

# Trumponomics: benefici e costi

*L'agenda economica di Donald Trump promette trasformazioni epocali per l'economia statunitense e per quella mondiale. La cosiddetta Trumponomics non comprende alcun tentativo di gestire l'aumento delle disparità di reddito, ricchezza e istruzione. Eppure c'è la possibilità che le misure della nuova amministrazione offrano un'espansione statunitense e globale destinata a diventare la più duratura della storia, con un mercato azionario rialzista di lunga durata e un dollaro forte.*

Le elezioni presidenziali del 2016 hanno prodotto un maremoto politico, che si iscrive, forse distinguendosi per dimensioni, nella scia dei grandi cambiamenti politici iniziati alla fine degli anni Quaranta e Cinquanta. Dopo l'era Kennedy-Johnson (la Great Society, negli anni Sessanta), e dopo l'elezione dell'attore hollywoodiano – che però aveva già ricoperto l'incarico di governatore della California – Ronald Reagan (la Reagonomics, negli anni Ottanta), è ora il momento di

**Allen Sinai è capo economista globale della Decision Economics, una società di consulenza economica e finanziaria con sedi a New York, Londra e Boston.**

Donald Trump, un personaggio celebre, ma privo di qualsiasi esperienza amministrativa (Trumponomics, “Make America Great Again”, 2016-2020). Questa rivoluzione politica deriva da tendenze che verosimilmente bollivano da tempo nella società americana, riconducibili principalmente alle pressioni economiche che attanagliano la sua classe media, mal comprese soprattutto dall’establishment statunitense; determinanti sono stati anche fattori sociali, quali la disuguaglianza, la disfunzionalità di Washington, e lo scontento rispetto a un’élite intellettuale accusata di non capire l’ansia delle persone normali.

74

L’insoddisfazione dell’opinione pubblica statunitense, evidenziata chiaramente nella disconnessione tra i dati eccellenti dell’economia americana e la scontentezza della nazione, è in linea con l’impazienza che attraversa gran parte del pianeta, riconoscibile in fenomeni quali la Brexit; la crescente influenza della “destra” in Europa; le prossime consultazioni elettorali e referendarie in Italia, Francia e Germania; l’insoddisfazione giapponese; il terrorismo e i conflitti geopolitici in giro per il mondo.

Negli Stati Uniti, la sorprendente, e per alcuni sconvolgente, vittoria di Trump è arrivata alla fine di una bizzarra campagna elettorale, in cui i candidati hanno dedicato gran parte del tempo a criticarsi e attaccarsi reciprocamente, riservando pertanto scarsa attenzione alle problematiche sociali ed economiche.

E tuttavia tali problematiche sono enormi e numerose: al di là delle schermaglie politico-elettorali e dell’immediato periodo post-elezioni, il maremoto elettorale produrrà importanti ondate di cambiamento, in una serie di interventi dirompenti rubricati come Trumponomics.

Riuscirà l’economia americana a crescere più rapidamente e rafforzarsi, pur adottando politiche protezionistiche in materia di commercio e immigrazione? Quali saranno gli effetti del cambiamento sull’economia americana e

globale? Ci aspetta un futuro migliore o peggiore? Questi gli interrogativi sollevati dall'arrivo di Trump alla Casa Bianca.

ECCO LA TRUMPONOMICS. Con il termine Trumponomics si definisce il probabile programma economico del presidente e della sua amministrazione che sarà sotto gli occhi di tutti nel prossimo futuro e verrà attuato con



75

grande rapidità, probabilmente con l'approvazione di nuove leggi che produrranno notevoli effetti sui mercati finanziari e sull'economia degli Stati Uniti, oltre che su quella globale.

La Trumponomics comprende misure di politica tributaria, spesa pubblica, commercio internazionale e accordi collegati, immigrazione, regolamentazione, sanità, oltre alle nomine nella Federal Reserve e nella Corte suprema; tutte decisioni che interessano non solo la società, ma anche l'economia. Non bisogna dimenticare, poi, che per una forse sfortunata omissione, la Trumponomics non comprende i cambiamenti climatici.

Il presupposto di tutto questo è che il presidente e il Congresso repubblicani, sostenuti da una chiara indicazione di una parte dell'opinione pubblica a favore di un cambiamento radicale, proporranno fin da subito enormi cambiamenti, e che la maggior parte di questi cambiamenti verrà approvata.

Insomma il nuovo presidente, nonostante abbia perso il voto popolare, riuscirà a imporre leggi in materia di imposte, spesa pubblica, regolamentazione, immigrazione, sanità, oltre a scegliere i membri della Federal Reserve, e persino della Corte suprema.

Del resto il Congresso repubblicano e il suo presidente Paul Ryan sono dei partner perfetti per Trump, e ciò lascia presagire una serie di iniziative legislative fin dai primi mesi di presidenza. Non bisogna dimenticare, poi, che Trump saprà utilizzare le proprie capacità di venditore per portare avanti le proposte di legge da lui sostenute.

**76**

**RIFORME FISCALI E SPESA PUBBLICA.** Anche sul fronte tributario, Trump troverà un utile alleato in Ryan, uomo minuzioso e attento ai dettagli e partner ideale per un presidente che non padroneggia né conosce nel dettaglio provvedimenti o i numeri alla base delle politiche macroeconomiche. Ryan, del resto, ha svolto un ruolo fondamentale nell'elaborazione di documenti repubblicani quali *A Better America* (pubblicazione del giugno 2016 a cura della presidenza della Camera) e propone da anni una riforma del codice tributario e del fisco da realizzarsi attraverso la semplificazione legislativa, la riduzione delle imposte sul reddito delle persone e delle imprese, l'eliminazione del trattamento preferenziale che riguarda il *carried interest* (gli incentivi ai gestori dei fondi) e l'eliminazione graduale di alcune esenzioni fiscali. La modifica del sistema fiscale è il cuore del programma economico di Trump e le misure che abbiamo appena citato fanno quasi tutte parte della sua agenda presidenziale.

La riduzione delle aliquote fiscali sui redditi di persone fisiche e imprese, con l'introduzione di aliquote massime del 33% e 15% – al netto degli incrementi di gettito dovuti all'eliminazione di esenzione e a modifiche relative al *carried interest*<sup>1</sup> e all'una tantum del 10% sul rimpatrio dei fondi azien-

dali tenuti all'estero – ha un costo ex ante di circa 400 miliardi di dollari all'anno e produrrà uno forte stimolo sulla spesa in consumi, gli investimenti delle imprese, e più in generale sull'economia.

Le aliquote sui redditi delle persone fisiche scenderanno dal 39,3% al 33%, in un sistema a tre scaglioni contro gli attuali sette, con l'applicazione dell'aliquota massima del 33% alle persone con reddito lordo dai 250.000 dollari in su. La propensione a spendere il reddito reso disponibile dai tagli alle imposte in questo scaglione è molto elevata, e tende a salire fino ai redditi di 400.000 dollari. La propensione al risparmio, invece, è estremamente elevata per le famiglie negli scaglioni di reddito più alto. Tuttavia i fondi e la liquidità che, tramite gli intermediari finanziari, affluiscono alle nuove imprese, agli imprenditori e all'innovazione beneficiano fortemente del risparmio delle famiglie ad alto reddito (e patrimonio netto elevato), offrendo uno stimolo dal lato dell'offerta. La riduzione delle aliquote marginali fornisce, infine, incentivi a spendere e risparmiare, promuovendo dal lato dell'offerta gli incentivi al lavoro.

Dal lato della domanda negli Stati Uniti e nel mondo è emersa, invece, una compagine elettorale favorevole a un orientamento più aggressivo della spesa pubblica, che contrasti l'andamento anemico dell'economia statunitense e mondiale e l'eccessivo ribasso dell'inflazione dei prezzi.

Si prevede, così, un forte incremento della spesa infrastrutturale e militare – in una certa misura già avviato negli Stati Uniti, con la recente approvazione di un progetto sulle autostrade da 305 miliardi di dollari che verrà realizzato con una spesa di circa 100 miliardi di dollari all'anno.

Nel complesso, lo stimolo di bilancio, composto da sgravi fiscali e aumenti di spesa, rappresenta in media circa il 2,5% del PIL nominale annuo: si tratta di un pacchetto di misure inferiore a quello della Reaganomics e leggermente superiore a quello degli anni di Kennedy-Johnson, analogo alle

riduzioni fiscali promosse da Bush all'inizio di questo secolo. Negli ultimi cinque anni, al contrario, non vi è stato alcuno stimolo fiscale: di fatto, le tasse sono aumentate e la spesa federale al netto dell'inflazione è rimasta piatta, con i limiti imposti dal cosiddetto "sequestro del budget".

Insomma, lo stimolo fiscale previsto da Trump rappresenterà, qualitativamente e quantitativamente, un sorta di rivoluzione nella politica di bilancio, mettendo fine al lungo periodo di rigore e austerità fiscale in vigore dal 2012.

**78** COMMERCIO INTERNAZIONALE E IMMIGRAZIONE. Anche il commercio e la globalizzazione, due importanti motori della crescita passata, saranno probabilmente oggetto di un cambiamento epocale: i trattati e gli accordi commerciali passati saranno rivisti e modificati, mentre le relazioni di sicurezza degli Stati Uniti con gli alleati saranno riesaminate.

Non è chiaro in che modo il protezionismo, le possibili guerre commerciali e gli effetti di una modifica o di un ripudio di accordi commerciali quali il NAFTA, potranno influire sugli Stati Uniti e sul commercio globale. Certamente, l'emergere di misure che mirano ad annullare la tendenza passata verso il libero scambio e la globalizzazione ostacoleranno i flussi commerciali.

Tuttavia, il peso di esportazioni e importazioni sul PIL americano oscilla tra il 12 e il 14% in termini reali e non è quindi così significativo, anche nel caso in cui l'export statunitense e gli scambi con altri paesi diventino vittime di dazi doganali, restrizioni, attriti o persino guerre commerciali.

Insomma, pur a fronte di impatti anche abbastanza consistenti in vari settori e aree di attività, l'effetto netto complessivo di tali misure sull'economia statunitense sarebbe comunque minimo visto che, se confrontato alla dimensione aggregata della spesa in consumi e degli investimenti delle imprese nell'economia, il commercio estero degli Stati Uniti è di piccole di-

mensioni. La misura aggregata dei consumi, dell'edilizia residenziale e degli investimenti delle imprese raggiunge infatti l'80-85% del PIL statunitense in termini reali; ed è questo che determinerà il ritmo della crescita.

Anche nel peggior scenario possibile, l'effetto dei tagli fiscali e di una maggiore spesa pubblica – al netto dei danni provocati dal protezionismo e dalle guerre commerciali – dovrebbe comunque portare a un rafforzamento della crescita dell'economia rispetto al passato.

L'immigrazione, invece, interessa il lato dell'offerta dell'economia americana, oltre che in una certa misura la spesa aggregata. La deportazione di 2-3 milioni di immigrati messicani, una riduzione degli ingressi degli stranieri negli Stati Uniti e il timore di ritorsioni mediante un inasprimento delle misure sull'immigrazione ridurranno l'offerta di lavoro, ostacoleranno la crescita del prodotto potenziale o l'offerta aggregata dell'economia e produrranno un aumento dei salari per i lavoratori negli Stati Uniti, insieme a una più elevata inflazione spinta dai costi. Tutto questo avrà come conseguenza anche un aumento dei tassi di interesse.

Tale risultato rappresenterà una perdita per i consumatori americani e influirà pesantemente sullo stile di vita dell'"America immigrata". Ma, anche in questo caso, il peso dei tagli fiscali a favore della crescita e dell'aumento della spesa sul fronte macroeconomico sarà di gran lunga superiore agli eventuali vincoli imposti dal lato dell'offerta, derivanti dalla politica sull'immigrazione. Non bisogna dimenticare, tuttavia, che l'inflazione aumenterà.

**NUOVE DEREGOLAMENTAZIONI IN ARRIVO.** La regola della nuova amministrazione sarà la deregolamentazione, con lo smantellamento di gran parte di ciò che è stato legiferato attraverso l'Obamacare e la legge Dodd-Frank.

Lo slogan *repeal and replace* del candidato Trump continua a essere la linea

guida rispetto alla riforma sanitaria dell'amministrazione Obama, a fronte tuttavia di un accordo tra le parti che prevede una copertura assicurativa universale, senza esclusioni dovute a condizioni preesistenti, con portabilità e possibilità dei giovani adulti di mantenere la copertura dei genitori fintanto che vivono in famiglia.

Tuttavia, le centinaia e centinaia di leggi approvate dopo l'Obamacare, e definite dalle autorità di regolamentazione e dall'esecutivo senza l'apporto del Congresso, saranno sottoposte a un riesame e, in molti casi, cancellate o ritirate.

L'impatto economico delle spese sanitarie è grande e crescente per l'economia degli Stati Uniti, eppure l'Obamacare e la sua abrogazione o modifica non avranno un impatto macroeconomico significativo. Il ritiro della Dodd-Frank sui servizi finanziari, invece, avrà ripercussioni importanti sull'economia e sui mercati finanziari. Questa legge complessa, che ha innalzato i requisiti patrimoniali ed eliminato il trading dai conti economici delle banche con la Volcker Rule e altre normative collegate, è da sempre molto controversa.

Quella che sarà eliminata con maggiore probabilità è proprio la Volcker Rule. Del resto, la fine del trading nelle istituzioni finanziarie è una misura probabilmente eccessiva. Il problema lampante che la legge voleva affrontare era l'utilizzo dei fondi dei depositanti "come capitale dell'istituto" ovvero l'uso di tale capitale in attività di trading e investimento molto rischiose, finalizzate a gonfiare gli utili delle banche. Proprio questo meccanismo ha favorito la creazione e la commercializzazione di molti derivati, contribuendo alla crisi del sistema di intermediazione finanziaria.

Ciò che serve non è un ritorno al Glass-Steagall, ma barriere che impediscano ai soldi dei depositanti, affidati alla banca per essere detenuti in modo sicuro, di essere deviati verso il conto economico delle unità di trading. Se



effettuato rispettando misure di sicurezza e prudenza, il trading è infatti una funzione propria delle istituzioni finanziarie, una fonte di ricavi e utili che consente di compensare altri investimenti più rischiosi.

La modifica di molte misure della Dodd-Frank, insomma, è di buon auspicio per le banche e per la salute del sistema bancario, e quindi per l'intermediazione finanziaria e la spesa a essa collegata.

CRESCITA, DOLLARO FORTE E PIÙ DEFICIT. Nonostante alcuni effetti economici negativi, il risultato della Trumponomics dovrebbe essere una crescita reale dell'economia americana molto più vigorosa, con un'espansione che continuerà per tutto il 2019; sono da prevedere inoltre un aumento dell'inflazione e dei tassi di interesse; un rafforzamento del dollaro e l'ampliamento dei deficit di bilancio federale. L'offerta di lavoro, sulla base di quanto sappiamo in materia di immigrazione e di riforma collegata, potrà rallentare, riducendo il potenziale di crescita economica (vale a dire il lato dell'offerta dell'economia americana), accrescendo in misura marginale l'inflazione dei salari e dei prezzi.

Il rafforzamento della crescita economica in termini reali degli Stati Uniti non sarà generato da un approccio mercantilista, ponendo così finalmente fine a una stagnazione secolare. Sorgono tuttavia alcuni interrogativi: quanto aumenterà la crescita in termini reali? Quanto l'inflazione dei prezzi? E quali saranno i risultati macroeconomici?

Le stime iniziali di Decision Economics (DE) suggeriscono un aumento della crescita economica reale fra 0,5 e 1 punto percentuale a partire dalla seconda metà del 2017 e fino al 2019. L'inflazione dei prezzi dovrebbe aumentare di 0,3-0,7 punti percentuali: su tali basi, la crescita economica in termini reali si collocherebbe, nelle previsioni di DE, in un intervallo fra 2,75 e 3,5%. L'inflazione dei prezzi si situerebbe nell'intervallo 2,5-3%,

mentre il tasso di disoccupazione, invece di scendere al 4,3% (l'attuale previsione di DE), si ridurrebbe al 4% o su livelli ancora più bassi.

Con questo chiaro *overshoot*<sup>2</sup> sulla crescita economica, l'avvicinamento alla piena occupazione e la stabilità dei prezzi, la Federal Reserve ritoccherà al rialzo i tassi di interesse più rapidamente e significativamente di quanto non avrebbe fatto altrimenti. I loro livelli nominali e reali resteranno comunque relativamente bassi, anche se notevolmente più elevati rispetto agli ultimi anni, e non avranno un impatto negativo sull'espansione economica. Tutto questo si verificherà tuttavia a condizione che l'inflazione non si riveli considerevolmente più elevata e i tassi di interesse non debbano essere ritoccati al rialzo in misura maggiore.

82

Il deficit di bilancio federale dovrebbe così crescere dall'attuale 3% del PIL a un massimo del 5%. Tuttavia, gli effetti di feedback dello stimolo fiscale (fra 0,25 e 0,35 centesimi per dollaro di stimolo ex ante) porteranno a un aumento delle entrate fiscali federali, sotto forma di imposte su persone e società, plusvalenze societarie, contributi previdenziali, e in misura limitata, accise. Inoltre l'aumento di gettito fiscale sulle vendite e *capital gain* darà respiro ai governi statali e locali.

GLI EFFETTI SUL MONDO E SUI MERCATI. Il rafforzamento della crescita e dell'inflazione negli Stati Uniti avranno probabilmente effetti importanti su gran parte dell'economia globale.

Le imprese che esportano negli Stati Uniti potrebbero ricevere grossi vantaggi da un aumento dei consumi e degli investimenti. Il settore dei consumatori americani è enorme, grande quasi quanto l'economia dell'eurozona, e anche gli acquisti e la produzione delle imprese all'estero sono significativi. Insomma, pur in presenza di un aumento degli attriti commerciali, la dimensione complessiva della domanda aggregata degli Stati Uniti verso il

resto del mondo dovrebbe contribuire alla crescita delle altre economie. Inoltre, l'apprezzamento del dollaro accrescerà la competitività di diversi paesi rispetto agli Stati Uniti, riducendo prezzi relativi dei loro prodotti e servizi. I tassi di inflazione e di interesse tenderanno probabilmente ad aumentare nei paesi le cui valute si deprezzano, facendo soffrire quelle economie orientate all'esportazione di materie prime.

Il mondo "non americano" avrà una quota inferiore del PIL mondiale in caso di aumento del protezionismo e delle guerre commerciali, elementi che accresceranno il peso degli Stati Uniti. Per quanto politicamente attraente, il protezionismo commerciale non attirerà mai il plauso degli economisti dato che dazi, quote e simili, producono semplicemente perdite nette per tutti. Tuttavia, in fin dei conti, con la Trumponomics è possibile prevedere un aumento della crescita globale e non un calo.

Per quanto riguarda i mercati finanziari non bisogna dimenticare che l'aumento degli utili delle imprese sospingerà il mercato azionario statunitense verso nuovi massimi.

Un progresso della crescita e dell'inflazione negli Stati Uniti, infatti, produrrà probabilmente un aumento dei ricavi e degli utili aziendali aumentando la tendenza di crescita dei profitti e contribuendo a un rafforzamento delle valutazioni dei mercati azionari. L'aumento dei tassi di interesse a fronte di un *overshooting* dell'economia, dovrebbe certamente rappresentare una compensazione che tende a ridurre il rapporto fra prezzo delle azioni e utili, a fronte di un aumento della profittabilità.

Storicamente, in una fase successiva dell'espansione economica, la crescita degli utili tende a pesare di più del rialzo dei tassi di interesse ai fini del comportamento del mercato azionario, con il ripetersi di nuovi massimi che confermano i titoli azionari come forma di investimento preferita.

Fattori come un aumento della crescita e dell'inflazione; il ritocco al rialzo

dei tassi sui fondi di riserva che le banche americane detengono presso la Federal Reserve; l'aumento dei deficit e del *deficit financing*, insieme alle aspettative di ulteriori aumenti dell'inflazione e del deficit di bilancio federale, tenderanno a spingere al rialzo i tassi di interesse sul lungo termine in maniera netta e duratura. La conseguenza probabile è una ripresa ciclica più normale dei tassi di inflazione e di interesse, insieme a una espansione del ciclo economico capace tuttavia di generare quelli eccessi che, in ultima analisi, porteranno alla prossima recessione.

Il dollaro potrà rafforzarsi significativamente, beneficiando dei differenziali di crescita e di tasso di interesse che favoriscono la moneta statunitense, oltre che del fatto di essere un “rifugio sicuro” e la valuta di riserva preferita dalle istituzioni e dai paesi stranieri. Il deprezzamento rispetto al dollaro delle altre valute mondiali potrebbe produrre un rialzo indesiderato dell'inflazione in un certo numero di paesi, ma tale situazione sarà affrontata con un aumento dei tassi di interesse.

In generale, i livelli dei tassi di interesse aumenteranno in tutto il mondo in un classico ciclo “ribassista” dei tassi sulle obbligazioni.

**E SE FOSSE UNA SORPRESA POSITIVA?** Il principale interrogativo che rimane aperto sulla Trumponomics è se questa agenda economica sia buona o cattiva per il futuro. È importante a questo proposito chiedersi cosa potrebbe andare storto. La Trumponomics, in particolare, non comprende alcun tentativo di gestire l'aumento delle disparità di reddito, ricchezza, e istruzione. E non bisogna dimenticare che proprio la forte disuguaglianza negli Stati Uniti e in altri paesi è, in parte, responsabile dell'insoddisfazione degli elettori.

Da un'analisi superficiale, la Trumponomics sembra aumentare le disuguaglianze, piuttosto che diminuirle. In numerosi paesi, l'aumento della disu-

guaglianza ha portato a sconvolgimenti politici e instabilità, elementi sicuramente dannosi per le economie. Si tratta potenzialmente di uno scenario inatteso e grave (un cosiddetto “cigno nero”) per gli Stati Uniti.

Un altro problema proviene dalla tempistica delle iniziative di stimolo fiscale della Trumponomics che verranno attuate alla fine del ciclo di espansione economica, piuttosto che all’inizio. Per questo la possibilità di un surriscaldamento dell’economia e di un rialzo sorprendente dell’inflazione – con successivo e necessario intervento della Federal Reserve – sarebbe un classico insieme di segnali che preludono alla prossima recessione.

Eppure c’è anche un’altra possibilità: quella che la Trumponomics ci sorprenda positivamente. Forse il contesto economico che uscirà dall’attuazione delle misure sarà positivo e non negativo, e il miglioramento della dinamica di crescita non ci sfuggirà di mano.

Resta il fatto che molte delle eventualità elencate – e altre ancora che si potrebbero verificare – sono in grado di rovinare quello che nelle intenzioni della Trumponomics appare come un’espansione statunitense e globale destinata a diventare la più duratura della storia, caratterizzata da un mercato azionario rialzista di lunga durata, da un ciclo di rialzo più normale e normalizzato dei tassi di interesse in America e all’estero, e da un dollaro così forte da essere interpretato come il segnale che davvero gli Stati Uniti “sono tornati a essere grandi”.

<sup>1</sup> Incentivo riconosciuto ai gestori di un fondo di investimento, sulla base della performance complessiva fatta registrare dall’attività di investimento.

<sup>2</sup> “Overshooting” significa il superamento del valore di lungo periodo di una grandezza economica durante il processo di aggiustamento nel breve che avviene in risposta a uno shock esogeno. Il fenomeno è spesso utilizzato per spiegare l’andamento del tasso di cambio, ma può riguardare anche altre variabili economiche.