacare).

Il programma economico dei Democratici

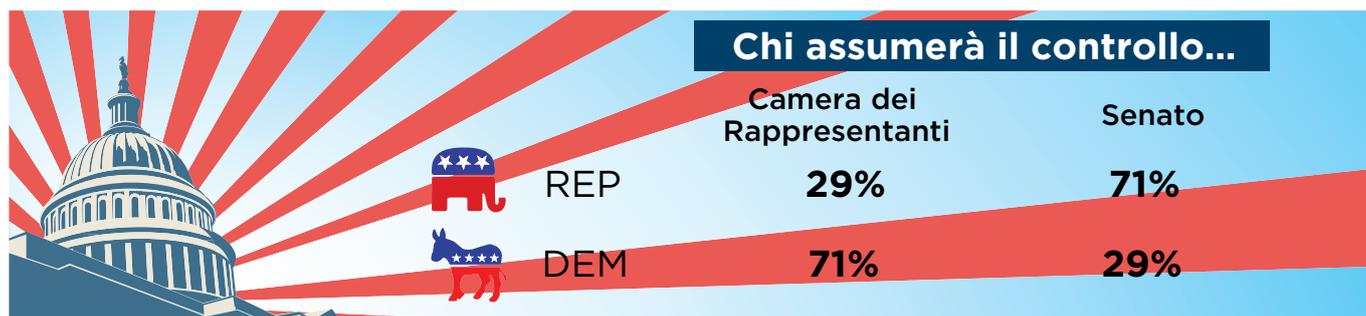
- Incremento della spesa pubblica. I Democratici intendono spendere 1.000 miliardi di dollari in progetti infrastrutturali a lungo termine per ricostruire strade, ponti, sistemi di trasporto, ferrovie ecc. Intendono poi allocare 100 miliardi di dollari nell'istruzione e 70 miliardi di dollari nell'edilizia popolare.
- Aumento del salario minimo. Anche se il programma "A Better Deal" non fornisce dettagli in merito, una proposta di legge presentata lo scorso anno dai Democratici al Senato proponeva di alzare il salario orario minimo da 7,25 dollari a 15 dollari entro il 2024 e di indicizzarlo alla crescita del salario mediano dopo tale data.
- Sistema sanitario. I Democratici intendono continuare a difendere l'Obamacare e ad ampliare i programmi federali Medicaid e Medicare e la previdenza sociale. Nell'ambito del programma "A Better Deal", i Democratici intendono ridurre i costi dei farmaci su prescrizione.
- Tasse. I Democratici intendono eliminare gli sgravi fiscali accordati alle imprese e alle persone con un alto reddito
- Altro. Istituzione di congedi familiari e per malattia retribuiti. Nido/scuola materna per tutti.

Il programma economico dei Repubblicani

- Riforma 2.0 sulle riduzioni d'imposta e sull'occupazione (TCJA 2.0). La prossima fase della riduzione delle imposte consisterà nel rendere permanenti i tagli d'imposta sui redditi personali e nell'implementare gli incentivi fiscali per il pensionamento e l'innovazione nelle aziende.
- Abrogazione e sostituzione dell'Obamacare. Verrà fatto un altro tentativo di sostituire l'Obamacare con un sistema sanitario più orientato al mercato.
- Riforma della previdenza sociale. I Repubblicani intendono tagliare le spese per lo Stato sociale che potrebbe tradursi in una normativa più severa sui requisiti di lavoro e in una riduzione dei finanziamenti agli Stati.
- Plusvalenze. Indicizzazione delle plusvalenze all'inflazione.
- Immigrazione. Mettere a punto una soluzione per il *Deferred Action for Childhood Arrivals* (DACA) e stanziare maggiori fondi per la sicurezza alle frontiere e la costruzione di un muro tra gli Stati Uniti e il Messico.
- Infrastrutture. Aumentare la spesa per le infrastrutture, ma non necessariamente attraverso delle partnership pubblico/privato.

Analisi degli scenari

Scenario di base: Camera dei Rappresentanti ai Democratici e Senato ai Repubblicani



Fonte: Predictit.org al 21/9/18

Lo scenario di base più probabile secondo le società di scommesse è quello di un Congresso diviso. Al 21 settembre risultava una probabilità del 71% di una Camera dei Rappresentanti democratica e una probabilità sempre del 71% di un Senato repubblicano.

In questo scenario, si configurano due possibili percorsi:

- in quello più ottimistico, Trump potrebbe trovare un terreno d'intesa con la Camera dei Rappresentanti controllata dai Democratici. Il limite al bilancio pubblico potrebbe essere aumentato. Si potrebbe anche sperare in un aumento modesto delle spese per le infrastrutture nell'ordine di 200 miliardi di dollari. Potrebbero essere anche varate delle misure in materia di riforma della giustizia penale, congedo parentale retribuito, sostenuto da Jared Kushner e Ivanka Trump, e misure per rispondere ad alcune problematiche di sanità pubblica, soprattutto aumentando i finanziamenti per la lotta contro gli oppiacei.
- in quello meno ottimistico, il programma legislativo di Trump potrebbe essere bloccato, potrebbero essere condotte inchieste aggressive su Trump e sulle persone a lui più vicine, con la prospettiva finale di un impeachment. Una tale ipotesi affosserebbe qualsiasi possibilità di trovare un terreno d'intesa comune.

Quale, tra le due ipotesi, possa prevalere dipenderà da molti fattori, tra cui l'ampiezza della eventuale maggioranza raggiunta dai Democratici, il risultato dell'inchiesta Mueller e le richieste dell'estrema sinistra della base democratica. Attualmente, con i sondaggi che indicano un Congresso diviso, c'è una tendenza verso l'evoluzione meno ottimistica dello scenario base.

Status Quo: Camera dei Rappresentanti e Senato ai Repubblicani

In questo scenario di status quo, i Repubblicani tenteranno di fare adottare una nuova serie di riforme fiscali (TCJA 2.0). Il successo in questo campo sembra più probabile rispetto all'abrogazione e alla sostituzione dell'Obamacare. Tuttavia, potrebbe accadere che lo scarto dei voti in Senato rimanga esiguo. Inoltre, i Repubblicani cercheranno probabilmente di aumentare le spese per la sicurezza delle frontiere, in particolare per la costruzione di un muro lungo la frontiera tra Stati Uniti e Messico e per il reclutamento di nuovi agenti di dogana e di immigrazione. Ci sono anche delle proposte per riformare il welfare e per introdurre requisiti più rigorosi sul lavoro per chi percepisce dei sussidi. Inoltre potrebbero esserci delle modifiche alla tassazione delle plusvalenze con indicizzazione all'inflazione.

Ribaltamento totale: Camera dei Rappresentanti e Senato ai Democratici

Si tratta dello scenario probabilmente più sottostimato. Il mercato attribuisce una probabilità solamente del 29% alla conquista del Senato da parte dei Democratici, ma tale probabilità potrebbe essere più vicina al 40%. La storia ci insegna che in caso di esito elettorale molto favorevole ad un partito in uno dei due rami del Congresso (cosiddetta "wave election"), Senato e Camera spesso cambiano di campo insieme. Dal 1952, ogni volta che la Camera dei Rappresentanti ha cambiato di campo (5 volte), lo stesso è successo al Senato, con un'unica eccezione nel 2010. Visto il gran numero di Stati a maggioranza repubblicana con rappresentanti Democratici, ci sono pochi margini di errore per i Democratici. In questo scenario i Democratici cercheranno di ampliare l'Obamacare, di alzare il salario minimo, di introdurre il nido e la scuola materna per tutti, cercheranno di annullare gli sgravi fiscali per le aziende e per le famiglie con i redditi più alti, e di spostare la spesa per la difesa ad altri settori. È assai improbabile che le proposte dei Democratici diventino legge perché difficilmente riusciranno a raccogliere un numero di voti sufficiente a superare il veto del Presidente.

Esito improbabile: Camera dei Rappresentanti ai Repubblicani e Senato ai Democratici

Questo è l'esito meno probabile. Ci sono molti seggi repubblicani dall'esito elettorale aperto alla Camera dei Rappresentanti e ciò li rende molto competitivi. La stessa situazione non si riscontra al Senato, dove l'ambiente è più favorevole ai Repubblicani e dove molti dei senatori democratici si presentano per la rielezione in Stati profondamente repubblicani. In questo scenario, assisteremo con tutta probabilità a un governo fortemente diviso. È probabile che i Repubblicani cederanno qualche seggio alla Camera dei Rappresentanti, e ciò significa che il gruppo parlamentare Freedom caucus, conservatore in materia fiscale, spingerà a favore di un inasprimento del bilancio. In Senato, i Democratici cercheranno invece di allentare la politica di bilancio, e quindi si produrrà la classica situazione di stallo.

Casa Bianca

Ci sono forti probabilità che in presenza di un governo diviso si abbia un'impasse politica. Con i Democratici che probabilmente cercheranno di frenare il programma del governo, cosa possiamo attenderci dall'amministrazione Trump?

- Veto presidenziale. Il veto consente al Presidente Trump di impedire che il programma proposto dai Democratici diventi legge. Inoltre rende improbabile l'abrogazione delle leggi varate nei primi due anni della sua amministrazione, come ad esempio la riforma fiscale.
- NAFTA e commercio. Il Presidente ha l'autorità per imporre unilateralmente dazi doganali o sanzioni, come ha già dimostrato in numerose occasioni, con impatto su legname, lavatrici, pannelli solari, rinegoziazione del NAFTA e imposizione dei dazi sulle merci cinesi. Visto che le probabilità di far passare nuove leggi sono scarse, Trump potrebbe concentrare la sua attenzione sui temi commerciali, imponendo ad esempio ulteriori dazi sulle merci cinesi, oppure

potrebbe prendere di mira altri Paesi come il Giappone.

Politica estera. Anche questo ambito rientra nella sfera del potere esecutivo. In genere, un Presidente che si trova in uno stato d'impasse o che è a scadenza (*lame duck*), rivolge la sua attenzione alla politica estera. Trump potrebbe continuare a puntare la sua attenzione su argomenti politici spinosi come la denuclearizzazione della Corea del Nord, e dare un nuovo giro di vite alle sanzioni nei confronti dell'Iran. Il Presidente potrebbe anche cercare di rilanciare i negoziati di pace tra Israele e la Palestina, e inviare nuovamente delle truppe americane in Siria.

Implicazioni per gli investimenti

Obbligazioni

Nel caso dello scenario di base, il contesto economico rimarrà solido, caratterizzato da un surriscaldamento dell'economia e dal miglioramento dell'output gap che si tradurrà in un aumento delle pressioni inflazionistiche. Nel caso dell'evoluzione più ottimistica dello scenario base, la prospettiva di un programma di spese moderate per le infrastrutture fornirà ulteriori stimoli a un'economia già in espansione. Questo contesto consentirebbe alla Fed di proseguire il suo ciclo di rialzi progressivi dei tassi e segnalerebbe la possibilità di un movimento dei tassi di riferimento a livelli più alti di quelli coerenti con una politica monetaria neutrale. L'entità del programma di spesa per le infrastrutture e lo stato dell'economia determinerebbero il livello di tolleranza della Fed verso una curva dei rendimenti piatta o invertita. Prevediamo dei picchi periodici dei rendimenti dei Treasury decennali, con permanenza oltre il 3%. I mercati delle obbligazioni Investment Grade (IG) e High Yield (HY) dovrebbero evidenziare una certa resilienza, sostenuti da cedole stabili.

Nel caso invece di una evoluzione meno ottimistica dello scenario base, nel caso dello scenario meno probabile e nel caso dello scenario di ribaltamento totale, caratterizzati da una situazione d'impasse più o meno marcata, il venir meno degli stimoli fiscali potrebbe causare un rallentamento dell'economia americana verso il trend da qui all'ultimo trimestre del 2019. Ciò limiterebbe l'atteso rialzo dell'inflazione. La Fed potrebbe optare per una pausa o per un rallentamento del ritmo della stretta monetaria. Parallelamente, le altre banche centrali dei paesi del G-10 potrebbero iniziare ad alzare i tassi di interesse e gettare le premesse per una convergenza delle politiche monetarie mondiali. Un tale scenario potrebbe causare un rialzo generalizzato dei rendimenti mondiali e limitare il potenziale di un rally duraturo dei Treasury USA. Il rallentamento della crescita USA, unitamente ad attese del mercato per una crescita inferiore al suo potenziale, potrebbe rafforzare i timori di default e tradursi in una correzione dei mercati delle obbligazioni IG e HY. Riteniamo che la reazione dei mercati sarebbe simile quanto descritto anche nello scenario di status quo dove la politica di bilancio avrebbe un effetto neutrale sulla crescita. Qualsiasi aumento delle spese per la sicurezza dei confini sarebbe compensato da un taglio delle spese discrezionali.

Azioni

Nel caso di un'impasse politica (ipotesi meno ottimistica relativamente allo scenario di base e scenario di vittoria totale dei Democratici), gli investitori non potranno contare sull'agenda riformista dei Repubblicani per sostenere prezzi delle azioni più elevati. Le loro scelte di investimento si concentreranno quindi maggiormente sulla crescita degli utili societari. Se da un lato crediamo che gli utili societari USA potrebbero crescere del 10% o più nel 2019, il tasso di crescita potrebbe essere circa la metà di quello che ci aspettiamo nel 2018 a causa dell'assenza di ulteriori vantaggi fiscali. Inoltre ci sono alcuni rischi che pesano sulle stime degli utili qualora un'inflazione superiore alle attese, spinta al rialzo dai dazi e dagli aumenti dei salari, riducesse i margini. Per questo motivo ci aspettiamo rendimenti delle azioni nel migliore dei casi modesti in uno scenario di impasse.

Viceversa, nello scenario di base con la declinazione ottimistica e in quello di status quo i mercati azionari potrebbero salire ancora. Nello scenario di base, l'aumento della spesa per le infrastrutture dovrebbe compensare in parte l'indebolimento degli stimoli generati dalla riforma fiscale, contribuendo così a mantenere l'economia americana ben al di sopra della crescita tendenziale. Inoltre, la spesa per infrastrutture dovrebbe stimolare il relativo settore USA e quello dei produttori mondiali di cemento che hanno un'esposizione agli USA. Secondo l'articolo pubblicato da HSBC, "*US Midterm Elections: What to watch and what's at stake, Sept. 5, 2018*" un aumento annuo della spesa per le infrastrutture di 30 miliardi di dollari farebbe salire nel 2019 la produzione dell'ingegneria civile di circa 9 pp e il consumo di cemento di circa 6 pp.

In uno scenario di status quo (dove i Repubblicani mantengono il controllo del Congresso), la probabilità di un'ulteriore riforma fiscale, che potrebbe comprendere una riduzione delle imposte sulle plusvalenze, è lo scenario più favorevole per i prezzi delle azioni nel breve termine, prevedendo che la crescita degli utili sia in linea con le aspettative e che le problematiche commerciali non causino un rallentamento della crescita economica.

Dollaro USA

L'impatto delle elezioni di mid-term sul biglietto verde (USD) dipenderà dall'adozione o meno delle riforme fiscali pro-crescita. In base al nostro scenario di base ottimistico, il dollaro dovrebbe rafforzarsi perché il rialzo potenziale dei tassi al di sopra del tasso neutrale dei Fed Funds dovrebbe comportare un differenziale dei tassi di interesse favorevole

al dollaro USA. Nello scenario di status quo, l'adozione di ulteriori riforme fiscali potrebbe tradursi in flussi di capitali nei mercati azionari e obbligazionari americani che favorirebbero il dollaro. Ciò nonostante, negli altri scenari (tra cui lo scenario di base meno ottimistico), prevediamo un deprezzamento del dollaro perché il tema della convergenza delle politiche monetarie mondiali dovrebbe dominare i mercati e il differenziale dei tassi di interesse dovrebbe restringersi, pesando sul dollaro. La prospettiva di un governo diviso dovrebbe avere un impatto neutrale sulla divisa americana. Nel lungo termine, l'evoluzione del dollaro dipenderà invece dalla politica monetaria e dalle prospettive economiche degli Stati Uniti.

Avvertenze

Nell'Unione Europea, questo documento è rivolto ai soli investitori "professionali", come definiti nella Direttiva 2004/39/CE del 21 aprile 2004 relativa ai mercati degli strumenti finanziari ("MiFID"), ai prestatori di servizi di investimento e di qualsiasi altro professionista del settore finanziario, e se del caso in ogni regolamentazione locale e, per quanto riguarda l'offerta in Svizzera, un "investitore qualificato" ai sensi delle disposizioni della legge svizzera sugli investimenti collettivi del 23 giugno 2006 (CISA), dell'ordinanza svizzera sugli investimenti collettivi del 22 novembre 2006 (CISO) e della circolare FINMA 08/08 sulla pubblicità ai sensi della legislazione sugli investimenti collettivi del 20 novembre 2008. In nessun caso questo materiale può essere distribuito nell'Unione Europea a investitori non "professionali", come definiti nella MiFID o in ogni regolamentazione locale, o in Svizzera a investitori che non rispettino la definizione di "investitori qualificati", come definiti nella legislazione applicabile e la regolamentazione. Il presente documento non è rivolto ai cittadini o residenti degli Stati Uniti d'America o a qualsiasi «U.S. Person» come definita nel SEC Regulation S ai sensi del US Securities Act of 1933. Il presente documento non costituisce un'offerta di acquisto o una sollecitazione a vendere un prodotto, e non deve essere considerato come una sollecitazione illegittima o una consulenza d'investimento. Amundi SGR declina ogni responsabilità, diretta o indiretta, che possa derivare dall'uso delle informazioni contenute in questo materiale. Amundi non può in alcun modo essere ritenuta responsabile per qualsiasi decisione o investimento effettuati sulla base delle informazioni contenute in questo materiale. Le informazioni contenute in questo documento sono divulgate su base confidenziale e non possono essere copiate, riprodotte, modificate, tradotte o distribuite senza la previa autorizzazione scritta di Amundi, a qualsiasi terza persona o entità in qualsiasi paese o giurisdizione che potrebbe sottoporre Amundi o uno qualsiasi dei "Fondi" a requisiti di iscrizione all'interno di suddette giurisdizioni o dove potrebbe essere considerato illegittimo. Di conseguenza, questo materiale è destinato alla distribuzione solo in giurisdizioni ove permesso e alle persone che possano riceverlo senza violare requisiti di legge o regolamentari applicabili. Le informazioni contenute in questo documento sono ritenute accurate alla data di pubblicazione. Dati, opinioni e stime possono essere modificati senza preavviso.

Il presente documento è stato predisposto da Amundi, società anonima con capitale di 1.086.262.605 € - Società di gestione approvata dell'AMF N° GP 04000036 - Sede legale: 90, boulevard Pasteur - 75015 Parigi - Francia 437 574 452 RCS Parigi.