

IL QUADRO MACRO

STATI UNITI

Lo stimolo fiscale promesso da Trump calerà su un'economia che già si trova in uno stato di piena occupazione. Questo fatto da solo, anche non considerando gli effetti di possibili misure protezionistiche o di riduzione degli immigrati illegali, dovrebbe portare a un surriscaldamento dell'economia e a una ripresa dei salari (già in trend positivo). Se tale scenario si manifesterà e andrà a scaricarsi sull'inflazione (anch'essa in trend moderatamente ascendente) la FED dovrà metter mano a rialzi più marcati dei tassi nel biennio 2017/18.

AREA EURO

Le dinamiche di crescita e inflazione nell'area euro procedono in accordo con lo scenario di riferimento. L'attuale ritmo di espansione del PIL, seppur contenuto, sembra essere superiore all'attuale potenziale dell'economia, e questo fa sì che venga assorbita forza lavoro. Tuttavia il tasso di disoccupazione è ancora elevato e ciò determina la mancanza di pressioni inflazionistiche endogene. Vista l'inflazione contenuta la BCE dovrebbe essere accomodante almeno per i prossimi 6 mesi se non per tutto il 2017.

PAESI EMERGENTI

L'elezione di Trump è stata accolta in modo negativo dalle asset class emergenti, focalizzandosi sulla possibilità di definitiva fine della globalizzazione e in generale di un periodo di protezionismo a livello globale, negativo per i paesi più esposti al commercio internazionale e/o all'estrazione ed esportazione di materie prime. All'atto pratico questo tema era già parzialmente incluso in molti scenari di lungo periodo a prescindere da Trump e un peggioramento delle

condizioni commerciali rispetto al consenso deve ancora materializzarsi. Focalizzandoci quindi su aspetti più concreti, notiamo un peggioramento della dinamica degli utili cinesi (che rappresentano quasi il 30% dell'aggregato MSCI) in contemporanea a un deciso miglioramento di aree più legate alle commodities (Brasile, Messico, Sudafrica, Russia) grazie al proseguimento della risalita dei prezzi di petrolio e metalli industriali. Queste aree (Russia esclusa) hanno però ormai raggiunto valutazioni decisamente superiori al fair value dopo il rally di quest'anno, con problemi strutturali non del tutto risolti. L'Asia emergente (Cina inclusa) presenta invece valutazioni molto attraenti. Inoltre, essendo aumentato moltissimo il commercio internazionale nell'area asiatica, crediamo che i paesi esportatori a livello globale come Corea e Taiwan siano in grado di reggere un'eventuale fase di protezionismo date le possibilità di fare leva sulla crescita dei fatturati derivanti dalle vendite in Asia.

I MERCATI

AZIONI

L'effetto Trump sulle azioni americane è stato molto positivo, con l'indice S&P 500 che dalle elezioni ha guadagnato il 6% in valuta locale, grazie principalmente alle potenzialità di interventi fiscali in grado di migliorare gli utili e alla prospettiva di deregulation del settore bancario, in particolare per le banche universali.

Gli effetti positivi sono stati quindi amplificati per le nicchie più esposte a questi temi, come le small cap (con mercato di riferimento soprattutto interno) e le banche stesse, con rally rispettivamente del 13% e del 15%.

Questi movimenti appaiono molto violenti e veloci rispetto alla volatilità tipica degli indici di riferimento. Di conseguenza, nonostante le ragioni sottostanti il



rally possano essere fondate, al momento riteniamo necessaria un po' di cautela.

OBBLIGAZIONI

La percezione che con Trump la politica fiscale possa essere attiva ha portato i mercati a rivedere al rialzo il percorso dei FED Funds per il biennio 2017/18, spingendo verso l'alto tutta la curva USA. Il fatto che lo stimolo sia di tipo fiscale e avvenga con piena occupazione ha permesso una salita maggiore dei tassi a lungo termine rispetto a quelli a breve, un aumento delle aspettative decennali di inflazione e un aumento del premio per il rischio sulla parte lunga della curva dei tassi. Anche la funzione di reazione della FED potrebbe mutare dato che con un nuovo attore a sostegno dell'economia il rischio asimmetrico nel compiere un errore (cioè è più rischioso frenare l'economia che farla surriscaldare) viene in parte attenuato.

VALUTE

Le politiche reflazionistiche (ossia moderatamente inflazionistiche) che l'amministrazione Trump sembra voler mettere in atto dovrebbero, attraverso un'economia più forte e tassi più elevati, sostenere il dollaro. Lo schema di riferimento in piccolo, almeno per il movimento atteso dalla valuta, è la "Reaganomics" degli anni '80, che però si accompagnò ad un deterioramento delle partite correnti. Che ciò venga contrastato con politiche protezionistiche potrebbe essere un effetto negativo a livello globale.

AZIONI

EQUITY	06 dic	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
MSCI World	1727.82	0.72%	2.13%	3.91%
S&P 500	2212.23	0.34%	3.40%	8.23%
Stoxx 600	344.57	1.06%	2.88%	-5.81%
Eurostoxx50	3100.76	2.05%	2.56%	-5.10%
Topix	1477.20	0.59%	8.34%	-4.53%
MSCI Asia exJp	524.63	-0.01%	-3.08%	4.94%
MSCI Emer Mkt	861.49	0.35%	-4.54%	8.48%
VIX	11.79	-1.11	-6.95	-6.42
V2X	17.63	-4.16	-7.30	-4.54

OBBLIGAZIONI

BOND	06 dic	29-nov	08-nov	31 dic 15
USA 10Y	2.39	2.29	1.85	2.27
USA 2Y	1.11	1.09	0.85	1.05
GER 10Y	0.37	0.22	0.19	0.63
GER 2Y	-0.69	-0.75	-0.63	-0.35
Spread BTP-Bund	1.57	1.72	1.53	0.97
Euribor 3m	-0.32	-0.31	-0.31	-0.13
Euro\$ 3m	0.95	0.93	0.88	0.61
EMBI+	356	365	333	415
Itrax IG	75	80	73	77
Itrax Crossover	317	340	326	315

VALUTE

CURRENCY	06 dic	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
EUR / USD	1.0718	0.6%	-2.8%	-1.3%
EUR / YEN	122.21	2.1%	5.4%	-6.5%
USD / YEN	114.02	1.5%	8.4%	-5.2%

MATERIE PRIME

COMMODITY	06 dic	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
OIL	50.93	12.6%	13.2%	37.5%
CRB Index	192.5	4.6%	4.9%	9.3%
Gold	1170	-1.6%	-8.3%	10.2%
Copper	267	3.0%	12.3%	25.2%

AVVERTENZA

Il presente documento è pubblicato da Ersel con finalità di comunicazione e non costituisce un'offerta o una raccomandazione di acquisto o di vendita.

