

# ELEZIONI AMERICANE: IL VERO ELEFANTE NELLA STANZA

31/10/2024 | RAPHAËL GALLARDO, KEVIN THOZET, LLOYD MCALLISTER

**Raphaël Gallardo, Kevin Thozet e Lloyd McAllister** analizzano il potenziale impatto del risultato elettorale statunitense sull'economia, sui mercati, sull'asset allocation e sugli investimenti sostenibili.

- **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

	54%		46%	
	SCENARIO 1	SCENARIO 3	SCENARIO 4	SCENARIO 2
Probabilità soggettiva	maggioranza dei repubblicani 38 %	Nessuna maggioranza 16 %	Nessuna maggioranza 29 %	maggioranza dei democratici 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

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

## 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

**Implicazioni economiche** (Raphael Gallagher) Il reddito fisso potrebbe beneficiare di un rigido rispetto delle aspettative di crescita, in particolare per i titoli di medio e lungo termine, a causa della deflazione e delle aspettative di crescita più basse. Sulla carta, pensarsi a un periodo di alta crescita e di alta inflazione non è realistico. I mercati azionari sono in un momento di incertezza e di volatilità, con un mercato azionario che potrebbe essere penalizzato da un aumento delle tasse e da un aumento delle tariffe. L'industria delle assicurazioni potrebbe beneficiare di un aumento delle tariffe, ma l'industria delle assicurazioni potrebbe essere penalizzata da un aumento delle tariffe. L'industria delle assicurazioni potrebbe beneficiare di un aumento delle tariffe, ma l'industria delle assicurazioni potrebbe essere penalizzata da un aumento delle tariffe. L'industria delle assicurazioni potrebbe beneficiare di un aumento delle tariffe, ma l'industria delle assicurazioni potrebbe essere penalizzata da un aumento delle tariffe.

• Più in generale, e potenzialmente più impattante a lungo termine, è la possibilità di un indebolimento delle istituzioni federali. **Rischi per i mercati** (Raphael Gallagher) Il rischio di un indebolimento delle istituzioni federali è un rischio che potrebbe avere un impatto significativo sui mercati finanziari. L'industria delle assicurazioni potrebbe beneficiare di un aumento delle tariffe, ma l'industria delle assicurazioni potrebbe essere penalizzata da un aumento delle tariffe.

Dalle ultime elezioni americane, è innegabile che l'impegno nella lotta al cambiamento climatico sia diventato un tema divisivo. **Per gli investitori** (Raphael Gallagher) Per gli investitori, il tema del cambiamento climatico è un tema che potrebbe avere un impatto significativo sui mercati finanziari. L'industria delle assicurazioni potrebbe beneficiare di un aumento delle tariffe, ma l'industria delle assicurazioni potrebbe essere penalizzata da un aumento delle tariffe.

In questo scenario, l'inflazione accelererebbe di 1,1 punti percentuali e il deficit aumenterebbe fino al 10% del PIL. Chiaramente, una maggioranza repubblicana (con la conquista sia della presidenza che del Congresso) sarebbe l'esito di **Quali sono i rischi** (Raphael Gallagher) Quali sono i rischi per gli investitori? Il rischio di un indebolimento delle istituzioni federali è un rischio che potrebbe avere un impatto significativo sui mercati finanziari. L'industria delle assicurazioni potrebbe beneficiare di un aumento delle tariffe, ma l'industria delle assicurazioni potrebbe essere penalizzata da un aumento delle tariffe.

Questa impennata del dollaro potrebbe irritare un presidente mercantilista e rischierebbe di comportare il demansionamento **Quali sono i rischi** (Raphael Gallagher) Quali sono i rischi per gli investitori? Il rischio di un indebolimento delle istituzioni federali è un rischio che potrebbe avere un impatto significativo sui mercati finanziari. L'industria delle assicurazioni potrebbe beneficiare di un aumento delle tariffe, ma l'industria delle assicurazioni potrebbe essere penalizzata da un aumento delle tariffe.

Questo fa parte del "Progetto 2025" ed è simbolicamente importante per il suo approccio "US-first". Richiederebbe **Quali sono i rischi** (Raphael Gallagher) Quali sono i rischi per gli investitori? Il rischio di un indebolimento delle istituzioni federali è un rischio che potrebbe avere un impatto significativo sui mercati finanziari. L'industria delle assicurazioni potrebbe beneficiare di un aumento delle tariffe, ma l'industria delle assicurazioni potrebbe essere penalizzata da un aumento delle tariffe.

• Verrà fatta pressione sulla SEC affinché abbandoni le regole di divulgazione sul clima. **Duplicazione per i stakeholder** (Raphael Gallagher) La duplicazione per i stakeholder è un rischio che potrebbe avere un impatto significativo sui mercati finanziari. L'industria delle assicurazioni potrebbe beneficiare di un aumento delle tariffe, ma l'industria delle assicurazioni potrebbe essere penalizzata da un aumento delle tariffe.

La FIRA (che è un'associazione di investitori) ha chiesto che venga ripristinato l'obbligo per le aziende di divulgare i livelli di inquinamento - una pratica consolidata nel resto del mondo. **Quali sono i rischi** (Raphael Gallagher) Quali sono i rischi per gli investitori? Il rischio di un indebolimento delle istituzioni federali è un rischio che potrebbe avere un impatto significativo sui mercati finanziari. L'industria delle assicurazioni potrebbe beneficiare di un aumento delle tariffe, ma l'industria delle assicurazioni potrebbe essere penalizzata da un aumento delle tariffe.

Per il potente settore tecnologico, le aspettative sono diverse, dato che le tensioni commerciali con la Cina potrebbero avere un **Quali sono i rischi** (Raphael Gallagher) Quali sono i rischi per gli investitori? Il rischio di un indebolimento delle istituzioni federali è un rischio che potrebbe avere un impatto significativo sui mercati finanziari. L'industria delle assicurazioni potrebbe beneficiare di un aumento delle tariffe, ma l'industria delle assicurazioni potrebbe essere penalizzata da un aumento delle tariffe.

Con l'aumento delle prospettive di crescita e dell'inflazione e con l'indipendenza della Fed sempre più messa in discussione, **Quali sono i rischi** (Raphael Gallagher) Quali sono i rischi per gli investitori? Il rischio di un indebolimento delle istituzioni federali è un rischio che potrebbe avere un impatto significativo sui mercati finanziari. L'industria delle assicurazioni potrebbe beneficiare di un aumento delle tariffe, ma l'industria delle assicurazioni potrebbe essere penalizzata da un aumento delle tariffe.

## Scenario 2: Vittoria dei democratici

### Implicazioni economiche (Raphaël Gallardo)

Kamala Harris ha fondamentalmente 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.

### Implicazioni per il mercato e gli investimenti (Kevin Thozet)

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 & 4: Governo diviso**

#### **Implicazioni economiche - Presidente repubblicano, Senato repubblicano, Camera democratica (Raphaël Gallardo)**

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.

#### **Implicazioni economiche - Presidente democratico, Senato repubblicano, Camera democratica (Raphaël Gallardo)**

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.

#### **Implicazioni per il mercato e gli investimenti (Kevin Thozet)**

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.

<sup>1</sup>[https://s3.documentcloud.org/documents/25042572/e2-clean-economy-works-ira-two-year-review\\_august-2024.pdf](https://s3.documentcloud.org/documents/25042572/e2-clean-economy-works-ira-two-year-review_august-2024.pdf)

**Comunicazione di marketing. Si prega di consultare il KID/prospetto prima di prendere una decisione finale di investimento. Questo documento è destinato ai clienti professionali.**

Il presente documento non può essere riprodotto, totalmente o parzialmente, senza la previa autorizzazione della Società di gestione. Il presente documento non costituisce né un'offerta di sottoscrizione né una consulenza di investimento. Esso non intende fornire consulenza fiscale, giuridica o contabile e non deve essere utilizzato in tal senso. Il presente documento viene fornito unicamente a scopo informativo e non deve essere utilizzato per valutare la convenienza di un investimento in titoli o partecipazioni in esso illustrati né per qualsivoglia altra finalità. Le informazioni contenute nel presente documento possono essere parziali e possono essere modificate senza preavviso. Esse sono aggiornate alle data di redazione del presente documento e sono tratte da fonti proprietarie e non proprietarie ritenute affidabili da Carmignac. Non sono necessariamente esaustive o accurate. Di conseguenza, Carmignac, i suoi dirigenti, dipendenti o agenti non ne garantiscono l'accuratezza o l'affidabilità e declinano ogni responsabilità in caso di errori e omissioni (compresa la responsabilità verso terzi in caso di negligenza).

Le performance passate non sono un'indicazione delle performance future. Le performance sono calcolate al netto delle spese (escluse eventuali commissioni di ingresso applicate dal distributore). Il rendimento può aumentare o diminuire a causa di oscillazioni valutarie per le quote senza copertura valutaria.

La decisione di investire in detto fondo dovrebbe tenere conto di tutti i suoi obiettivi e le sue caratteristiche descritte nel relativo prospetto. Il riferimento a titoli o strumenti finanziari specifici è riportato a titolo meramente esemplificativo per illustrare titoli attualmente o precedentemente presenti nei portafogli dei Fondi della gamma Carmignac. Tale riferimento non è volto pertanto a promuovere l'investimento diretto in detti strumenti né costituisce una consulenza di investimento. La Società di Gestione ha la facoltà di effettuare transazioni con tali strumenti prima della pubblicazione della comunicazione. I portafogli dei Fondi Carmignac possono essere modificati in qualsiasi momento. Il riferimento a titoli o strumenti finanziari specifici è riportato a titolo meramente esemplificativo per illustrare titoli attualmente o precedentemente presenti nei portafogli dei Fondi della gamma Carmignac. Tale riferimento non è volto pertanto a promuovere l'investimento diretto in detti strumenti né costituisce una consulenza di investimento. La Società di Gestione ha la facoltà di effettuare transazioni con tali strumenti prima della pubblicazione della comunicazione. I portafogli dei Fondi Carmignac possono essere modificati in qualsiasi momento. Scala di Rischio del KID (documento contenente le informazioni chiave). Il rischio 1 non significa che l'investimento sia privo di rischio. Questo indicatore può evolvere nel tempo. L'orizzonte di investimento raccomandato si intende come periodo minimo e non è una raccomandazione a vendere allo scadere di tale periodo.

Morningstar Rating™ : © Morningstar, Inc. Tutti i diritti riservati. Le informazioni contenute nel presente documento sono di proprietà esclusiva di Morningstar e/o dei suoi fornitori di contenuti, non possono essere copiate né distribuite e non se ne garantisce l'accuratezza, la completezza o l'attualità. Morningstar e i suoi fornitori di contenuti non sono responsabili di eventuali danni o perdite derivanti dall'uso di tali informazioni. Alcuni soggetti o paesi potrebbero subire restrizioni di accesso ai Fondi.

Il presente documento non è rivolto a soggetti in giurisdizioni dove (a causa della nazionalità, residenza o altro di tale soggetto) il documento o la disponibilità di tale documento sono vietati. I soggetti ai quali si applicano tali divieti non devono avere accesso al presente documento. L'imposizione fiscale dipende dalla situazione del singolo investitore. I Fondi non sono registrati per la distribuzione al dettaglio in Asia, Giappone, Nordamerica e Sudamerica. I Fondi Carmignac sono registrati a Singapore nel quadro del regime estero limitato (rivolto esclusivamente a clienti professionali). I Fondi non sono registrati ai sensi del Securities Act statunitense del 1933. I Fondi non possono essere offerti o venduti, in maniera diretta o indiretta, a beneficio o per conto di una "U.S. Person" secondo la definizione della normativa statunitense Regulation S e FATCA. I rischi, le commissioni e le spese applicate sono descritti nel KID (documento contenente le informazioni chiave). Il KID deve essere consegnato al sottoscrittore prima della sottoscrizione. Leggere il KID prima della sottoscrizione. I Fondi non sono a capitale garantito e gli investitori possono perdere parte o tutto il loro capitale. I Fondi presentano un rischio di perdita di capitale.

Carmignac Portfolio fa riferimento ai comparti Carmignac Portfolio SICAV, una società di investimento di diritto lussemburghese e conforme alla Direttiva UCITS. I Fondi sono fondi comuni di investimento disciplinati dalla legge francese (FCP) conformi alla Direttiva UCITS o AIFM. La Società di gestione può interrompere la promozione nel Suo paese in qualsiasi momento.

- Italia: I prospetti, KID e rapporti di gestione annuali del Fondo sono disponibili sul sito [www.carmignac.it](http://www.carmignac.it) o su semplice richiesta alla Società di Gestione. [Gli investitori possono accedere a un riepilogo dei loro diritti in italiano al seguente link sezione 6.](#)
- In Svizzera, i prospetti, il KID e i rapporti di gestione annuali sono disponibili sul sito internet [www.carmignac.ch](http://www.carmignac.ch) e presso il nostro rappresentante di gestione in Svizzera, CACEIS (Switzerland), S.A., Route de Signy 35, CH-1260 Nyon. Il soggetto incaricato dei pagamenti è CACEIS Bank, Montrouge, succursale a Nyon / Svizzera, Route de Signy 35, 1260 Nyon. [Gli investitori possono accedere a un riepilogo dei loro diritti in italiano al seguente link sezione 6.](#)