



## Scenario di Mercato Giugno 2017

## Scenario Macroeconomico Centrale al 19/6/2017

La crescita economica globale continua la sua fase di espansione, sebbene ancora non accelerata, e le probabilità di vedere scenari deflazionistici e/o recessivi si stanno apparentemente riducendo.

Scemano sempre di più le possibilità di avere politiche espansive fiscali negli USA, attese dopo le promesse elettorali di Trump, ma ci sono buone notizie dall'area Euro che sta consolidando la propria crescita economica, continua ad avere politiche monetarie molto espansive e vede attenuarsi i rischi politici.

I mercati finanziari rimangono molto ben valutati e dopo un lunghissimo periodo di salita sono vulnerabili, sebbene ci si aggrappi alla persistenza di politiche monetarie ancora molto espansive e ad attese di utili aziendali in ripresa.

## Stati Uniti

Negli Stati Uniti le revisioni del PIL del primo trimestre (+1.2% ann.) hanno reso meno incisiva la flessione ciclica registrata ad inizio anno. Siamo così entrati nel 33° Trimestre di espansione economica, raggiungendo il 3° posto nei cicli più lunghi dal dopoguerra, ma anche il più lento, con il suo 2% annuo di crescita media. Tuttavia le attese sono per una seconda parte dell'anno più dinamica, come nel 2016, con ritmi pari o superiori al 2.5% già a partire dal secondo trimestre, anche in assenza delle promesse (mancate) della Trumponomics.

Con un mercato del lavoro che continua ad espandersi, i salari continueranno la loro lenta salita, sostenendo la domanda per consumi (debole nei mesi scorsi) e portando l'inflazione progressivamente verso i target della FED.

Nonostante il lungo ciclo espansivo le probabilità di recessione negli USA appaiono ancora lontane, anche se alcuni economisti evidenziano un calo del gettito federale su base personale che in passato ha anticipato la recessione (es. 2008). Noi temiamo che questa erosione della base imponibile, più che un segnale di futura recessione, sia il risultato di una sempre più limitata redistribuzione del reddito che rimane un tema secolare fondamentale per spiegare la modesta dinamica della crescita economica globale e dell'inflazione, che rimane contenuta nonostante anni di politiche monetarie molto espansive. La redistribuzione del reddito è impedita e limitata da politiche fiscali e da una tecnologia che hanno profondamente mutato la struttura dell'economia in chiave ancora meno redistributiva rispetto a quanto avutosi nel secolo scorso.

## Area Euro

Nell'area Euro la crescita economica ha sorpreso per positività. Con il +0.6% del PIL del primo trimestre, ci siamo avvicinati al +1.8% cumulato negli 12 ultimi mesi e al +2.4% tendenziale, che posiziona l'Eurozona come l'area più dinamica tra i paesi sviluppati.

Gli indicatori di fiducia rimangono ancora molto alti (ai massimi dal 2011) e ciò dovrebbe sostenere il livello di attività anche nei prossimi mesi, anche perché i temuti eventi politici hanno svoltato in direzioni più positive e meno incerte. Tuttavia lunghi anni di crescita sotto il potenziale hanno generato un livello di utilizzo della capacità produttiva ancora lontano dal pieno impiego, il che limita la crescita dei redditi, della domanda interna e di conseguenza della inflazione. Infatti le oscillazioni dell'inflazione continuano a seguire quelle dei prezzi energetici e a non diventare strutturali.

## Giappone

In Giappone il ciclo economico migliora, ma lo fa in modo estremamente lento e frustrante.

Il paese appare come una sorta di area Euro frenata. Ne condivide i tratti di aumento della fiducia e della crescita, ma in modo molto più contenuto. Il PIL è cresciuto solo del +1% (ann.) e la domanda interna pare essere persino più frenata che in Europa, con i salari che crescono ancora troppo poco per far ripartire consumi e inflazione (di fatto ancora vicina allo zero) e con investimenti che rimangono dipendenti da decisioni governative di spesa pubblica o dal livello dello Yen. Infatti il recente rafforzamento della valuta ha subito influito negativamente sul tono della domanda interna.

Quindi, con un'alternanza a staffetta tra paesi che si contenderanno la testa della classifica sulla crescita, il 2017 conferma la crescita economica positiva e appare sempre più allontanarsi dai rischi di stagnazione, anche in assenza di politiche fiscali di reflazione. Una inflazione ancora abbastanza moderata, almeno fino a che il prezzo del petrolio lo consentirà, pare poter garantire una espansione monetaria globale ancora piuttosto spinta per almeno altri 12 mesi.

## Cina

In Cina il problema è capire quanto l'azione di contenimento dell'espansione creditizia toglierà crescita economica.

E' ragionevole credere che i prossimi trimestri vedranno una decelerazione del PIL fino a +6.4%, rispetto al +6.9% visto nel primo trimestre. E' anche convinzione diffusa che la decelerazione sarà ordinata e pilotata in modo da non creare scossoni nei mesi che porteranno all'affermazione politica del Presidente Xi al rinnovo quinquennale delle cariche del Politburo dl Partito Comunista cinese, che è il vero e proprio organo di gestione del potere.

## Paesi emergenti

Altri paesi emergenti stanno lentamente rimuovendo gli squilibri e stanno tornando alla crescita. Dovrebbero quindi assicurare, avendo già raggiunto e superato il 50% del PIL mondiale, un contributo positivo alla crescita globale.

Messico, Corea, Russia e Brasile sono tra questi, anche se il Brasile con le sue vicissitudini politiche sembra avere di fronte le maggiori difficoltà. Ma anche in Brasile una buona parte degli squilibri esistenti nel 2013 sono stati sanati: il deficit commerciale è rientrato, l'inflazione è calata, i tassi stanno scendendo e la riforma della spesa pubblica è stata approvata. La riforma delle pensioni, ultimo tassello mancante per il riequilibrio dei conti, non è ancora morta, sebbene sia fortemente condizionata dalla crisi politica.

Altri paesi come l'India hanno sofferto un inizio 2017 difficile (scendendo sotto il 7% di espansione, forse anche per effetto ritardato della demonetizzazione), ma sono comunque ben posizionati per recuperare velocemente.

## Concludendo

Rispetto all'inizio del 2017, il ciclo economico complessivo è andato lentamente migliorando, soprattutto con il contributo positivo dei paesi sviluppati, che si è aggiunto alla superiore "velocità di crociera" degli emergenti. E questo miglioramento è avvenuto nonostante siano crollate le probabilità della spinta fiscale espansiva negli USA. Si sono ridotte in modo drastico le probabilità di veder applicata nel 2017 anche solo una parte dell'agenda economica della Casa Bianca annunciate in campagna elettorale. Finora l'unica vera misura è stata quella di aumentare la spesa militare a danno della spesa sociale. Non solo, inizia a scricchiolare tutto l'impianto politico della presidenza Trump. Il presidente è ormai sotto attacco da molteplici fronti, interni ed esterni, politici e legali, alla sua persona e ai suoi interessi personali.

I primi quattro mesi di presidenza appaiono come un vero disastro, con errori di gestione del personale che hanno profondamente minato la credibilità di Trump, ormai scivolato ai minimi nel gradimento per un neo presidente. Anche i rapporti con il partito repubblicano sono diventati ancora più scadenti: cresce l'opinione di quelli che lo reputano più un peso che un vantaggio e ci sono voci che ci sia un piano per cercare d'imbrigliarne l'azione.

Considerato che nel 2018 si vota per rieleggere una buona parte del Congresso e che i democratici potrebbero recuperare seggi, privandone i repubblicani del controllo, il tempo e i margini di manovra politica rimasti a Trump e ai repubblicani per cercare di rimediare sono ormai poca cosa. Se l'intesa tra i due fosse buona e ci fosse condivisione delle priorità, questo poco tempo rimasto sarebbe garanzia di una svolta politica imminente e di un maggiore attivismo propositivo. Invece proprio la situazione personale in cui si è infilato Trump con le precedenti mosse rischia di limitare i margini di azione politica della Casa Bianca e del partito repubblicano. L'unico aspetto positivo in questo pantano è che le posizioni più controverse sul commercio internazionale sono apparentemente rientrate.

Ma la spinta di natura fiscale che pensavamo di poter veder arrivare già nel 2017 ora rimane distante e molto incerta, per cui dobbiamo guardare alle prospettive di crescita economica senza incorporare la presenza di stimoli esterni se non quello, certamente di peso, dato dalla politica monetaria. Per fortuna le imprese nel primo trimestre hanno dimostrato di essere tornate a fare utili, anche più del previsto. Ma proprio il venire meno dello stimolo fiscale e, a tendere, anche di quello monetario, rendono l'importanza della variabile utili societari mai così determinante come ora.

L'altra variabile chiave è nelle mani della FED che ha alzato di 0.25% i tassi a Giugno (terzo rialzo in nove mesi,) ma ha anche confermato le proiezioni di rialzo per il resto del 2017 e del 2018. Inoltre ha comunicato le regole che seguirà per ridurre lo stock di debito acquistato con una tempistica che, sebbene non ancora nota, potrebbe materializzarsi già sul finire dell'anno. La presidente Yellen ha comunque tenuto a precisare che la riduzione del bilancio avverrà inizialmente non reinvestendo, in modo molto graduale, i titoli in scadenza, e non con vendite secche di titoli.

La ragione di questo rialzo è che la FED sembra avere fiducia nella ripresa dell'economia e dell'inflazione e quindi vuole gradualmente, ma progressivamente, incrementare l'azione restrittiva. Quindi la FED ha spiazzato i mercati, modificando una strategia che finora l'aveva vista sempre cercare di assecondarli e di non prenderli di sorpresa soprattutto quando le decisioni riguardavano azioni restrittive.

Resta da vedere che tipo di reazione avranno i mercati e il Dollaro. Con BCE e Banca del Giappone impegnate a indebolire le proprie valute e con una economia USA che sta faticando a riportarsi sopra il 2% di crescita annuale, se il Dollaro dovesse ritornare forte per gli aumenti dei tassi, ci potrebbe essere una azione restrittiva indesiderabile, visto che agli attuali livelli il cambio USA risulta in linea con i modelli di valutazione.

Nell'area Euro c'è una significativa riduzione del livello di percezione del rischio politico, che da sempre è temuto dagli investitori. Oggi infatti si presenta una situazione di equilibri politici, che pare molto più costruttiva e solida rispetto a pochi mesi fa e che può contribuire a mantenere elevata la fiducia. La vittoria schiacciante di Macron alle elezioni del Parlamento, i sondaggi nettamente favorevoli alla Merkel, la sconfitta del premier May e dei fautori della hard Brexit e il posticipo delle elezioni italiane a fine legislatura sono tutti fattori positivi in questo senso.

I miglioramenti ciclici europei non hanno influenzato la BCE che, pur essendo diventata più ottimista sulla ripresa, rimane ancora decisamente a favore di una politica monetaria molto espansiva. Deludendo anche le attese dei mercati, la BCE ha rimarcato la validità della precedente Forward Guidance, che vede continuare gli acquisti di titoli almeno fino a fine 2017 e verosimilmente anche oltre, e soprattutto non vedendo ragioni per rendere meno negativo il tasso ufficiale se non ben oltre la fine degli acquisti.

Anche per la BCE crediamo sarà massima l'attenzione al valore dell'Euro e, a tendere, potrebbe esserci uno scontro con gli USA e la FED che hanno gli stessi obiettivi sul Dollaro.

I tentativi di stabilizzare i prezzi del petrolio con una estensione dei tagli decisi a Dicembre 2016 e in scadenza a Giugno, non ha fruttato i risultati sperati. Il petrolio è quindi sceso nuovamente, contribuendo a frenare la risalita globale dell'inflazione. Le speranze di un accordo utile a riportare il prezzo sopra i 50 \$ appaiono limitate. Con la produzione USA che continua a crescere e

che viene data a 10 milioni di barili al giorno ad inizio 2018 e in presenza di scorte globali ancora importanti, servirebbero tagli di produzione più incisivi. La sola proroga degli accordi di Dicembre non può bastare. Servirebbe una sorpresa alle riunioni OPEC, ma al momento non sembra possibile averla, se non con un ulteriore sforzo unilaterale dei sauditi, nel tentativo di cogliere di sorpresa il mercato e dare ossigeno a prezzi molto più interessanti per la futura parziale privatizzazione di Saudi Aramco.

Ciò detto, pare anche difficile ipotizzare ribassi di prezzo significativi e duraturi che non gioverebbero ad alcuno e probabilmente non sarebbero neppure compatibili con livelli di attività economica globale in leggera ripresa. Anzi, considerate le accresciute tensioni tra i paesi del golfo, è più probabile che un rialzo possa derivare più da eventi di natura geopolitica che non da un accordo tra paesi produttori.

Riassumendo, l'economia globale è in espansione, non ci sono spinte inflazionistiche, le politiche monetarie nei paesi sviluppati rimangono espansive, la liquidità è abbondante, il supporto delle banche centrali sostiene le valutazioni di tutte le attività finanziarie e di conseguenza la volatilità resta ai minimi.

Le banche centrali sperano che l'inflazione generata dalle politiche espansive riduca gli squilibri tra i debiti accumulati e le attività dell'economia reale. I mercati non ne sono convinti, ma credono che le banche centrali si siano infilate in un vicolo cieco e che quindi non possano fare marcia indietro sulla espansione. Da qui la ricerca esasperata di rendimento e le valutazioni sostenute al rialzo.

Inevitabile che ci possano essere correzioni, soprattutto sull'azionario che ha corso quasi senza sosta dalle elezioni americane in poi. Allungando l'orizzonte, riteniamo che il mondo obbligazionario sia in generale il mondo più a rischio, soprattutto in quelle allocazioni che hanno cercato il rendimento allungando le scadenze o scendendo nel merito di credito.

Per contro nei mercati azionari, sebbene non ovunque e comunque con il rischio di avere delle correzioni, si può trovare il modo di investire in ottica di lungo termine, mirando a ritorni ragionevoli. Il mondo emergente rimane comunque quello con le migliori potenzialità e le valutazioni più contenute. I paesi sviluppati hanno invece valutazioni elevate e vulnerabili, ma o sulle correzioni, o con strategie convesse merita maggiore attenzione per le potenzialità di lungo termine rispetto ai mercati obbligazionari.

Quindi l'approccio agli investimenti rimane favorevole alle azioni in termini relativi, pur consapevoli della loro vulnerabilità. In particolare alcuni mercati e settori molto cari dove, con la mancata reflazione da Trumponomics, i rischi di correzioni improvvise sono elevati



### **Avvertenze**

Il presente documento non costituisce una proposta contrattuale, ma rappresenta lo strumento tramite il quale il promotore finanziario, nella prestazione del servizio di consulenza per conto di Consultinvest Investimenti SIM S.p.A., Le fornisce una raccomandazione personalizzata avente ad oggetto uno o più strumenti finanziari e mediante cui Lei, sottoscrivendolo, potrà impartire la corrispondente istruzione di investimento. Qualora, a seguito della prestazione del servizio di consulenza, Lei si resolvesse a sottoscrivere lo strumento finanziario oggetto della raccomandazione effettuata dal promotore finanziario, prima dell'adesione è pregato di richiedere il prospetto informativo e di leggerlo attentamente.