

Economia - Elezioni di Trump

SOLUTIONS & MULTI ASSET | GLOBAL BALANCED RISK CONTROL TEAM
APPROFONDIMENTI MACRO | 2016

Il giorno successivo alla vittoria di Trump nelle elezioni presidenziali americane la volatilità infragiornaliera dei mercati ha raggiunto il livello più alto mai toccato nel 2016¹. Avendo messo in conto la vittoria della Clinton, l'inaspettata ascesa di Donald Trump si è riverberata su tutti i mercati del mondo. La volatilità si è impennata con la smobilizzazione delle posizioni degli investitori, che erano state prese in previsione di una vittoria della Clinton. Tuttavia, la natura definitiva della vittoria di Trump si è dimostrata un fattore di stabilizzazione. La turbolenza ha lasciato il passo a una ripresa del mercato, che ha permesso di recuperare gran parte delle perdite di quel giorno.

Per quanto riguarda gli effetti di lungo termine della presidenza Trump, crediamo che le potenzialità di attuare un drastico cambiamento a livello politico siano limitate dai difficili rapporti con il suo stesso partito. Se Trump riuscirà a costruirsi il supporto necessario per attuare le sue iniziative, ecco alcuni settori della politica ai quali gli investitori dovranno guardare:

- **POLITICA FISCALE:** Trump ha promesso di aumentare sensibilmente la spesa per le infrastrutture e ha proposto riforme fiscali a favore delle aziende e delle persone fisiche più abbienti. Entrambe le iniziative sarebbero di stimolo all'economia. Inoltre, entrambe accentuerebbero - con ogni probabilità - l'aumento dei rendimenti delle obbligazioni, peraltro già in corso.
- **POLITICA COMMERCIALE:** Trump ha parlato di ritirarsi dal Partenariato Trans-Pacifico (TPP) e di rinegoziare le condizioni

AUTORE



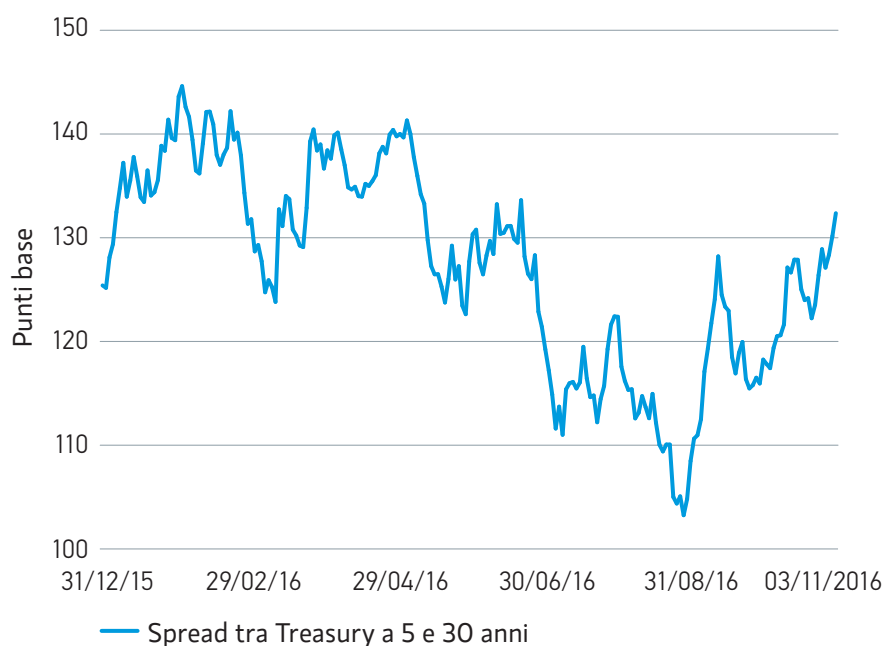
ANDREW HARMSTONE
Managing Director

Andrew Harmstone è Lead Portfolio Manager per la strategia Global Balanced Risk Control (GBaR) e fa parte del Global Multi Asset Group, guidato da Cyril Moullé-Berteaux. È approdato in Morgan Stanley nel 2008 e vanta 35 anni di esperienza nel settore.

¹ Fonte per la volatilità giornaliera: <http://www.wsj.com/livecoverage/markets-real-time-stocks-bonds-currency-commodities-11-07>

FIGURA 1

L'accentuazione della curva dei rendimenti USA suggerisce aspettative di inflazione più alte



Fonte: Bloomberg, dati al 06/11/2016.

dell'Accordo nordamericano di libero scambio (NAFTA) con Messico e Canada. Entrambe le proposte sono protezionistiche e riteniamo che potrebbero ridurre l'efficienza delle economie statunitense e globale.

- **POLITICA AMBIENTALE:** le precedenti dichiarazioni di Trump suggeriscono un forte sostegno per l'industria statunitense nei settori del carbone, del petrolio e del gas, associato a un certo scetticismo riguardo al concetto di cambiamento climatico. Rivolgeremo molta attenzione a quest'area, data l'importanza che attribuiamo alle politiche sul cambiamento climatico per la futura performance delle aziende a livello globale.
- **POLITICA SULL'IMMIGRAZIONE:** è difficile capire se Trump darà seguito alle proposte avanzate durante la campagna elettorale. Ulteriori restrizioni sull'immigrazione opprimerebbero l'economia statunitense. Ma se agli immigrati

che attualmente lavorano negli Stati Uniti venisse riconosciuto uno status ufficiale e pertanto pagassero le tasse, ciò produrrebbe effetti economici positivi.

Tuttavia, in termini di stabilità del mercato finanziario globale, crediamo che la più grande minaccia — ovvero la possibilità che i rendimenti dei bond aumentino — abbia poco a che vedere con la politica. Essa è piuttosto radicata nelle basi fondamentali dell'economia. O, come disse Bill Clinton durante la sua campagna elettorale del 1992, "È l'economia, stupido!"

Segnali di "riscaldamento"

Osserviamo diversi segnali di un rafforzamento dell'economia statunitense. I tassi di interesse, in particolare, stanno attirando l'attenzione. Nel mese di agosto, le indicazioni di un ritmo economico più vivace e l'aumento dell'inflazione hanno portato a un riaggiustamento dei prezzi delle obbligazioni.

Stiamo inoltre iniziando a vedere confermata l'evidenza di un trend inflazionistico. Per settembre, l'inflazione core statunitense (esclusi alimentari e energia) ha raggiunto il 2,2 per cento.² Inoltre, l'inflazione complessiva sembra convergere più in alto, verso i valori dell'inflazione core, mentre l'effetto depressivo della caduta dei prezzi dell'energia dello scorso anno sta svanendo. Oltre a ciò, il costo della manodopera è aumentato per tre trimestri di seguito, facendo registrare un incremento dello 0,6% nel terzo trimestre.³

La tendenza al rialzo delle aspettative di inflazione è evidenziata nella Figura 1, che mostra lo spread tra Treasury a 5 e 30 anni. Riteniamo che questa tendenza sia destinata a continuare, specialmente in considerazione dei suggerimenti della Fed, ciò che potrebbero consentire all'economia di "scaldarsi" un po'.

Consumatori: spendere i guadagni inattesi

Perché l'economia va meglio? Un elemento chiave è il basso prezzo dell'energia. I consumatori spendono meno per riempire i serbatoi e ciò si traduce in maggiore spesa al di fuori dell'acquisto di energia. Precedentemente nel corso dell'anno si è dibattuto se i consumatori avrebbero risparmiato o speso i guadagni inattesi derivanti dai più bassi costi energetici. Il nostro punto di vista era che i consumatori avrebbero iniziato a spendere di più in altri settori. I dati contenuti nella Figura 2 fanno chiarezza su questo punto.

Nel corso del triennio compreso tra il primo trimestre del 2014 (più o meno quando i prezzi dell'energia hanno raggiunto il picco, e la fine del terzo trimestre del 2016) la quota di spesa riguardante i consumi di benzina e altri beni energetici è scesa del 1,50 per cento. Nel frattempo, la quota di spesa riguardante i servizi per la casa è aumentata del 1,46 per cento. Nell'ambito dei servizi, l'assistenza

² Fonte: Bureau of Labor Statistics (BLS)

³ Fonte: Bureau of Economic Analysis, Personal Consumption Expenditures by Major Type of Product and by Major Function (Ufficio di analisi economica, spesa per consumi personali suddivisa per tipo principale di prodotto e funzione principale)

sanitaria ha fatto registrare il massimo incremento, con lo 0,92 per cento, seguita dai servizi di ristorazione e alloggio con lo 0,46 per cento e dalla spesa per il settore abitativo e le utenze, con lo 0,14 per cento.

La tempistica del cambiamento dei modelli di spesa risulta scaglionata: il settore energetico ha reagito rapidamente nel tagliare le spese in conto capitale. Solo ora si mostra l'altra faccia della medaglia, ovvero l'effetto positivo dell'aumento della spesa dei consumatori.

Occupazione

In termini di numeri riferiti all'occupazione, l'effetto di stimolo prodotto dal più alto livello di spesa dei consumatori per i servizi di assistenza sanitaria e ristorazione ha maggior peso rispetto ai licenziamenti nel settore energetico. Ciò è dovuto alla natura ad alta intensità di capitale del settore energetico rispetto alla natura ad alta intensità di manodopera dei servizi prestati nell'ambito dell'assistenza sanitaria e della ristorazione.

Molti hanno a disposizione un po' più di denaro e essi appartengono a un segmento della popolazione propenso a spendere una parte significativa di ciò che guadagna. Per questa differenza che si è prodotta tra i settori in guadagno rispetto a quelli in perdita, l'intera economia vede uno spostamento netto che potrà tradursi in stimolo. Anche se alla fine finissero per bilanciarsi, riteniamo tuttavia che in questo momento ci troviamo nella fase di stimolo, con la parte negativa alle spalle.

Società: spiragli di investimento

C'è anche qualche evidenza che le imprese non energetiche possano iniziare a investire: i rendimenti trimestrali per il 2016 "non residenziali esclusi pozzi esplorativi e i pozzi" petroliferi sono saliti del 1,57 per cento nel primo trimestre, del 3,14 per cento nel secondo e del 2,49 per cento nel terzo.⁴

Le aziende hanno cercato di migliorare i propri margini riducendo i costi per così tanto tempo, anche negli acquisti di attrezzature, che la compressione ha abbassato la produttività, visto che le imprese dispongono di attrezzature ormai obsolete. Alla fine, tuttavia, devono stringere i denti e sostituire le attrezzature. Vi è conferma del fatto che questo processo è iniziato, pur essendo ancora di modesta entità, ma se gli investimenti fissi cominciano in generale a aumentare, questo fattore potrebbe essere l'anello mancante per una più rapida crescita dell'economia, dato che i consumatori hanno fatto la loro parte.

Se il lato degli investimenti comincia a prendere vigore e, a nostro avviso, deve a un certo punto farlo vista l'obsolescenza delle attrezzature, si rafforzerà la possibilità di un rialzo dei tassi.

Europa: anche qui l'inflazione è in aumento, ma di poco

Anche in Europa stiamo iniziando a vedere confermata l'evidenza di un trend inflazionistico. Misurato allo 0,5 per cento, il tasso annuo è salito solo di un livello minimo rispetto alla rilevazione

FIGURA 2
Un cambiamento nel bilancio delle famiglie
Suddivisione della spesa per il consumo personale totale (PCE3)

	T1 2014	T3 2016	VARIAZIONE NELLA SUDDIVISIONE
BENI	33,52%	32,00%	-1,52%
Beni durevoli	10,80%	10,99%	0,19%
Automezzi e parti	3,65%	3,73%	0,08%
Arredi e attrezzature durevoli per la casa	2,45%	2,47%	0,03%
Camper e beni ricreativi	3,00%	3,08%	0,08%
Altri beni durevoli	1,70%	1,70%	0,00%
Beni non durevoli	22,73%	21,02%	-1,71%
Cibo e bevande acquistati per il consumo fuori casa	7,54%	7,15%	-0,39%
Abbigliamento e calzature	3,13%	3,00%	-0,13%
Benzina e altri beni energetici	3,60%	2,09%	-1,50%
Altri beni non durevoli	8,46%	8,77%	0,31%
SERVIZI	66,48%	68,00%	1,52%
Spese per consumi domestici (per servizi)	63,79%	65,25%	1,46%
Sanità	16,31%	17,23%	0,92%
Servizi di ristorazione e alloggio	6,26%	6,71%	0,46%
Abitazione e utenze	18,22%	18,35%	0,14%
Servizi di trasporto	2,98%	2,93%	-0,05%
Servizi ricreativi	3,86%	3,76%	-0,10%
Servizi finanziari e assicurazioni	7,43%	7,49%	0,06%
Altri servizi	8,74%	8,78%	0,04%
Spesa finali per consumi di istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie (NPISH)*	2,69%	2,75%	0,06%

* Npese nette delle NPISH, definite come spese lorde di esercizio meno vendite primarie alle famiglie

⁴ Fonte: Bureau of Economic Analysis

finale di settembre, eguagliando comunque il livello più alto dall'aprile del 2014.⁵ E sebbene tale valore sia ancora al di sotto del target del 2 per cento fissato dalla BCE, le aspettative inflazionistiche nell'Unione Europea stanno iniziando a salire. A questo punto i segnali inflazionistici in Europa non sono evidenti quanto quelli registrati negli USA, ma comunque confermano la tendenza.

Mercati emergenti: il legame con le materie prime

I prezzi delle materie prime sono legati all'inflazione, e anche qui rileviamo un punto di forza. L'indice LME dei metalli base, per esempio, ha recentemente fatto registrare il suo picco massimo su 12 mesi e i metalli base resistono, nonostante la forza acquisita dal dollaro statunitense. I metalli industriali sembrano aver toccato un minimo pluriennale in gennaio e, tra i metalli preziosi, il platino spicca come scommessa controcorrente: al prezzo attuale è un ottimo punto di ingresso per chi è a caccia di occasioni. Potrebbe acquisire slancio dalla continua riduzione dei rifornimenti dovuta agli scioperi in Sudafrica.

Vi è una forte correlazione tra materie prime e economia cinese, in particolare per quanto riguarda il "social

financing", che costituisce uno stimolo fiscale per l'economia. L'obiettivo del governo cinese consiste attualmente nella stabilizzazione dell'economia, finalizzata al mantenimento dei tassi di crescita al livello di target stabilito. Il governo non intende consentire un rallentamento troppo marcato dell'economia e probabilmente aumenterà la spesa sociale nel caso in cui ciò sia necessario per mantenere la crescita. Da questo punto di vista, il sostegno per le materie prime è garantito. Eppure i prezzi sembrano avere ampio spazio di convergenza verso la "mean reversion". L'ottimismo rispetto alla domanda in Cina ha contribuito a far salire l'alluminio, per esempio, che comunque è ancora di quasi il 22 per cento più basso rispetto agli ultimi due anni.⁶

Il rame è rimasto indietro rispetto agli altri metalli. Alcune compagnie minerarie prevedono un forte incremento a più lungo termine della domanda di rame, quando l'economia si farà più "verde". Se immaginiamo una tendenza costante verso la produzione di auto elettriche, per le quali si usa sostanzialmente più rame rispetto alle auto normali, i prezzi del rame potrebbero far registrare un notevole incremento.

Conclusioni: prepararsi al rialzo dei tassi di interesse

Il nostro team Global Balance Risk Control valuta continuamente i "rischi di evento" potenzialmente in grado di spostare i mercati in modo significativo. Le elezioni presidenziali degli Stati Uniti sono uno di quegli eventi.

Tuttavia, a nostro avviso, il fattore che più probabilmente potrebbe spostare i mercati è il cambiamento di outlook riferito ai tassi di interesse.

Il passaggio da un lungo periodo di tassi di interesse in calo e bassi a uno di tassi crescenti rappresenta un punto di flesso che potrebbe dare adito a un percorso travagliato. Siamo preoccupati che lo slancio economico, evidenziato da aspettative di più elevata inflazione, spesa dei consumatori e investimenti delle imprese, possa innescare un brusco aumento dei rendimenti obbligazionari.

In sintesi: Stiamo seguendo le implicazioni politiche della presidenza Trump; tuttavia, pensiamo che i rischi maggiori siano economici, non politici.

⁵ Fonte: Eurostat

⁶ Fonte: Bloomberg

INFORMAZIONI IMPORTANTI

L'uso del presente commento è consentito ai soli clienti professionali, ad eccezione degli Stati Uniti, dove ne sono consentite la redistribuzione e l'utilizzo presso il pubblico.

Le opinioni espresse sono quelle dell'autore alla data di pubblicazione, possono variare in qualsiasi momento a causa di cambiamenti del mercato o delle condizioni economiche e potrebbero non realizzarsi. Inoltre, le opinioni non saranno aggiornate né altrimenti riviste per rispecchiare informazioni divenute disponibili in seguito, o circostanze esistenti, o modifiche introdotte dopo la data di pubblicazione. Le opinioni espresse non riflettono i giudizi di tutti i gestori di portafoglio di Morgan Stanley Investment Management (Msim) né le opinioni dell'azienda nel suo complesso, e potrebbero non trovare riscontro in tutte le strategie e in tutti i prodotti offerti dalla Società.

Le previsioni e/o stime fornite sono soggette a variazioni e potrebbero non realizzarsi. Le informazioni concernenti i rendimenti attesi e le prospettive di mercato si basano sulla ricerca, sull'analisi e sulle opinioni degli autori. Tali conclusioni sono di natura speculativa, potrebbero non realizzarsi e non intendono prevedere la performance futura di alcun prodotto specifico di Morgan Stanley Investment Management.

Tutte le informazioni fornite hanno esclusivamente scopo informativo e non sono da intendersi quale raccomandazione od offerta per l'acquisto o la vendita di valori mobiliari o l'adozione di una qualsiasi strategia d'investimento. Le informazioni di cui al presente non tengono conto delle circostanze personali del singolo investitore e non rappresentano una consulenza d'investimento, né vanno interpretate quale consulenza fiscale, contabile, legale o normativa. A tal fine, nonché per conoscere le implicazioni fiscali di eventuali investimenti, si raccomanda agli investitori di rivolgersi a consulenti legali e finanziari indipendenti prima di prendere qualsiasi decisione d'investimento.

Gli investimenti comportano dei rischi, tra cui la possibile perdita del capitale. Le valutazioni dei titoli azionari tendono in genere a oscillare anche in risposta a eventi specifici in seno a una determinata società. I titoli a reddito fisso sono soggetti alla capacità dell'emittente di rimborsare puntualmente capitale e interessi (rischio di credito), alle variazioni dei tassi d'interesse (rischio di tasso d'interesse), al merito di credito dell'emittente e alle condizioni generali di liquidità del mercato (rischio di mercato). Nell'attuale contesto di tassi d'interesse crescenti, i corsi obbligazionari possono calare e dar luogo a periodi di volatilità e a maggiori richieste di rimborso. I titoli a più lungo termine possono essere maggiormente sensibili alle variazioni dei tassi d'interesse. In un contesto di calo dei tassi d'interesse, il portafoglio potrebbe generare un reddito inferiore. Gli investimenti nei **mercati esteri** comportano rischi specifici, quali rischi di cambio, politici, economici e di mercato. I rischi associati agli investimenti nei **paesi emergenti** sono maggiori di quelli associati agli investimenti in paesi sviluppati. I Real Estate Investment Trust sono soggetti a rischi simili a quelli legati alla proprietà diretta di immobili e sono vulnerabili a fattori quali le capacità di gestione e le modifiche della normativa fiscale.

Table e grafici sono forniti a solo scopo illustrativo. **La performance passata non è garanzia di risultati futuri.**

Gli indici non sono gestiti e non includono spese, commissioni o oneri di vendita. Non è possibile investire direttamente in un indice. Tutti gli indici cui si fa riferimento nel presente documento sono proprietà intellettuale (inclusi i marchi commerciali registrati) dei rispettivi licenzianti. Eventuali prodotti basati su un indice non sono in alcun modo sponsorizzati, approvati, venduti o promossi dal rispettivo licenziante e il licenziante declina ogni responsabilità in merito.

L'Indice London Metal Exchange (LME) è il centro mondiale per il trading dei metalli industriali. I prezzi esposti nelle nostre tre piattaforme di trading sono utilizzati come prezzo di riferimento globale e sia le comunità dei metalli e di investimento utilizzano l'indice LME per trasferire o assumere rischi, 24 ore al giorno. La **Banca centrale europea (BCE)** è la Banca centrale per l'euro e gestisce la politica monetaria dell'Eurozona, costituita da 19 stati membri dell'UE, una delle più grandi aree valutarie del mondo.

La presente pubblicazione non è stata redatta dal Dipartimento di ricerca di Morgan Stanley e non va intesa quale raccomandazione di ricerca. Le informazioni contenute in questa pubblicazione non sono state predisposte in conformità a requisiti di legge finalizzati a promuovere l'indipendenza della ricerca in materia di investimenti e non sono soggette ad alcun divieto di negoziazione prima della diffusione dei risultati di tali ricerche.

Il presente commento è destinato e sarà distribuito solo ai soggetti residenti nelle giurisdizioni in cui la sua distribuzione o disponibilità non siano vietate dalle leggi locali e dalle normative vigenti.

EMEA

Il presente documento è stato pubblicato e autorizzato nel Regno Unito da Morgan Stanley Investment Management Limited, 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londra E14 4QA, una società autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority, per la distribuzione esclusiva a soggetti che si qualificano come "professional clients" (clienti professionali), ed è fatto divieto ai "retail clients" (clienti privati) di farvi affidamento o di prendere decisioni in base allo stesso (ai sensi delle definizioni contenute nei regolamenti della Financial Conduct Authority britannica).

STATI UNITI

NON GARANTITO DALLA FDIC | PRIVO DI GARANZIA BANCARIA | RISCHIO DI PERDITA DEL CAPITALE | NON GARANTITO DA ALCUN ENTE FEDERALE | NON È UN DEPOSITO

HONG KONG

Il presente documento è stato pubblicato da Morgan Stanley Asia Limited per essere utilizzato a Hong Kong da "professional investors" (investitori professionisti) ai sensi delle definizioni contenute nella Securities and Futures Ordinance (Cap 571). I contenuti del presente documento non sono stati verificati o approvati da alcuna autorità di vigilanza, ivi compresa la Securities and Futures Commission di Hong Kong. Di conseguenza, fatte salve le esenzioni eventualmente previste dalle leggi applicabili, questo documento non può essere pubblicato, diffuso, distribuito, indirizzato o reso disponibile al pubblico a Hong Kong.

SINGAPORE

Il presente documento non potrà circolare né essere distribuito, direttamente o indirettamente, a soggetti di Singapore che non siano (i) un "accredited investor" (ii) un "expert investor" o (iii) un "institutional investor" ai sensi della Section 4A del Securities and Futures Act, Chapter 289 di Singapore ("SFA"); o (iv) altro soggetto, in conformità e nel rispetto delle condizioni di qualsiasi altra disposizione applicabile emanata dalla SFA.

AUSTRALIA

La presente pubblicazione è diffusa in Australia da Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited ACN: 122040037, Afsl No. 314182, che si assume la responsabilità dei relativi contenuti. Questa pubblicazione e l'accesso alla stessa sono destinati unicamente ai "wholesale clients" conformemente alla definizione dell'Australian Corporations Act.

Tutte le informazioni di cui al presente sono informazioni proprietarie tutelate dalla legge sul diritto d'autore.

Visita il nostro nuovo sito
www.morganstanley.com/im