



## Scenario di Mercato Settembre 2017

## Scenario Macroeconomico Centrale al 06/09/2017

Continua a migliorare la dinamica positiva della crescita economica

globale, che nel secondo trimestre e durante l'estate diventa protagonista di un'accelerazione, grazie soprattutto ai paesi sviluppati che hanno compensato alcune *défaillance* viste nel complesso dei paesi emergenti.

Quindi le probabilità di scenari potenzialmente recessivi si affievoliscono ancora e si allontanano ulteriormente nel tempo anche se, nonostante sia ormai passato un decennio e una mega spinta monetaria, la crescita rimane su ritmi molto inferiori al trend pre grande recessione, con bassi tassi di inflazione che rappresentano la spia che "qualcosa non è ancora a posto". Ciò non rende facile alle banche centrali iniziare la riduzione nell'accomodamento monetario che la ripresa ciclica rende sempre più necessaria. Tuttavia le maggiori criticità sperimentate dai mercati durante queste settimane hanno avuto un'origine più politica che economica. Infatti sono state legate ai momenti politicamente e legalmente difficili per la presidenza USA e alle crescenti tensioni militari con la Corea del Nord. Purtroppo non è ancora chiaro se la reazione dei mercati incorpori pienamente i rischi prospettici di questa dose di negatività, o se ci siano ulteriori spazi. Certamente l'incertezza in forte aumento sul comportamento delle banche centrali non favorisce un deciso orientamento dei mercati in ottica pro rischio, che invece i fondamentali economici in miglioramento forse giustificherebbero.

## Stati Uniti

Prosegue e migliora il tono positivo della crescita negli Stati Uniti, anche senza il contributo della Trumponomics.

Il +3% di PIL del secondo trimestre (dopo la debolezza di +1.2% del primo) è trascinato dalla domanda per consumi e dagli investimenti. La

ripartenza degli utili societari, i buoni dati produttivi visti in estate (il

sondaggio ISM Manifatturiero parla di un clima positivo come non si

vedeva dal 2007), e un mercato del lavoro sempre più tirato, sono ottime notizie per l'economia USA. Proprio dal mercato del lavoro arrivano i segnali che la pressione salariale sta lentamente salendo e se non fosse per il calo delle materie prime, avremmo già visto più inflazione..

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

L'accelerazione del secondo trimestre e della prima parte dell'estate, almeno per gli standard della zona Euro, è stata rimarchevole.

Il PIL ha viaggiato ad un tendenziale di +2.2% e i livelli di ottimismo tra gli operatori rimangono su livelli elevati ormai dallo scorso inverno. In questi mesi la domanda per consumi ha tenuto bene, mentre l'accelerazione forte vista ad inizio estate per la produzione industriale potrebbe non essere sostenibile soprattutto, dopo il forte rialzo dell'Euro. Quindi se ulteriori accelerazioni sono improbabili, il ritmo di +2% non dovrebbe essere difficile da centrare a fine anno, soprattutto se il moderato contributo positivo dato dalla politica fiscale non subirà riduzioni.

## Giappone

Anche il Giappone ha accelerato il ritmo di crescita nel secondo trimestre, salendo sopra al +2%, con il contributo positivo della produzione industriale, mentre la domanda interna per consumi e l'inflazione rimangono al palo, nonostante nei mesi passati si sia assistito ad alcuni sforzi per rilanciare il reddito disponibile delle famiglie. Anche sul fronte della riforma della corporate governance, dopo un 2016 che ha visto iniziative promettenti, tutto pare essersi nuovamente bloccato.

## Cina

In Cina, nonostante tutto quanto sta accadendo di negativo nel mondo delle aziende, la crescita economica ufficialmente rimane positiva e sui ritmi del primo trimestre (+6.9%), con un'inflazione stabile a +1.5%. Il cambio e le riserve ufficiali sono tornate sotto controllo e il contrasto selettivo alle pratiche di finanziamento non tradizionale e di esportazione di capitali, che hanno prodotto qualche tensione sul mercato finanziario domestico, non hanno ancora intaccato la crescita, ma dovrebbero farlo nel 2018. Ma l'espansione creditizia continua sui livelli dello scorso anno e alimenta speculazioni, soprattutto in ambito immobiliare, che appaiono sempre meno sostenibili. Tuttavia molti analisti confidano che prima del rimpasto autunnale del Politburo non è pensabile un cambio nella politica monetaria (più restrittiva) o in quella fiscale (meno espansiva) volto a frenare gli eccessi speculativi e certe pratiche creditizie che alimentano la speculazione mobiliare domestica. Dovremo quindi aspettare il 2018 per vedere qualche forma di aggiustamento ciclico e/o di rallentamento economico.

## Brasile

Infine, anche dal Brasile si vedono segnali di ripresa (+0.2% per il PIL del secondo trimestre). Il calo dell'inflazione è stato molto deciso negli ultimi 9 mesi (ora è sotto il 3%), lasciando grandi spazi a ribassi dei tassi d'interesse ufficiali. E' quindi plausibile che, in assenza di nuove crisi politiche, nel terzo trimestre il PIL brasiliano abbia ancora spazi di crescita positiva. Certamente la situazione politica interna rimane intricata e fragile, come pure la fiducia che i mercati continuano a dare alle capacità del governo di ricondurre sotto controllo la spesa e il deficit pubblico. E' possibile che la riforma delle pensioni possa essere approvata, sia pure in forme deboli, entro fine anno. Per consolidare questa fiducia inoltre il governo ha deciso di riaprire la porta delle privatizzazioni, iniziando da Electrobras, non solo per raddrizzare i conti in un momento in cui la pressione fiscale ha dei limiti oggettivi, ma anche per sottrarre beni pubblici alla piaga della corruzione che ha devastato Petrobras e i governi brasiliani degli ultimi anni.

## Concludendo

Si potrebbe quindi assistere ad un nuovo round di guerre valutarie tra FED e BCE, per definire il nuovo livello di equilibrio delle due valute. Le due banche potrebbero tarare le rispettive politiche monetarie in modo da spostare a proprio vantaggio il cambio, cercando di rafforzare il supporto ai propri mercati finanziari e nascondendo le loro reali intenzioni con la scusa di un'inflazione che non riparte e rimane lontana dal 2%. Sul fronte delle politiche fiscali la Trumponomics su cui in molti avevano puntato per il rilancio economico USA e globale ha fallito clamorosamente, grazie all'insipienza della nuova amministrazione che si trova a dover fronteggiare una difficile situazione politica e legale interna e diplomatica, di cui la Corea è solo il caso più spinoso. In parte la negatività vista sul Dollaro e la nuova fuga estiva verso i titoli governativi USA sembrano riflettere proprio le paure degli investitori di essere di fronte ad una presidenza, non solo incapace di avere una agenda economica fattibile, ma di essere a rischio di sopravvivenza tra diversi rischi legali e una situazione geopolitica poco invidiabile.

E' peraltro possibile alla luce dei recenti cambiamenti di staff che Trump abbia già perso margini di manovra e di autonomia e che nei prossimi mesi ne perderà ancora, rendendo la Casa Bianca un attore più prevedibile. Realisticamente entro fine anno è ipotizzabile solo un accordo sul tetto al debito e una mini riforma fiscale, piuttosto ridotta rispetto alle aspettative di campagna elettorale, ma quanto mai necessaria. In Europa stiamo vivendo una fase di grande curiosità per i prossimi sviluppi in Francia, Germania e Italia. Vogliamo vedere se il leggero allentamento fiscale visto tra il 2015 e il 2016 e il riformismo europeista avranno un futuro, anche dopo le elezioni tedesche e che tipo di futuro sarà. Infatti se pare

ormai ridotto il rischio di una deriva anti-europeista, resta da vedere la capacità dei nuovi assetti politici di rilanciare l'unificazione e il riformismo europeo. Le prime mosse di Macron sono state però deludenti e i sondaggi evidenziano un forte calo di consensi. La tensione tra Nord Corea e USA aggiunge un grado di incertezza allo scenario, perché espone la già debole posizione di Trump ad una crisi difficile da gestire per chiunque e altamente imprevedibile. Il consenso degli analisti oggi è che uno scontro militare (e tantomeno uno nucleare) non convenga a nessuno e che alla fine una soluzione diplomatica sarà l'unica strada possibile. Ciò è ragionevole in linea di principio, ma i termini di un accordo diplomatico sono oggi impossibili da trovare e delle sorprese positive non sembrano neppure imminenti. Si tratta di una situazione di stallo grave ed è possibile che si verifichi un incidente di percorso prima di un accordo.

