

# Elezioni USA - Impatti sulla strategia

## Messaggi chiave

- L'esito delle elezioni negli Stati Uniti è un punto di svolta. L'effetto sulla crescita degli Stati Uniti dovrebbe essere positivo nel breve termine, ma neutro o negativo nel 2026. Ulteriori stimoli e dazi dovrebbero potenzialmente far salire l'inflazione negli Stati Uniti l'anno prossimo.
- Una minore incertezza e una possibile fine dei conflitti in Ucraina e in Medio Oriente potrebbero avere nei prossimi mesi un impatto positivo sulla crescita mondiale (attraverso prezzi energetici più bassi e un sentiment migliorato). Nel medio termine, possiamo aspettarci un effetto negativo dovuto ai dazi commerciali.
- La Fed dovrebbe sospendere il suo ciclo di tagli dei tassi a settembre 2025 con un tasso di riferimento del 3,75%, (abbiamo tolto due tagli di 25 bp rispetto al nostro scenario precedente). Per la BCE, prevediamo che un tasso terminale del 2% verrà raggiunto a settembre 2025 (2,25% nello scenario precedente).
- Vediamo il rendimento dei titoli USA a 10 anni al 4,25% in 12 mesi (in precedenza 4%). Non abbiamo modificato il nostro obiettivo a 12 mesi sul rendimento dei bund tedeschi (2,25%). Passiamo da positivo a neutrale sugli obbligazionari emergenti.
- Il differenziale di tasso più elevato suggerisce una maggiore forza dell'USD. Abbiamo rivisto i nostri obiettivi sui cambi contro USD in generale e l'obiettivo sul cambio EUR/USD a 1,06 per l'orizzonte di 3 mesi e 1,02 per l'orizzonte di 12 mesi.
- Passiamo ad un giudizio di sovrappeso sull'azionario USA e abbassiamo a neutrale l'azionario europeo. In Europa continuiamo a privilegiare il Regno Unito e vediamo valore nei paesi periferici e nei paesi nordici, in particolare in Svezia. Continuiamo a preferire le azioni cicliche, con esposizione nazionale. I titoli finanziari sono la nostra convinzione settoriale principale negli USA.
- Restiamo neutrali sul prezzo del Brent con un prezzo obiettivo di 70/80 USD al barile ma i rischi di potenziali ribassi stanno aumentando.

**Prospettive economiche:** l'esito delle elezioni negli Stati Uniti è un punto di svolta. Come discusso nel nostro flash dopo le elezioni negli Stati Uniti, gli effetti sulla crescita dovrebbero essere positivi nei prossimi trimestri, ma neutrali o negativi nel 2026. L'ipotesi chiave è che più stimoli e dazi dovrebbero far salire l'inflazione, poiché l'economia rimane vicina alla piena occupazione. Ci aspettiamo aumenti tariffari dal Presidente degli Stati Uniti, ma presumiamo che saranno inferiori alle aspettative, poiché prospettive di nuovi dazi saranno utilizzati anche come tecnica di negoziazione.

Potremmo rivedere moderatamente al ribasso la crescita europea, mentre vediamo un impatto minore sulle previsioni di inflazione, che potenzialmente potrebbero essere anche più basse. I rischi di una recessione nell'Eurozona rimangono bassi poiché la tendenza di fondo è ancora favorevole, soprattutto per i consumatori. Le prospettive per il reddito delle famiglie rimangono positive, soprattutto perché l'incertezza relativa sia all'inflazione che al potere d'acquisto si è attenuata. Si noti inoltre che molte notizie negative sono già state scontate e che i dati economici hanno generalmente sorpreso positivamente anche in Eurozona. In Cina, il mercato è rimasto deluso poiché gli annunci sulle politiche fiscali dopo il Congresso nazionale del popolo non hanno soddisfatto le aspettative, poiché non sono stati menzionati sostegni fiscali per i consumi e/o per il mercato immobiliare. I mercati sono anche preoccupati per i potenziali dazi statunitensi e per la posizione aggressiva sulla Cina, poiché Trump ha nominato il «falco» Mike Waltz come suo consigliere per la sicurezza nazionale. C'è, tuttavia, ancora spazio per un maggiore stimolo fiscale.

Una minore incertezza e una possibile fine dei conflitti in Ucraina e in Medio Oriente potrebbero avere un impatto positivo sulla crescita mondiale (attraverso prezzi energetici più bassi e un sentiment migliorato) nei prossimi mesi. Nel medio termine, possiamo tuttavia aspettarci un effetto negativo dovuto ai dazi commerciali.

**Banche centrali e mercati obbligazionari:** la conseguenza delle elezioni statunitensi è che la Fed potrebbe mettere in pausa il ciclo di tagli dei tassi prima di quanto inizialmente previsto, poiché l'inflazione potrebbe aumentare verso la fine del 2025. Per ora, la Fed non cambierà i suoi piani poiché basa la sua politica sui dati più recenti disponibili. Non fa speculazioni sull'impatto di ciò che Trump potrebbe fare. A nostro avviso quindi, il piano di tagliare i tassi a dicembre e con cadenza trimestrale per gran parte del 2025 è ancora valido. Riteniamo poi che la Fed metterà in pausa il suo ciclo di tagli dei tassi a settembre 2025 con un tasso di riferimento del 3,75%, rispetto al nostro scenario precedente abbiamo dunque eliminato due tagli da 25 punti base. Nella zona euro, la disinflazione è in pieno svolgimento e la BCE sta affrontando il rischio di perdere slancio economico. Pertanto, vediamo una maggiore probabilità di un ciclo di tagli dei tassi più profondo. Ora ci aspettiamo un tasso terminale della BCE al 2%, che dovrebbe essere raggiunto a settembre 2025, rispetto al 2,25% dello scenario precedente.

Abbiamo rivisto al rialzo i nostri obiettivi sui rendimenti obbligazionari negli Stati Uniti, dato il rischio di inflazione (la politica di Trump si concentra su meno immigrazione e più tariffe) e il rischio di una maggiore spesa fiscale che suggerirebbe una maggiore offerta di Treasury. Vediamo il rendimento a 10 anni degli Stati Uniti al 4,25% in 12 mesi (in precedenza 4%). Non abbiamo modificato il nostro obiettivo a 12 mesi sul rendimento del bund tedesco (2,25%). Restiamo neutrali sui titoli di Stato.

Per quanto riguarda le obbligazioni societarie, il Red sweep è lo scenario perfetto per il credito US in quanto implica una regolamentazione più semplice e una tassazione aziendale più bassa. Il credito societario potrebbe testare nuovi minimi di ciclo negli Stati Uniti. In Europa, il Red sweep non è positivo per il credito, dati i potenziali dazi e l'incertezza geopolitica. Riteniamo, tuttavia, che questo sia almeno in parte scontato e non ci aspettiamo che Trump imponga tanti dazi quanti ne minaccia. Il contesto tecnico rimane molto favorevole e rimaniamo positivi sia sulle obbligazioni societarie Investment Grade in EUR che in USD e neutrali sulle obbligazioni societarie High Yield dove le valutazioni sono molto tirate.

Nei mercati emergenti, i fondamentali sono solidi e il carry è elevato. Tuttavia, la prevista politica fiscale espansiva degli Stati Uniti genererà rendimenti obbligazionari statunitensi più elevati e la divergenza nelle politiche delle banche centrali potrebbe portare ad un dollaro più forte. Questi due fattori non sono positivi per le obbligazioni dei mercati emergenti. Inoltre, potenziali tariffe e tensioni commerciali danneggeranno gli esportatori. Abbassiamo dunque il giudizio da positivo a neutrale sui titoli EM

**Valute:** il principale motore per i prossimi mesi sarà il differenziale dei tassi di interesse. Come accennato in precedenza, il tasso di riferimento della banca centrale statunitense dovrebbe ora stabilizzarsi a un livello più alto rispetto alle nostre precedenti previsioni. Inoltre, la BCE probabilmente taglierà i tassi più del previsto. Ciò dovrebbe implicare un differenziale di tasso molto più alto a favore dell'USD rispetto all'euro. Abbiamo rivisto al ribasso il nostro obiettivo sul cambio EUR/USD portandolo a 1,06 a 3 mesi e 1,02 a 12 mesi. Ciò suggerisce un dollaro più forte. L'euro rimane, tuttavia, sottovalutato rispetto alle stime del fair value a lungo termine come quella dell'OCSE, ma le deviazioni potrebbero durare nel tempo, soprattutto quando il differenziale dei tassi di interesse aumenta. Abbiamo anche modificato le nostre previsioni per lo yen giapponese. Ci aspettiamo ancora che la Banca del Giappone aumenti il suo tasso di riferimento. Tuttavia, come accennato in precedenza, il tasso terminale della Fed è ora atteso ad un livello più alto rispetto alle nostre precedenti previsioni. Lo yen dovrebbe dunque rimanere stabile intorno ai livelli attuali. Abbiamo rivisto il nostro target sul cambio USD/JPY a 150 (valore di un USD) sia a 3 che a 12 mesi. La valuta cinese ha più potenziale di ribasso rispetto ai livelli attuali. Abbiamo rivisto i nostri target sul cambio USD/CNY a 7,20 e 7,30 (valore di un USD) per gli orizzonti a 3 e 12 mesi. Abbiamo anche rivisto altri target rispetto all'USD. Maggiori dettagli saranno disponibili nel nostro Currencies Focus che sarà pubblicato a breve.

**Azioni:** abbassiamo il giudizio sulle azioni europee a neutrale. Le prospettive per l'Europa sono peggiorate materialmente di recente. Non solo la minaccia di una ri-accelerazione delle tensioni commerciali globali sta mettendo a repentaglio la nostra visione di una ripresa della crescita, ma lo fa anche probabilmente nel momento peggiore. Con la rottura della coalizione di governo in Germania, un paese chiave nell'eurozona sarà impegnato con questioni interne nei prossimi mesi. Ciò rende più complicata una risposta europea coordinata a qualsiasi richiesta degli Stati Uniti. A causa della sua economia aperta e orientata all'esportazione, l'Europa soffrirebbe anche delle crescenti tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina. Sebbene il nostro scenario di base non presuppone né tariffe globali del 10% né dazi del 60% sulle importazioni dalla Cina, la mera incertezza derivante dalla minaccia delle tariffe potrebbe creare gravi timori per la crescita poiché l'incertezza solitamente ostacola gli investimenti. Gli utili riportati dalle società europee sono stati finora contrastanti. Mentre i risultati degli utili ponderati in base alla capitalizzazione di mercato sono stati superiori del 3,7% rispetto al consenso, l'ampiezza delle revisioni degli utili rimane negativa.

I trend degli utili sembrano ampiamente negativi, con revisioni significative, ma l'impatto è particolarmente grave per i settori legati alla Cina, come il settore automobilistico, i beni di lusso e i produttori di materie prime. Ciò è particolarmente importante in quanto mette a rischio la crescita degli utili prevista per il 2025, soprattutto perché una riduzione del PIL ponderato per le vendite di 0,1 ppt potrebbe causare un calo degli utili dello STOXX 600 di 1 ppt. In Europa, preferiamo il Regno Unito e vediamo valore nei paesi periferici e nei paesi nordici, in particolare in Svezia.

Alziamo il giudizio sulle azioni USA a sovrappeso: dopo la Red sweep, dovremmo assistere all'implementazione di molti (o tutti) i pacchetti di stimolo fiscale proposti, inclusi tagli alle tasse e deregolamentazione. Vale la pena tenere a mente che le Small & Mid-Cap sono maggiormente favorite da una riduzione delle aliquote fiscali aziendali, perché, tra gli altri fattori, la loro aliquota fiscale effettiva è attualmente superiore rispetto a quella delle large cap. Se combiniamo questo con una politica principalmente focalizzata sull'economia interna, vediamo le stelle allinearsi per un passaggio più duraturo dalle mega cap statunitensi ancora piuttosto costose ad aree del mercato con prezzi più ragionevoli. Pertanto, manteniamo la nostra preferenza relativa per le Small & Mid-Cap rispetto all'S&P500 equamente ponderato e all'S&P500 a ponderazione di mercato. Poiché la suddetta politica dovrebbe anche aiutare a far salire gli indici PMI manifatturieri, continuiamo a preferire i titoli ciclici con esposizione interna. I titoli finanziari sono la nostra convinzione principale negli Stati Uniti, poiché il settore dovrebbe beneficiare di un ambiente di tassi "più alti più a lungo" e di una deregolamentazione in corso.

Restiamo cautamente ottimisti sulle azioni cinesi per tre motivi: i) c'è ancora spazio per ulteriori stimoli fiscali. È probabile che Pechino preferirà introdurre ulteriori stimoli nel bilancio 2025 dopo l'insediamento di Trump; ii) Dazi del 60% sulle importazioni dalla Cina non sono il nostro scenario di base. Come la Guerra commerciale 1.0, potrebbe trattarsi di tattiche di Trump per un accordo commerciale (potrebbe volerci meno tempo per raggiungere un accordo commerciale nella Guerra commerciale 2.0) e iii) il mercato cinese potrebbe ancora essere volatile nel breve termine, ma ci aspettiamo che le azioni A domestiche (ad esempio l'indice CSI 300) siano più resilienti delle azioni cinesi offshore a causa dell'attuale riforma del mercato dei capitali. Inoltre, la linea di swap del pacchetto di stimoli annunciato a settembre ha funzionato bene per migliorare la liquidità del mercato e incoraggiare gli afflussi nei mercati delle azioni A.

**Materie prime:** il presidente eletto Trump ha promesso di supportare l'esplorazione di petrolio e gas negli Stati Uniti (incluso petrolio e gas di scisto), riducendo la regolamentazione e accelerando le procedure di concessione dei permessi. Ciò aumenterà ulteriormente la produzione di petrolio e gas del paese, già record. Se questo offre prospettive di crescita dei volumi positive per le aziende energetiche statunitensi, potrebbe però comportare un'ulteriore pressione sui prezzi del petrolio in una situazione di domanda e offerta già difficile. La crescita della domanda globale rimane molto lenta, in parte a causa della transizione energetica. Questa prospettiva di ulteriore crescita dell'offerta statunitense si aggiunge all'intenzione dell'OPEC di aumentare gradualmente la sua produzione. Negli ultimi anni, l'OPEC+ ha tagliato la sua produzione di 5,8 milioni di barili al giorno (o +/- 10% della sua capacità) per sostenere i prezzi. Ma questo è stato compensato dalla crescente offerta da parte dei paesi non OPEC, principalmente nelle Americhe. L'OPEC+ non è disposto a estendere i suoi tagli alla produzione per sempre, poiché desidera recuperare quote di mercato. L'inizio del processo di tapering pianificato è già stato spostato da ottobre 2024 a gennaio 2025 in considerazione della recente pressione sui prezzi del petrolio. Alla prossima riunione del 1° dicembre, l'OPEC+ potrebbe ancora decidere su ulteriori estensioni o sul ritmo dei tagli alla produzione. Un'estensione completa fino alla fine del 2025 è piuttosto improbabile. Un tapering molto graduale, abbinato a una maggiore disciplina da parte di alcuni membri, potrebbe essere un risultato possibile per il mercato del petrolio.

In vista di questo cruciale incontro dell'OPEC+, rimaniamo neutrali sul prezzo del Brent con un target range di 70-80 USD. Ma i rischi al ribasso stanno aumentando, sicuramente nel caso in cui l'OPEC+ aumenti la sua produzione troppo velocemente o non raggiunga un accordo convincente (o per mancanza di disciplina). Sebbene il pacchetto di stimoli cinese potrebbe sostenere il consumo di petrolio cinese il prossimo anno, prevediamo una crescita limitata della domanda globale nei prossimi anni a causa della transizione energetica. Rimane un certo rischio al rialzo nel caso di un'altra escalation del conflitto Israele-Iran.

## METTITI IN CONTATTO CON NOI

---



[privatebanking.bnpparibas.it](https://privatebanking.bnpparibas.it)

---

### DISCLAIMER

---

Il documento è stato redatto da BNP Paribas Wealth Management e BNL- BNP Paribas (la "Banca") e contiene dati, informazioni e pareri riferiti alla data indicata sullo stesso documento.

Per variazioni delle condizioni di mercato, la Banca potrebbe modificare le valutazioni espresse nel Documento, senza che ciò obblighi la Banca ad aggiornare o modificarne le informazioni ivi contenute.

Il documento ha natura squisitamente informativa e non costituisce né può essere considerato come un'offerta di vendita, di sottoscrizione o di acquisto di strumenti/prodotti finanziari di qualsiasi natura, né come sollecitazione o raccomandazioni di investimento.

Si ricorda che: ogni decisione d'investimento è di esclusiva competenza del cliente. Eventuali decisioni di investimento in strumenti/prodotti finanziari distribuiti dalla Banca andranno prese dall'investitore dopo aver letto attentamente i documenti informativi e precontrattuali relativi agli specifici prodotti (quali, fascicolo /prospetto informativo, condizioni di assicurazione/contratto, scheda prodotto, documento "KIID" per i fondi, ecc.), forniti all'investitore prima della sottoscrizione.

Il cliente deve essere consapevole che le operazioni su prodotti e strumenti finanziari sono soggette alle fluttuazioni di mercato e ai rischi connaturati a tali prodotti/strumenti finanziari e che gli investimenti non danno garanzia di risultati futuri e possono esporre al rischio di perdita parziale o totale del capitale investito. In ogni caso BNL -BNP Paribas non è responsabile dei risultati delle operazioni effettuate dall'investitore tramite la Banca, anche se conseguenti a raccomandazioni d'investimento, a seguito di raccomandazioni della Banca o ai risultati dalle stesse prodotte.

Il presente documento s'intende strettamente personale e riservato ai clienti e potenziali clienti di BNL BNP Paribas. È fatto divieto di riprodurre, distribuire ad altre persone, pubblicare e in generale diffondere, direttamente o indirettamente, in tutto o in parte, il presente documento e/o ogni informazione in esso contenuta.

© BNP Paribas (2024). Tutti i diritti riservati.

Immagini di Getty Images.