



Finale d'anno con Trump

È in America che si giocano le ultime carte dell'anno per la crescita globale e per i mercati.



In extremis, nell'ultima settimana che precede le festività natalizie, **è arrivato il via libera alla tanto attesa riforma fiscale Usa**. Per il Presidente Donald Trump si tratta del primo vero successo legislativo di rilievo a distanza di quasi un anno dal suo insediamento alla Casa Bianca.

Il maxi-piano fiscale di Trump, che era risuonato durante tutta la campagna elettorale americana come la più importante delle promesse fatte al Paese, prevede 1.500 miliardi di dollari di sgravi fiscali sui prossimi dieci anni (circa 1.300 miliardi di euro). Stando alle prime previsioni, l'effetto di questa importante riforma sarà quello di portare a un contributo aggiuntivo alla crescita economica tra lo 0,2 e lo 0,4% del Pil Usa già nel 2018. A beneficiare della manovra saranno, in primo luogo, le imprese che si vedranno abbattere al

21% l'aliquota principale sugli utili (era al 35%). In questo modo gli Stati Uniti diventeranno uno dei Paesi con la tassazione più leggera al mondo, sotto la media OECD. I primi effetti della manovra sono attesi già a inizio 2018 e saranno percepiti a livello globale. Non solo. Il pacchetto di misure prevede anche un efficace «scudo fiscale» per quelle società che decideranno di riportare in patria gli utili generati all'estero: otterranno un'aliquota di favore dell'8%, contro il 35% di prima.

Le famiglie, invece, approfitteranno (con effetti regressivi) di una riduzione delle tasse almeno fino al 2025. Per loro, ci saranno ribassi su gran parte delle sette aliquote esistenti. Quella più alta scenderà dal 39,6 al 37%. Alcune deduzioni e detrazioni saranno però riviste al ribasso. Il conto finale potrebbe quindi essere svantaggioso per alcune categorie di americani.

Per la prima economia del mondo, si tratta dell'intervento fiscale più massiccio degli ultimi trent'anni, dai tempi di Ronald Reagan. Allora a votare a favore del taglio fiscale furono, dopo un lungo dibattito e in parziale intesa, sia i Repubblicani, sia i Democratici. Gran parte degli economisti si espressero a favore della decisione reaganiana. Questa volta, il voto



favorevole è arrivato solamente dai Repubblicani e con uno scarto ridotto.

In più non mancano critiche e incognite. Secondo alcuni economisti, la vittoria di Trump potrebbe trasformarsi in un boomerang. Il risultato finale, dicono i critici, è quello di abbassare il carico fiscale alle grandi aziende e ai più ricchi. La classe media, invece, potrebbe non vedere favori. Inoltre si tratta di uno stimolo che arriva in un momento florido per l'economia del Paese: dall'insediamento di Trump, il Dow Jones ha guadagnato il 25% mentre la disoccupazione è al 4,1%, vale a dire ai minimi dal 2000.

La Borsa americana è ben impostata per proseguire nella sua salita anche nel nuovo anno. Più in generale, **lo scenario globale per gli investimenti nel 2018** resterà favorevole per la gran parte dei mercati azionari. A incoraggiare questa tendenza è l'andamento piuttosto «disteso» dei listini negli ultimi mesi così come la crescita economica, che si sta rivelando solida e sincronizzata a livello globale. A confermare questa fase positiva ci sono anche i recenti buoni dati macroeconomici Usa e l'andamento dell'inflazione nel Paese. Qui il costo della vita si sta muovendo sempre di più verso gli obiettivi fissati dalla Banca centrale americana

(Fed) evidenziando così un altro segnale di ritrovata salute. Al contesto contribuisce anche il continuo miglioramento del commercio internazionale, così come i livelli dei prezzi delle materie prime e la produzione in Cina, sempre più favorevoli allo sviluppo globale.

Non mancano tuttavia le criticità. Nel contesto attuale, le principali minacce potrebbero arrivare dagli effetti indesiderati della riduzione delle politiche monetarie espansive. Tuttavia le Banche centrali, principalmente la Fed in America e la Bce in Europa, si muoveranno con cautela nel rivedere al rialzo i tassi d'interesse. Anche un'eventuale revisione al rialzo delle aspettative sull'inflazione e una modifica dei multipli di valutazione, sia per i mercati azionari sia per le asset class a spread in quelli obbligazionari, potrebbero portare a incertezze.

L'Europa, intanto, continua a fornire segnali di solidità nella ripresa. Dopo anni di crisi, i consumi sono ripartiti e forniscono carburante alla crescita. Il ciclo favorevole è ben avviato tanto che adesso coinvolge anche realtà con un potenziale più contenuto, come l'Italia. Intanto l'inflazione europea rimane a livelli ancora ridotti e lontani dal target vicino al 2%, fissato dalla Bce. Su questo fronte, gli indicatori anticipatori (per esempio, le



previsioni formulate dagli imprenditori) sono però orientati su un rialzo che è atteso già nei prossimi trimestri. La Bce ha delineato con chiarezza la propria strategia, almeno per i primi sei mesi del nuovo anno, per cui a breve non ci attendiamo particolari novità in questo ambito.

Se America ed Europa sono ben avviate sulla strada della crescita, **la Cina presenta invece incertezze**. Il Paese mostra rischi nei termini di una decelerazione della sua lunga corsa. Il rallentamento è già a tutti gli effetti in atto da mesi. Finora sembra gestito in modo molto controllato e pianificato. Lo stimolo monetario, iniziato a fine 2016, si è invertito senza essere stato sostituito dalla controparte fiscale, con un effetto netto di leggera restrizione per le condizioni finanziarie. Questo processo è destinato a continuare ma in modo molto graduale. Anche il mercato immobiliare è entrato in una fase di decelerazione senza però mostrare un vero e proprio avvitamento negativo come avvenuto invece in passato. Questa volta, lo scenario globale è più favorevole rispetto al 2015 e non crediamo quindi che un'eventuale ulteriore frenata cinese possa portare a rischi sistemici.

I mercati sono saliti nel mese di dicembre. **Ora gli occhi sono puntati sugli utili**. Per quanto

riguarda le stime sugli utili del mercato azionario Usa, riteniamo che le previsioni sulla loro crescita nel 2018 - circa il 12% - siano piuttosto ottimistiche ed esposte a revisioni negative. Per cui il rendimento atteso per il prossimo anno dovrebbe essere minore e meno lineare nel percorso rispetto al 2017. A guidare gli utili dell'indice, secondo il consenso, dovrebbero essere i settori legati a materie prime, tecnologia e finanziari. Occorre, però, osservare che la riforma fiscale di Trump non è ancora interamente prezzata dai mercati e un impatto superiore al previsto potrebbe fornire un supporto significativo.

Al contrario, **in Europa la crescita attesa degli utili per il 2018 è relativamente modesta** - circa il 9%. Si tratta del livello più basso, in questo momento dell'anno, dal 2013. E' quindi plausibile aspettarsi discrete revisioni al rialzo delle stime. Anche in vista dell'affievolirsi dell'impatto dell'apprezzamento dell'euro. Il livello dei multipli, seppure non costituisca il driver più rilevante in termini di rendimento atteso, è fermo ai livelli pre Quantitative easing e quindi ci sono margini per un aumento.

La Borsa giapponese si sta mettendo in luce negli ultimi tempi. Dopo un lungo periodo di letargo, è sostenuta da una crescita



economica che è finalmente positiva. A offrire benzina è la ripresa dei consumi privati e degli investimenti. I margini aziendali sono su livelli massimi, in prospettiva storica, ma ancora bassi se confrontati con gli altri Paesi sviluppati. C'è quindi spazio per un'ulteriore risalita che darebbe un sostegno molto forte agli utili. Inoltre le quotazioni dei titoli azionari sono ancora ridotte e offrono margini di risalita. La sensibilità del mercato azionario ai movimenti dello yen è decisamente più bassa che in passato. La divisa giapponese è inoltre molto sottovalutata in base ai modelli di parità dei poteri d'acquisto e può rendere ancor più interessante il mercato locale da parte di un investitore europeo.

Sul **settore obbligazionario** in Europa sono tornati gli acquisti e i tassi di rendimento si sono mostrati generalmente in discesa, sia nel segmento governativo, sia in quello dei bond corporate. L'andamento è stato favorito dalle dichiarazioni della Bce che ha, ancora una volta, segnalato cautela nella revisione della sua politica monetaria. Al contrario, negli Usa l'andamento laterale del Treasury Bill, il titolo di Stato a 10 anni, e la continua risalita dei tassi a breve ha comportato un ulteriore appiattimento della curva.

Al di fuori delle piazze principali, in questa fase **consideriamo l'Asia come la componente più interessante nell'ambito dei mercati emergenti**. Le prospettive dell'area sono molto promettenti, sia nel breve, sia nel lungo periodo, e la crescita degli utili è in continuo miglioramento. Tra le valute, spicca il dollaro che chiude l'ultimo periodo in rialzo. Il movimento ha tratto beneficio dalle attese sull'approvazione della riforma fiscale voluta da Donald Trump. Sul mercato delle materie prime, si è distinto il petrolio che ha recuperato ancora terreno. Il barile ha chiuso sui massimi dell'anno, sopra quota 60 dollari per il Brent. Anche per effetto della riduzione delle scorte Usa che sono scese ai minimi degli ultimi due anni.