



Scenario di Mercato Ottobre 2017

Scenario Macroeconomico Centrale al 20/10/2017

Lo scenario macroeconomico globale sta evolvendo e diventando sempre più sincrono. I problemi, o meglio le incertezze, continuano ad annidarsi nella politica.

Nelle ultime settimane abbiamo avuto buone notizie per la crescita economica, sia dagli USA, sia per le continue sorprese positive di area Euro e Giappone, come pure da una inattesa tenuta dell'economia cinese, mentre anche i paesi emergenti finora ritardatari come Russia e Brasile stanno continuando a dare segnali positivi di uscita dalla fase di recessione del 2016. Possiamo quindi affermare che la crescita economica globale sta migliorando e diventando sempre più sincrona tra diverse aree geografiche così da sostenere il commercio mondiale, come non accadeva dai tempi dell'ultima crisi. Ciò contribuisce ad allontanare i rischi di recessione, nonostante una fase ormai matura e avanzata del ciclo economico espansivo globale che non vede una recessione da oltre nove anni.

All'appello manca ancora la ripresa dell'inflazione nei paesi sviluppati che tuttavia, almeno nel nostro scenario, non escludiamo possa essere più vicina di quanto le aspettative di consenso sostengono. Questa ripresa graduale potrebbe inizialmente sorprendere, ma non si trasformerà in un fenomeno incontrollabile. Le note relativamente più dolenti invece arrivano tutte dalla incertezza prodotta dalle scelte politiche e in particolare dalle possibili evoluzioni delle politiche economiche (soprattutto fiscali) in alcuni paesi sviluppati. Gli scenari di rottura eclatante degli equilibri politici appaiono oggi molto meno probabili (es. derive

populiste), contribuendo così a sostenere positivamente la ripresa di ottimismo di investitori e imprenditori. In realtà esistono alcune questioni irrisolte, i cui sviluppi sono ancora incerti, al punto da poter intaccare i buoni risultati della ripresa economica visti finora. Grazie agli indici PMI, che hanno raggiunto i livelli più elevati degli ultimi anni riflettendo un miglioramento delle aspettative e un aumento degli investimenti e dei profitti aziendali, il consenso sulla crescita economica globale inizia a spostarsi verso +3.5%/+3.6% per il 2017 (PPP), rispetto a +3.2% registrato nel 2016. Per il 2018, in uno scenario di moderata riduzione dell'espansione monetaria e di invarianza delle politiche fiscali, pare possibile mantenere questo stesso ritmo di espansione, che risulterebbe il più elevato dal 2010. Quest'anno l'accelerazione più significativa sarà quella dei paesi sviluppati, che vedrebbero un aumento di +0.4%, arrivando a +3.2%, ma anche gli emergenti sono in ripresa con +0.7% dal +4.2% dello scorso anno. Per il 2018 pare possibile invece avere un contributo più solido dagli emergenti, anche se il contributo che arriverà dalla Cina resta incerto.

Stati Uniti

Negli Stati Uniti dopo il +3.1% del PIL nel secondo trimestre, ci si aspetta un terzo trimestre più moderato, dove l'impatto degli uragani potrebbe aver tolto qualcosa alla crescita per poi restituirlo più avanti, come già accaduto in passato in casi simili. Gli USA potrebbero finire il 2017 ad un ritmo vicino al 3% negli ultimi due trimestri e riuscire così a mantenere un trend di crescita superiore a +2% (+2.2%/+2.3%), rispetto a +1.5% registrato nel 2016. L'aspetto più importante e cruciale per l'economia USA e per le future decisioni della FED è quanta inflazione potrebbe generarsi dalla pressione salariale (in lenta ripresa) se la spesa per investimenti delle imprese dovesse fermarsi a causa della minore espansione monetaria.

Area Euro

Nell'area Euro i dati più recenti, confermano una crescita a +2.3% che potrebbe riuscire a stabilizzarsi anche sopra +2%, superando il trend degli ultimi anni. Questa crescita pare sostenibile guardando ai dati sulle aspettative dei PMI, che rimangono storicamente elevati, nonostante il rafforzamento dell'Euro. Tuttavia esiste un problema di bassa inflazione. Anche se c'è una buona ripresa ciclica della domanda interna, peraltro molto diversa tra settori, i prezzi rimangono ancora statici, verosimilmente compressi da dinamiche salariali insufficienti. A sostegno del ciclo europeo gioca anche una posizione di politica fiscale che per l'intera Area Euro è diventata più espansiva rispetto al biennio 2013-2014, pur rimanendo all'interno dei termini del patto di stabilità, grazie al superamento di alcune potenziali crisi anti Euro (es. elezione di Macron in Francia).

Giappone

Il Giappone si avvia lentamente verso un periodo caratterizzato da fondamentali sempre più solidi e con una crescita positiva che dovrebbe rimanere sopra +1%, ma anche qui l'inflazione rimane un fenomeno sconosciuto. Le politiche economiche sono destinate a rimanere espansive. La Banca centrale ha spostato al 2020 la data per il raggiungimento del 2% di inflazione. Il PM Abe ha annunciato che il rialzo dell'IVA non avverrà prima dell'autunno 2019 e un pacchetto fiscale espansivo ad alto contenuto sociale per il 2018, che vale un lo 0.5% del PIL sui tre anni. Il pareggio di bilancio scivolerà così ancora più avanti nel tempo e sicuramente oltre il 2020. Nel frattempo i fondamentali delle imprese stanno progressivamente migliorando e anche sul fronte salariale i progressi si stanno facendo sempre più significativi. Qualcosa sembra finalmente muoversi e potrebbe lentamente rafforzare la domanda interna per consumi, sia pure con ritmi giapponesi.

Cina

In Cina siamo a ridosso del XIX Congresso del PCC e dell'atteso rimpasto del Politburo (il consiglio supremo dei 7 che governano il paese) che inizierà il 18 Ottobre e che durerà una settimana. Il rimpasto dovrebbe sancire la definitiva affermazione politica del potere quasi assoluto di Xi, che dovrebbe nominare i suoi fedelissimi, dando un'ulteriore svolta dirigista alla politica cinese. A questa affermazione di potere dovranno seguire le nuove indicazioni di politica economica che saranno comunicate ufficialmente in primavera dal Parlamento. Il punto chiave sarà verificare se verranno confermate le politiche volte alla riduzione del debito accumulato da imprese e enti locali, su cui però il PM Xi ha finora mantenuto un profilo ambiguo. La scelta sarà tra una politica economica di supporto alla crescita cinese oppure un maggiore contenimento del credito nel 2018, con un aumento delle probabilità di rallentamento economico verso il 6% e quindi verso tassi di crescita più vicini a quelli dei paesi sviluppati.

Brasile

In una fase in cui le materie prime si stanno stabilizzando e hanno smesso di creare deflazione ci saranno dei benefici per diversi paesi emergenti, in particolare Russia e Brasile. Qui la ripresa è in atto, sia pure su ritmi ancora modesti, ma è proprio da questi due paesi che ci si aspetta di vedere le cose più significative nel 2018 in termini di progressi ciclici.

Il Brasile deve ancora da superare una elevata incertezza politica sulla capacità di fare le riforme, in primis quella delle pensioni. Tuttavia pare aver scongiurato almeno il rischio di una nuova crisi istituzionale escludendo l'impeachment del presidente. Inoltre il ministro delle finanze Meirelles, cioè il vero garante nei confronti degli investitori esteri, pare ottimista sulla possibilità di approvare la riforma delle pensioni prima dell'inizio della campagna elettorale per le elezioni di fine 2018.

E' invece in flessione l'economia dell'India, dove in estate gli effetti delle ultime grandi riforme hanno prodotto un piccolo shock da offerta, che ha portato il paese a scendere verso un tasso di crescita inferiore a +6% e al tempo stesso hanno fermato la discesa dell'inflazione. Questa battuta d'arresto dell'inflazione potrebbe portare la politica monetaria a prendersi una pausa nella fase di ribasso dei tassi d'interesse almeno fino ad inizio 2018.

Concludendo

Sui mercati ci sono tre considerazioni principali:

1. La crescita economica è sempre più estesa e sincrona e spinge le probabilità di recessione sempre più in basso
2. L'inflazione, data per morta dal consenso, potrebbe iniziare a salire, senza peraltro arrivare a livelli di fastidio
3. Le politiche monetarie saranno meno espansive, ma non ancora restrittive, e le politiche fiscali stanno provando a diventare più espansive.

Sono tutti fattori positivi per i mercati, che però scontano una notevole lunghezza dell'attuale ciclo espansivo e delle valutazioni piuttosto elevate che li rendono più vulnerabili alle incertezze politiche prima evidenziate. Quindi i mercati possono essere ancora soggetti ad un andamento positivo, ma non privo di scossoni che crediamo possano manifestarsi più facilmente nel corso del 2018.

In questo scenario ci sono quindi diversi spunti per continuare ad essere moderatamente ottimisti, sia pure con la cautela dovuta al fatto che, a tendere, ci sarà un minore sostegno monetario e persisteranno ineliminabili rischi geopolitici. Nel complesso però, dato lo scenario, crediamo sia corretto continuare a rimanere più ottimisti e costruttivi sui mercati azionari rispetto a quelli obbligazionari, dove ci aspettiamo rendimenti meno interessanti dalle obbligazioni governative core e societarie (non subordinate) nei paesi sviluppati. I tassi reali, i tassi nominali e gli spread creditizi sono troppo bassi e non remunerano adeguatamente rispetto ai rischi di una risalita e di un potenziale aumento della pendenza delle curve dei tassi d'interesse. Il livello dei tassi oggi è incoerente sia con i segnali di ripresa economica globale, che con una

modesta tendenza verso livelli di inflazione più elevati. Infatti il livello dei tassi risente ancora dell'intervento sui mercati delle banche centrali, anche se nel tempo questa presenza è destinata nel tempo a ridursi. Il rischio per il mercato obbligazionario è che persista tra gli investitori l'interesse a ricercare e ad accumulare rendimenti, seguendo una "storia" che crediamo sia ormai logora e superata: quella dei rendimenti bassi per il lungo periodo ("lower for longer"). Lo scenario suggerisce di mantenere una duration abbastanza limitata e di ricercare il rendimento in alcune forme di rischio di credito specifiche come il debito subordinato dei finanziari, il debito ibrido di emittenti europei o il debito dei paesi emergenti (in valuta forte o locale in modo selettivo dove i rendimenti reali sono elevati).

Sul mercato azionario lo scenario è coerente con una ulteriore fase di rialzo, che per alcuni mercati potrebbe essere più forte rispetto ad altri. Il miglioramento generalizzato della crescita economica e degli utili aziendali potrà infatti aiutare l'azionario anche in presenza di politiche monetarie meno espansive. Non è però detto che i rendimenti possano raggiungere i livelli di quest'anno.

Gli Stati Uniti saranno come sempre il mercato guida. Anche se sono un mercato correttamente valutato e reduce da un lungo ciclo di rialzi, sono possibili ancora 3/6 mesi di rialzi, soprattutto se il Dollaro non si apprezzerà troppo e se la amministrazione non sarà attirata dal voler intraprendere mosse politiche troppo eterodosse. Tuttavia le migliori potenzialità potremmo vederle in Giappone, dove i fondamentali sono in costante miglioramento e il peso nei portafogli degli investitori è ancora limitato, oppure nei mercati emergenti e nell'area Euro. Infine crediamo che nei prossimi mesi, con il progressivo minore supporto delle banche centrali, sarà necessario focalizzarsi sulla selezione

dei titoli guidata da forti elementi di valutazione fondamentale, piuttosto che da esposizioni passive ai mercati.



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 risolvesse 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.