



Scenario di Mercato Fine Gennaio 2018

Scenario Macroeconomico Centrale al 19/01/2017

Lo scenario macroeconomico continua a migliorare e la crescita globale, che nel secondo semestre del 2017 ha accelerato, sembra poter continuare a farlo anche nella prima parte del 2018. Con una crescita economica più vivace cresce anche il rischio di vedere inflazione in ripresa e soprattutto aumentano i test per le politiche monetarie che si devono adeguare al nuovo regime senza rovinare la stabilità dei mercati. Ormai sono molti gli analisti che parlano di una seconda parte del 2017 come di un periodo di crescita sincrona e sopra il trend degli ultimi anni, con diverse aree, come l'area Euro, dove si nota la ripresa degli investimenti che in passato erano stati molto trascurati. E sono altrettanti gli analisti che prefigurano una continuazione di questa fase positiva anche nella prima parte del 2018 quando le politiche economiche non avranno molto tempo per aggiustarsi in modo significativo e rischiare di rabbuiare lo scenario. Il PIL globale potrebbe salire a +3.7% dal possibile +3.6% del 2017 (stime IMF), rispetto al +3.2% visto nel 2016.

Stati Uniti

Gli USA sono ormai in una fase di crescita vicina a +2.5% e quindi possono per la prima volta da anni battere le stime di crescita della FED. Il mercato del lavoro è da mesi al pieno impiego e ormai offre segni abbastanza inequivocabili di generare qualche pressione salariale che dovrebbe poi trasferirsi anche sui prezzi finali e su una domanda interna più vivace del normale. Gli USA però hanno mostrato che da parte delle banche centrali non vi è alcuna intenzione di accelerare, poiché si teme che i mercati possano reagire negativamente alla rimozione dell'accomodamento. A Dicembre l'amministrazione USA ha approvato la tanto attesa riforma fiscale che prevede una riduzione generale delle aliquote sui redditi personali, finanziate in parte da una riduzione dell'importo degli interessi passivi deducibili e da una riduzione delle deduzioni sulle tasse locali. Aumenta anche la soglia di esenzione per la tassa patrimoniale.

Per il 2018 pensiamo sia difficile non credere che rimangano decisamente pianificati altri 3 rialzi da 25 bp ciascuno (nonostante qualche recente commento di alcuni Governatori FED). I rialzi sono però ancora del tipo "data dependent": ovvero possono essere interrotti o invertiti se l'economia o i mercati dovessero soffrire. Quindi dobbiamo aspettarci una FED decisa a rimuovere lentamente l'accomodamento monetario, come da previsioni, e molto attenta a pilotare la forward guidance in modo che il mercato non si spaventi. La guida potrebbe essere quella di monitorare che i tassi reali a lunga scadenza (10 anni) non subiscano un violento rialzo dai 30 bp attuali verso i 100 bp, dove in passato è partita la recessione. Questo estremo gradualismo nella risalita dei tassi reali d'interesse inoltre

aiuta a tenere debole il Dollaro e restituisce parte dell'espansione tolta con i tassi d'interesse. Nella sostanza quindi ci aspettiamo una FED in graduale azione restrittiva, molto attenta a comunicare il proprio gradualismo al mercato, cercando di non far partire al rialzo i tassi reali.

Area Euro

Nella zona Euro le cose vanno bene come mai dal 2011, anzi forse meglio di allora. Poiché la base di crescita è allargata a tutti i Paesi Membri e poiché la maggior crescita ha sorpreso per velocità di realizzazione e sta progressivamente andando ad erodere l'output gap accumulatosi dopo la crisi. Il livello di ottimismo registrato dai sondaggi tra imprese e famiglie è molto alto: non è più solo l'export a trainare la crescita ma anche la domanda interna. Dopo anni di stagnazione pare proprio che la reflazione monetaria e soprattutto una progressiva neutralità nella posizione fiscale inizino a produrre effetti significativi. Il PIL ora viaggia al ritmo del +2.8% tendenziale. In Germania è finalmente stato raggiunto un accordo per una nuova edizione della coalizione CDU-SPD dopo le elezioni dello scorso Settembre. La CDU ha dovuto cedere tre ministeri di peso agli alleati. Il congresso della SPD dovrà approvare l'accordo nei prossimi giorni. Resta da vedere se le linee strategiche di un aumento dei contributi tedeschi alla UE, di una maggiore forza e migliore rappresentanza del parlamento UE e di una fiscalità dei paesi membri più omogenea saranno confermate.

Giappone

Anche il Giappone continua a migliorare e ad irrobustire la sua crescita (+1.5%) con segnali di un lento miglioramento delle disponibilità reddituali delle famiglie, favorite dalla riforma Abe e da politiche monetarie e fiscali ancora ampiamente espansive. I salari iniziano a crescere a ritmo più alto rispetto alle medie del passato e le donne stanno tornando al mondo del lavoro, migliorando il profilo reddituale delle famiglie.

Cina

La Cina per ora non sembra avere segni di rallentamento ciclico. Nonostante l'azione di riduzione dell'espansione del credito (che tiene i tassi d'interesse sotto pressione e lo Yuan forte), la ristrutturazione del settore industriale statale e la volontà di contenere la speculazione immobiliare, l'economia non sembra aver ancora accusato il colpo e la crescita rimane vicina al 7%, anche se molti osservatori la danno per calante nel corso del 2018.

Mercati Emergenti

Con le tendenze positive dei paesi sviluppati crescono le potenzialità anche di quelli emergenti che questa volta sono andati al traino dei primi, ma hanno ottime possibilità di crescere in modo sempre più autonomo. In particolare nell'EEMEA dove i paesi balcanici possono approfittare della forza ciclica dell'area euro e quelli del medio oriente (tensioni belliche permettendo) della ripresa dei prezzi

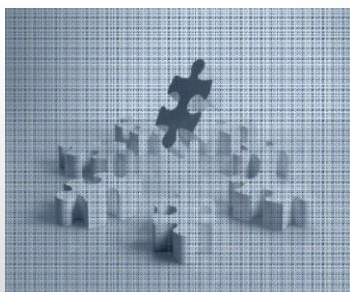
petroliferi. L'India inizia a vedere la fine dell'impatto negativo delle grandi riforme del 2017 (demonetizzazione e IVA) e offre indicazioni di poter ritornare sopra il +7% nel 2018. La ripresa dei prezzi delle materie prime sta aiutando il Brasile ad uscire dalle difficoltà della passata recessione, anche senza essere riuscito a fare la riforma delle pensioni: potrebbe infatti riuscire a raggiungere un +3% quest'anno dal +1.1% del 2017. Anche in Russia, nonostante le difficoltà imposte dalle sanzioni per la Crimea e un sistema bancario privato con gravi difficoltà, il ciclo economico sta tenendo bene, avvantaggiandosi anche di tagli nei tassi d'interesse ufficiali e di una possibile apertura verso un budget espansivo per la prima volta dal 2012. E proprio la ripresa del commercio mondiale e delle materie prime rende tutto il blocco emergente sempre più direzionato verso tassi di crescita più elevati. Il ciclo quindi appare solido e sopra trend, confermandosi uno dei più longevi. Il fatto che l'inflazione non abbia ancora seguito la crescita sopra il trend ha reso possibile che le condizioni finanziarie (da quelle dettate dalle politiche monetarie a quelle concesse dalle valutazioni elevate dei mercati dei capitali) rimanessero particolarmente espansive e di supporto. Questa situazione però dovrebbe e potrebbe cambiare nel corso dell'anno. Con questi dati ciclici positivi e dopo aver accumulato e anni di allentamento monetario, è chiaro che la direzione delle politiche monetarie diventerà sempre più restrittiva e che la riduzione dell'accomodamento potrà anche accelerare.

Concludendo

Per il quarto trimestre 2017 sono attesi utili per azione in crescita a +10% a/a sia negli USA che in Europa, e +5% in Giappone. Il trend potrebbe anche essere migliore nella prima parte del 2018 per gli USA e il Giappone, mentre l'area Euro potrebbe risentire dell'Euro forte. In realtà crediamo che tutto si giocherà su cosa succederà nella seconda parte dell'anno (banche centrali) e sulla dinamica dell'inflazione (o sulle aspettative). Così come l'espansione monetaria ha contribuito a reflazionare le economie dei paesi sviluppati, anche la maggiore crescita economica con l'attuale stabilizzazione e ripresa dei prezzi delle materie prime rinvigorerà l'inflazione, smentendo chi preconizzava l'ingresso nella fase secolare del "new normal" o la "secular stagnation" della bassa crescita nominale e dell'assenza dell'inflazione. Se l'inflazione, magari con qualche sorpresa nella tempistica, rialzerà la testa, allora potremmo vedere mercati iniziare a temere un'accelerazione nella restrizione monetaria da parte delle banche centrali e una risalita dei tassi reali (soprattutto negli USA) e quindi reagire malamente facendo salire la volatilità dai minimi storici attuali. In termini geografici crediamo però che si debba fare attenzione all'area Euro, dove le potenzialità di ripresa degli utili ci sono, ma la loro entità potrebbe essere minata dalla forza dell'Euro e risultare inferiore alle attuali stime ottimistiche di crescita, portando ad una rapida vendita di posizioni molto affollate. Minore attenzione la richiederanno gli USA e il Giappone, come pure gli emergenti, dove ci sono forti probabilità di crescita degli utili. Al contrario per le obbligazioni dei paesi sviluppati (governativi e credito) il futuro rimane piuttosto grigio fin da subito. I tassi nominali e gli spread sono a un livello in cui

solo l'improvviso arrivo di una recessione a partire dal 2019 giustificerebbe le valutazioni dei mercati obbligazionari, soprattutto di quelli governativi. Anche ipotizzando che le banche centrali optino per una riduzione molto graduale dell'accomodamento monetario, lo spazio di discesa dei rendimenti è minimo e con esso le possibilità di fare rendimento. Al contrario la risalita (anche non violenta) dei tassi nominali o di quelli reali rischia di portare a perdite. Con la fine dei QE le banche centrali non saranno più compratrici a mani basse dei titoli sul mercato, rendendolo più volatile e vulnerabile. Un mercato dove la concentrazione delle posizioni è elevata a causa di molti investitori che hanno accumulato posizioni sposando lo scenario del "new normal" e dei tassi d'interesse bassi per sempre. Oggi la sorpresa ciclica mette in serio dubbio la validità di questo scenario. Il vero rischio è che la visione di un'inflazione in lenta ripresa si riveli errato. Questa spinta dalla crescita sincrona e dalla ripresa delle materie prime potrebbe sorprendere al rialzo, passando dagli attuali livelli che la vedono nei pesi sviluppati tra 1-2% a nuovi livelli tra 2-3%. Questa evoluzione oggi inattesa, metterebbe in crisi il mercato obbligazionario. La forward guidance delle banche centrali andrebbe rivista in modo sensibile. Il gradualismo e la grande cautela correttamente predicate finora dalle banche centrali potrebbero rivelarsi un boomerang e metterle più facilmente nella condizione di commettere errori di politica. Il rialzo atteso dei tassi reali potrebbe mettere in difficoltà anche i mercati azionari, spaventati dalle prospettive di una restrizione monetaria che subirebbe un'inattesa accelerazione. Questo particolare Scenario, che oggi sarebbe di tipo discretamente "contrarian", non ci è del tutto estraneo. Anzi, è forse quello che più temiamo possa emergere a medio termine, durante la parte centrale dell'anno, poiché sarebbe favorito dalla

crescita economica, da mercati del lavoro in continua ripresa e da salari che ormai devono salire per consentire alle imprese di aumentare i fatturati e i profitti. Quindi per il medio termine non ci sentiamo di essere positivi a qualunque costo, neppure sulle azioni, dove suggeriremmo di fare attenzione ad una improvvisa presa di beneficio che sarà inevitabile dopo nove anni di salita ininterrotta



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.