



Trump è in carica

Cosa si aspettano i professionisti degli investimenti di Janus dall'avvio della presidenza Trump

GENNAIO 2017

Janus ha recentemente incontrato Ron Fournier per discutere delle aspettative, delle opportunità e delle insidie della presidenza Trump, che inizia il 20 gennaio. Editore del Crain's Detroit Business, in precedenza Fournier è stato uno dei già accreditati editorialisti politici e direttore editoriale del National Journal, nonché responsabile degli uffici di Washington della Associated Press. Si veda, in calce all'articolo, la biografia completa di Ron Fournier.

Egli ravvisa nell'attuale situazione un'epocale convergenza di rivoluzioni in ambito tecnologico, economico e bellico. L'incapacità delle nostre istituzioni di essere all'altezza di questi cambiamenti ha condotto a una importantissima perdita di fiducia nell'establishment, sfociata in una crescita del populismo a livello globale, come evidenziato dal voto sulla Brexit in giugno e dall'elezione di Donald Trump in novembre. I tempi per la rivoluzione sono maturi.

Il balzo del mercato azionario dopo l'elezione di Trump e il "capriccio Trump" dell'obbligazionario

Il mercato azionario degli Stati Uniti ha cavalcato le aspettative di una crescita economica trainata dalla presidenza Trump grazie a tagli alle tasse, investimenti in infrastrutture e deregolamentazioni. Nel mercato del reddito fisso statunitense si sono verificate sostanziose liquidazioni dopo l'elezione, mentre le classi più rischiose, come le obbligazioni corporate, sono rimaste solide durante quello che è stato definito il "capriccio Trump".

Il problema è che nessuno sa con certezza cosa farà Donald Trump dopo il giuramento, e questo ha notevoli implicazioni sulla crescita futura e sui rendimenti di mercato. Due forze molto diverse agiscono sul presidente eletto. La prima è il movimento populista che lo ha eletto. La seconda è l'ortodossia conservativa del Partito Repubblicano che ora lo reclama. Teoricamente, visto il suo background unico, Trump potrebbe trovare un compromesso e forgiare una nuova coalizione che conduca al cambiamento. Ma tale scenario ha non pochi ostacoli.

IN SINTESI

- ▶ Populismo e ortodossia conservativa premono sul presidente eletto. Visto il suo background unico, Trump potrebbe trovare un compromesso e forgiare una nuova coalizione che conduca al cambiamento. Ma questa strada presenta non pochi ostacoli.
- ▶ Atteggiamenti miti possono prevalere in materia di politica commerciale. Prevedere tagli fiscali e spese infrastrutturali se Trump collabora coi democratici per far approvare la legge. La cooperazione bipartisan sarà cruciale durante la riforma dell'Affordable Care Act.
- ▶ Si prospettano incertezze per il paese e per i mercati finanziari. Trump è il peggior nemico di se stesso. Questo può essere un clima favorevole a una gestione attiva degli investimenti.

Nessun orientamento ideologico e nessuna auto-disciplina

Fournier sottolinea che Trump ha vinto le primarie repubblicane del 2016 e le elezioni presidenziali senza avere un orientamento ideologico definito o un'esperienza di governo che fornisca indizi su come avrebbe governato, una volta alla Casa Bianca. È uno dei pochi presidenti con pochi — sempre che ne abbia — supporti politici a Washington ed è forse il primo presidente di questo tipo dopo Theodore Roosevelt, un altro elemento di rottura rispetto al passato.

La sua personalità impulsiva aggiunge ulteriore incertezza alla sua opacità politica. Trump si lascia trasportare facilmente ed è sensibile alle lusinghe. Nelle sue frequenti incursioni su Twitter attacca briga con giornalisti, democratici, repubblicani, governi stranieri, aziende e persino attrici hollywoodiane, ed elogia i suoi sostenitori e il suo movimento.

Anche a fronte di questo comportamento che non ha precedenti, non ha subito alcuna penalizzazione, rafforzando l'opinione di Fournier che l'attuale clima politico e sociale favorisce i leader che si presentano in una posizione di rottura rispetto a quanto è ampiamente considerato come uno status quo fallimentare. Ne consegue che l'incertezza invade il paese — e i mercati finanziari. Sconcertante? Sì, ma questo potrebbe rappresentare un'opportunità per la gestione attiva degli investimenti di raggiungere risultati eccellenti, vista la capacità di focalizzarsi sui fondamentali di ogni singola società e, ove appropriato, di correggere alla luce delle decisioni politiche. Ecco le nostre principali considerazioni, per argomento, sul varo dell'era Trump:

Tasse

La riforma fiscale sarà una priorità per la nuova amministrazione, afferma Fournier. Sia Trump che il partito repubblicano, o come viene chiamato negli Stati Uniti, il Grand Old Party, intendono intraprendere una riforma fiscale, che include la riduzione del numero delle fasce di reddito per le imposte sulle persone fisiche da sette a tre e la determinazione dell'aliquota massima al 33%, rispetto all'attuale 39,6%.

E cambiamenti anche maggiori sono previsti sulle imposte alle imprese. Una proposta repubblicana chiede di eliminare definitivamente l'imposta sui redditi d'impresa — oggi al 35% — e sostituirla con una "tassa ponderata sulle frontiere" del 20%, che colpirebbe le importazioni, risparmiando le esportazioni. Così facendo, gli Stati Uniti passerebbero a un sistema che tassa le merci in base a dove esse vengono consumate anziché in base a dove vengono prodotte, una politica già vigente in molti altri paesi. Sia i repubblicani che Trump hanno parlato di una "sospensione delle imposte" sulla liquidità aziendale rimpatriata. Ma la complessità della riforma fiscale sulle persone fisiche e le imprese potrebbe far slittare queste iniziative ben oltre i primi 100 giorni della nuova amministrazione.

L'opinione di Janus:

A giudicare dal rally del mercato azionario, gli investitori presuppongono che le misure a favore delle aziende, inclusa la riforma fiscale, saranno approvate rapidamente, afferma Marc Pinto, Gestore di Portafoglio, CFA. "Molte delle misure attese sono già in predisposizione", afferma. Pinto e altri professionisti degli investimenti di Janus credono che una sospensione delle imposte sul rimpatrio di capitali sia probabile e andrebbe principalmente a beneficio delle aziende dei settori tecnologico, biotech e farmaceutico, che dispongono di ampie riserve di liquidità all'estero.

Ma modificare il sistema fiscale delle imprese è complicato e il processo potrebbe condurre a una volatilità di breve termine sul mercato. Maggiori tasse sulle importazioni, ad esempio, avrebbero un impatto sul prezzo di alcune merci (in parte compensate da un dollaro più forte) e potenzialmente potrebbero rendere ostile a Trump la base populista che lo ha sostenuto. Inoltre, le società che dipendono fortemente dalle importazioni, in particolare i rivenditori al dettaglio e i raffinatori, vedrebbero i loro ricavi ridursi drasticamente. "Voterebbero in tal senso i senatori dell'Arkansas [dove ha la propria sede la Walmart]?" si chiede Carmen Wellso, Director of Research. "Non lo so". Ma se la riforma fiscale fallisce, questo potrebbe significare che lo stallo politico che ha bloccato il Congresso negli ultimi otto anni proseguirà, afferma Darrel Watters, Responsabile dell'U.S. Fundamental Fixed Income. Un segnale di questo tipo sarebbe percepito negativamente dai mercati, in particolare dalle classi più rischiose, si tratta pertanto di un aspetto che i mercati stanno monitorando con attenzione.

La Cina e il commercio

L'elenco dei modi in cui Trump potrebbe sconvolgere il commercio internazionale è lungo, e va dall'imposizione di dazi doganali e l'annullamento di accordi commerciali all'accusa avanzata nei confronti della Cina di essere un manipolatore valutario. I primi giorni della presidenza Trump aiuteranno a far luce su ciò che è solo fumo e su ciò che è arrosto, dice Fournier. Ad esempio, ci si aspetta che Trump abolisca il TPP, il Trans-Pacific Partnership, ovvero l'accordo di libero scambio transpacifico tra 12 paesi, e che cominci a rinegoziare il NAFTA, North American Free Trade Agreement, poco dopo il suo insediamento. Ma i dazi potrebbero rivelarsi poco graditi ai membri del partito repubblicano che vedono nella riforma fiscale il metodo per favorire gli interessi economici degli Stati Uniti, piuttosto che nei dazi e nelle guerre commerciali.

L'opinione di Janus:

Anche se potrebbero prevalere atteggiamenti più miti, l'incertezza è ancora elevata, afferma il gestore di portafoglio George Maris. Osserva che mentre molti Repubblicani approvano i principi di libero scambio, alcuni membri del partito hanno iniziato a manifestare intenzioni protezionistiche. Poi, c'è Twitter. Trump ha già usato i social per criticare Boeing, Lockheed Martin e Toyota. I prossimi tweet potrebbero colpire altre imprese — e le loro azioni.

Quanto alla Cina, è palese che Trump sta passando all'attacco. È meno chiaro sin dove si spingeranno i suoi propositi. "Abbandonare il TPP significa semplicemente che l'accordo rimarrà valido tra tutti gli altri paesi, tranne noi", afferma la Wellsco. E accusare la Cina di essere un manipolatore dei tassi di cambio? Al momento, il paese non evidenzia i requisiti individuati dal Tesoro per essere definito tale. Questo potrebbe non fermare Trump (che potrebbe spingere il Tesoro a modificare i criteri), ma la mossa sarebbe estremamente simbolica e le sue conseguenze, come eventuali dazi imposti sulle esportazioni cinesi, sarebbero soggette alle norme dell'Organizzazione Mondiale del Commercio. Il Responsabile del Global Fundamental Fixed Income, Chris Diaz, osserva inoltre che la Cina è il secondo detentore del debito pubblico statunitense nonché un partner commerciale molto importante per gli USA. Una guerra commerciale con la Cina andrebbe molto più a svantaggio dell'economia degli Stati Uniti, che a favore.

Sanità

Non è un segreto che anche revocare e sostituire l'Affordable Care Act (ACA) sia una priorità - dice Fournier - e il cambiamento è già avviato. Agli inizi del mese, Trump ha annunciato che il Congresso si occuperà di un nuovo piano che sostituisca l'ACA nei primi 100 giorni del suo mandato. Allo stesso tempo, la Camera e il Senato hanno approvato risoluzioni di bilancio che hanno abrogato alcune parti dell'ACA. Questo non significa che 20 milioni circa di americani assicurati grazie all'ACA perderanno la copertura sanitaria dalla sera alla mattina. "I Repubblicani non vogliono abrogare troppe previsioni dell'Obamacare [come viene anche definito l'ACA] perché questo danneggerà moltissime persone", dice Fournier. Ma altre parti della legge probabilmente verranno abrogate immediatamente, come gli obblighi per le persone fisiche e per i datori di lavoro e le tasse sulle compagnie assicurative sanitarie e sulle case farmaceutiche, inter alia.

L'intervento sulla determinazione del prezzo dei farmaci si sta configurando come un altro degli obiettivi di Trump. Durante una conferenza stampa di questo mese, il presidente eletto ha criticato il crescente costo farmaceutico e ha accennato ai nuovi metodi con cui il governo negozierà con le case farmaceutiche, affermando: "Dobbiamo creare nuovi procedimenti, vincolanti per l'industria farmaceutica, perché l'hanno sempre fatta franca". Le azioni biotech sono crollate il giorno stesso.

L'opinione di Janus:

Ethan Lovell, gestore di portafoglio della strategia Global Life Sciences di Janus, ritiene che un supporto bipartisan alla sostituzione dell'ACA sia possibile, purché il partito Repubblicano mantenga lo spirito della legge e lasci praticamente intatti altri programmi, come il Medicaid. "Le probabilità che i democratici collaborino con i repubblicani sono inferiori al 50% - ma ci sono", afferma. Pensa inoltre che i repubblicani vorranno concludere la sostituzione prima che il Congresso affronti la campagna elettorale del 2018. Lovell ritiene che un nuovo piano favorirà un sistema sanitario governato che abbracci i meccanismi del libero mercato per aiutare a controllare i costi e a fornire agli individui maggiore scelta. Andy Acker, anch'egli gestore della strategia Global Life Sciences, afferma che in tale scenario l'organizzazione sanitaria continuerà a trarre beneficio, così come le società che sono coinvolte nel Medicare Advantage. "È un programma in cui i repubblicani hanno creduto fortemente" dice Acker.

La politica di bilancio: tagli alle tasse senza prospettive di riforma previdenziale

Complessivamente, i professionisti degli investimenti di Janus ritengono che l'amministrazione Trump potrebbe aiutare ad accelerare la crescita economica degli Stati Uniti e l'inflazione nel 2017, a chiaro beneficio del settore azionario. Un contesto regolamentare più accomodante e una maggiore spesa per infrastrutture sarebbe di ulteriore aiuto. Ma nel lungo termine, le politiche dell'amministrazione potrebbero avere un impatto deleterio sul deficit del paese e sul debito, se altre azioni non saranno intraprese.

In primis, gli annunci di Trump in materia di revisione fiscale che determineranno tagli fiscali per le classi sociali deboli e medie. Tuttavia, non è chiaro se i tagli alle tasse si pagheranno da soli grazie ad una maggiore crescita economica o se condurranno ad un maggiore deficit di bilancio e ad un aumento dell'indebitamento. Secondo il ministero del Tesoro U.S.A., durante l'amministrazione Obama, il debito federale si è espanso da circa 10 600 miliardi di dollari sino ai quasi 20 000 miliardi odierni. Il capitolo della spesa pubblica è il fattore primario dietro a tale crescita, anche se nessun partito è seriamente intenzionato ad intraprendere azioni che possano condurre fuori da questo profondo baratro, e Trump ha chiaramente dichiarato di non essere favorevole a una riforma del capitolo. È una ricetta pericolosa per la salute finanziaria del paese, e potrebbe avere un impatto notevole sulla sua prosperità nel lungo termine.

L'opinione di Janus:

I tagli alle tasse e le spese infrastrutturali possono essere un fattore ulteriore di crescita ma sono insufficienti ad impedire al debito nazionale di espandersi ulteriormente. L'invecchiamento della popolazione nel paese e la produttività, pervicacemente bassa, potrebbero costituire fattori di contrasto significativi, afferma Watters. Se le nuove politiche non saranno in grado di generare una crescita sufficiente, potremmo essere costretti a tornare alla politica monetaria accomodante messa in atto dalla Federal Reserve negli ultimi anni per sostenere l'economia. Diaz ha spiegato che ciò di cui abbiamo realmente bisogno sono iniziative di lungo termine, che diano impulso alla produttività, e data la sua esperienza come imprenditore, Trump potrebbe capire che cosa c'è in ballo e intraprendere i passi necessari a mitigare il rischio.

Successo o autodistruzione – La selezione delle azioni e degli emittenti è vitale

Fournier suggerisce che i primi giorni della nuova amministrazione saranno predittivi del futuro successo della presidenza Trump. La capacità di Trump di disegnare una terza strada nella politica statunitense non dovrebbe essere sottostimata. La sua storia imprenditoriale lo definisce un astuto negoziatore e conduttore di trattative, con uno stile non ortodosso secondo gli standard di Washington. Ma i tempi per il cambiamento sono maturi e vista la debolezza di entrambi i principali partiti politici, Trump potrebbe raccogliere abbastanza voti da democratici e repubblicani per far approvare nuove leggi in diversi ambiti. Come sottolinea Fournier, Trump non gode di molti favori politici a Washington, il che gli conferisce una libertà di cui nessun presidente ha goduto da oltre un secolo. Se la gestirà correttamente, potrà utilizzare produttivamente questa indipendenza per gestire questioni annose come quelle legate alle infrastrutture, alle riforme fiscali e forse anche al costo dell'assistenza pubblica.

Trump è il peggior nemico di se stesso. Questo ci porta a pensare che investire nell'era Trump sarà un esercizio di selezione di specifiche azioni ed emittenti, che favorirà la gestione attiva.

Chi è Ron Fournier

Ron Fournier è l'editore del Crain's Detroit Business e l'acclamato e premiato opinionista politico del National Journal e del The Atlantic. In precedenza, è stato editorialista politico e direttore editoriale del National Journal. Prima di unirsi ad Atlantic Media, è stato responsabile degli uffici di Washington dopo una ventennale carriera alla Associated Press. L'11 settembre 2001 era assegnato alla presidenza Bush, ed è stato l'ultimo civile ad essere evacuato dalla Casa Bianca: mentre un agente dei Servizi Segreti lo sollecitava ad andarsene inviava dispacci che gli hanno valso riconoscimenti e premi. Nel 2006, ha lasciato per un breve periodo la AP per gestire il lancio di un social network, rientrando in seguito con il ruolo di editorialista e responsabile degli uffici di Washington. Nel 2010 diventa caporedattore del National Journal, ma nel 2012 abbandona l'incarico preferendo proseguire con l'attività di editorialista. Fournier ha ricevuto numerosi riconoscimenti, ivi inclusi il Sigma Delta Chi Award da parte della Society of Professional Journalists e il prestigioso Merriman Smith Memorial Award da parte della White House Correspondents' Association per ben quattro volte. Eccellenza riconosciuta anche dal mondo accademico, Fournier ha assunto il ruolo di associato di Harvard all'Institute of Politics della Kennedy School, presso il quale ha oggi il ruolo di Membro del comitato consultivo.