

L'analisi

Per la «Trumpnomics» è già tempo di esami

Finora il mercato ha puntato forte su tassi in rialzo e tagli al Fisco. Scommesse giuste?

di MARCELLO MINENNA

Ci siamo: venerdì prossimo il passaggio di consegne tra Obama e Trump sarà definitivo. A seguire, per i primi 100 giorni, c'è da attendersi una raffica di ordini esecutivi che daranno forma alla politica economica dell'era Trump. Il mercato lo sa benissimo: dopo mesi di speculazioni frenetiche sulle scelte strategiche che il presidente eletto dovrebbe intraprendere, si è messo in attesa. Da inizio 2017 gli indicatori di mercato sono fermi. I trend che si erano definiti nei mesi precedenti si sono interrotti.

Di nuovo siamo al momento del *redde rationem*, in cui le aspettative degli operatori devono confrontarsi con la realtà. Ma qual è stata la scommessa del mercato?

Tutti hanno puntato su un'accelerazione della crescita economica, principalmente connessa con l'attesa riforma fiscale di Trump. In campagna elettorale il discusso piano di investimenti privati che prevede 1.000 miliardi di dollari in nuove infrastrutture ha lasciato piuttosto freddi i mercati. Ma sulle tasse Trump ha colto nel segno, promettendo tagli netti alle aliquote fiscali sul reddito. Per capirci, ora l'aliquota massima è al 39,6 per cento. Dovrebbe crollare al 25 per cento,

per tutti i redditi a partire dai 230 mila dollari in su. Certo un bello sgravio per i ricchi, sebbene anche le classi medio-basse verrebbero avvantaggiate, ottenendo l'esenzione totale per i redditi inferiori ai 20 mila dollari e un taglio del 10 per cento fino ai 75 mila. Soltanto la fascia media (75 mila-230 mila dollari) non vedrebbe modifiche sostanziali. Ma è sulla tassazione alle grandi imprese che si accumulano le speranze maggiori: ora la *corporate tax* è ferma al 35 per cento, una sforbiciata di almeno 5 punti farebbe impennare i profitti con un prevedibile boom dei mercati azionari. Il provvedimento dovrebbe essere accompagnato dall'eliminazione della deducibilità dalle tasse degli interessi passivi. In questo modo verrebbe scoraggiato l'accumulo di debito da parte delle imprese che ora sfiora il 45 per cento del Pil, un picco raggiunto solo nel 2008 appena prima della crisi. Incentivi *ad hoc* a favore della crescita del capitale fisico e finanziario contribuirebbero alla ripartenza degli investimenti. I *buybacks*, cioè i riacquisti di azioni proprie (anche a debito) che adesso dominano il mercato, tenderebbero a sparire.

Come finanziare questi sgravi fiscali? Un consistente aumento del deficit federale

sarebbe inevitabile, con conseguente rialzo dei rendimenti sul debito pubblico Usa. Al riguardo, anche la politica monetaria della Fed sembra muoversi in sincrono: ad oggi il mercato ritiene molto probabile (85 per cento) almeno 2 rialzi dei tassi di interesse nel 2017, forse oltre il valore di riferimento dell'1,25 per cento. Ma anche altre opzioni sono ritenute verosimili: Trump potrebbe finanziare la sua espansione fiscale attraverso una tassa del 20 per cento sulle importazioni, mentre le esportazioni rimarrebbero immuni. Questa scelta sarebbe coerente con la sua nota avversione ai trattati di libero scambio (il Ttp verso i Paesi asiatici e i negoziati sul Ttip europeo dovrebbero essere le prime vittime di Trump), nonché con le promesse di rilancio della manifattura nazionale a scapito dei beni d'importazione.

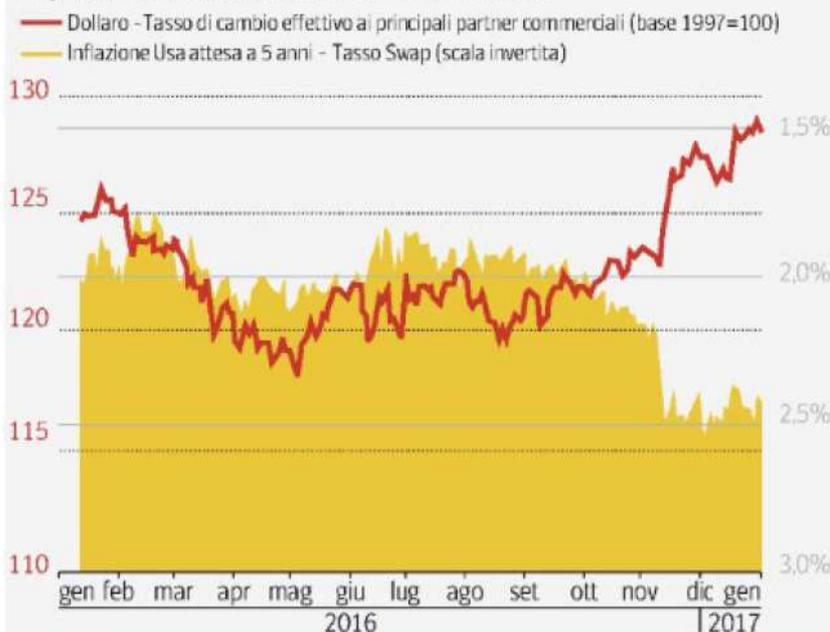
In ogni caso, le speculazioni del mercato hanno già provocato un tangibile «effetto Trump»: una rivalutazione del dollaro del 7%. Infatti se il deficit di bilancio è previsto in allargamento e i tassi di interesse in rialzo, la storia economica insegna (come ai tempi di Reagan) che ha senso puntare su una valuta in rafforzamento. Il dato interessante è che il trend era già visibile a ottobre 2016, in

piena campagna elettorale: cioè i mercati hanno cominciato a prendere sul serio le dichiarazioni di Trump già dal momento in cui è apparso evidente il recupero su Hillary Clinton. Gli operatori hanno poi proseguito a comprare dollari nonostante l'accelerazione delle aspettative di inflazione, rischiando così un'erosione potenziale del valore dei propri investimenti. In genere dovrebbe succedere il contrario: se l'inflazione sale, la domanda di dollari scende a causa della fuga degli investitori più prudenti e il cambio si indebolisce. E fino a settembre è andata proprio così, con il dollaro che seguiva fedelmente l'andamento delle aspettative di inflazione. Poi la sorprendente divergenza e l'ascesa inesorabile del dollaro, che si è arrestata solo negli ultimi giorni in attesa delle prime dichiarazioni ufficiali e di provvedimenti tangibili.

Gli operatori finanziari hanno dunque scommesso pesantemente su Trump; o più che altro sulla loro versione desiderata di *Trumpnomics*. È lecito avere dubbi su questa visione: dollaro forte e rilancio dell'industria manifatturiera difficilmente vanno d'accordo a lungo. Ma ora per i mercati il momento delle ipotesi è finito: è tempo di un bagno di realtà.

Quanto vale l'effetto Donald

Aspettative di inflazione Usa e tasso di cambio



Fonte: Bloomberg

centimetri