



## Scenario di Mercato Fine Febbraio 2018

## Scenario Macroeconomico Centrale al 20/02/2018

Small Potatoes”. In questo modo, giovedì 8 Febbraio, il Presidente della FED di New York ha battezzato, provando a sminuirne il senso, la settimana negativa dei mercati mondiali che li ha portati a perdere 5.000 Mld \$ di capitalizzazione, oltre a far esplodere la volatilità a livelli che non si erano più visti dal 2015. La domanda da porsi ora è se Dudley abbia ragione e si sia trattato solo di una inevitabile correzione salutare in un contesto che rimane ancora positivo per economie e mercati azionari, oppure se queste giornate non siano state altro che l’inizio di una correzione che porterà i mercati azionari a perdere ancora terreno ed entrare in una fase negativa in grado di generare quella restrizione delle condizioni finanziarie che tipicamente anticipa l’inizio della recessione. Il fatto che oggi i “fondamentali”, leggi la robustezza della crescita economica e degli utili aziendali, siano globalmente solo migliorati ci rassicura molto e ci fa propendere per dare ragione a Dudley, almeno per ora. Infatti la violenza e la tipologia dell’innesco di questo movimento – occorso proprio durante una fase di espansione economica globale degli utili aziendali importante e nel mezzo di un elevato e diffuso ottimismo sulle potenzialità economiche dei prossimi mesi – ci porta a rispolverare ragionamenti fatti tempo addietro, quando sottolineammo – in opposizione ad un diffuso consenso e al marketing delle Banche Centrali - che abbandonare una politica espansiva così massiccia e prolungata non sarebbe stato privo di conseguenze

negative importanti. Nonostante questi concreti rischi per fortuna lo scenario continua ad essere positivo per la crescita globale, anche se nel 2018 potrebbe mancare quella forte accelerazione che invece ha caratterizzato la seconda parte del 2017. Tuttavia la buona velocità di crociera raggiunta a fine 2017 appare sostenibile anche per la prima parte del 2018. Di particolare interesse per confermare la validità della crescita economica è la dinamica globale degli investimenti e soprattutto l'accelerazione degli utili societari che per USA, area Euro, Europa, e alcuni Paesi Emergenti è a doppia cifra per il 2018 e ancora positiva per il 2019. Quindi, per il momento, non vi sono motivi per credere che il +3.6% di crescita economica globale del 2017 non sia ripetibile anche nel 2018. Inoltre il rischio di una decelerazione economica in Cina non sembra ancora significativo, visto il processo di deleverage finanziario molto graduale, selettivo e protetto che aiuta a mantenere basse le probabilità di recessione, nonostante la lunga durata dell'attuale ciclo economico. Tuttavia qualcosa nello scenario è cambiato: il contesto deflazionistico è ormai alle spalle e la convinzione che l'inflazione possa rimanere schiacciata su valori tra -1% e +1%, lontana dai livelli cd "neutrali" o dai target delle banche centrali, inizia ad incrinarsi considerevolmente. Inizia cioè a prendere piede il timore che, nonostante i trend demografici e nonostante il progresso tecnologico, l'inflazione non sia morta e che anzi sia in procinto di risvegliarsi per riportarsi su livelli storicamente fisiologici. Oggi l'inflazione rischia di subire più pressioni al rialzo che non al ribasso. Infatti la crescita economica è più veloce e robusta, sta finendo la deflazione nei prezzi delle materie prime, ci sono paesi come USA, Germania e Giappone con un mercato del lavoro

in pieno impiego e spazi ormai ridotti nei livelli di capacità produttiva inutilizzata, la Cina che ha smesso di essere un motore di deflazione salariale globale e infine la grande abbondanza di liquidità immessa dalle banche centrali non è ancora terminata. Tutti questi sono fattori che possono aumentare il rischio di avere una inflazione che torna su valori più alti, ovvero che torna a comportarsi come una volta e a salire nella fase terminale di espansione ciclica. I segnali per poter rivedere inflazione più alta ci sono tutti: lo abbiamo visto con i dati di ISM USA dove l'indicatore dei prezzi pagati è salito in modo deciso. Lo abbiamo poi visto con i dati sui salari USA di Dicembre e Gennaio che dimostrano come la manodopera inizi a scarseggiare e a creare pressione sui salari. La stessa riforma fiscale USA consente alle imprese di concedere aumenti ai lavoratori che per le imprese possono essere scontate dalla base imponibile. Non è assurdo ipotizzare che nei prossimi 18 mesi, se il tono della crescita economica rimarrà al livello attuale, l'inflazione di paesi come gli USA o quelli dell'area core europea (Germania) riesca a riportarsi su valori compresi tra 2/3% per anno, seguendo la normale dinamica ciclica e ritornando su livelli del tutto normali e fisiologici se ripensiamo il ventennio degli anni '90 e 2000. Anche in Giappone, storicamente il paese che è stato re della deflazione, i segnali mostrano la possibilità che l'inflazione abbia iniziato una lenta traiettoria positiva. Quindi stiamo passando da una visione collettiva di economie senza inflazione ad un nuovo stadio in cui il rischio di maggiore inflazione è concreto e le banche centrali temono di doverne iniziare a tenere conto.

## Stati Uniti

Negli USA la FED ha reiterato l'impostazione sul futuro della politica monetaria che era già stata delineata lo scorso Dicembre. I dati macro delle ultime settimane hanno infatti confermato che la crescita economica rimane stabile intorno a +2.5% reale e che l'inflazione core sta muovendo verso 2%, per cui diventa opportuno e necessario operare almeno altri 3 rialzi da 25 bp nel 2018, come indicato dagli ultimi "FED dots" di Dicembre. Questa impostazione non sembra essere in discussione all'interno del FOMC, neppure dopo il cambio della guardia del chairman e con il rituale rinnovo del FOMC di ogni inizio anno che attua la turnazione dei membri rotanti (anche se sono prossime sia l'uscita di scena e la sostituzione del Governatore della Fed di NY Dudley, che la nomina del vice chairman, dopo le dimissioni di Fisher l'Ottobre scorso). Il nuovo chairman Powell non sembra che voglia modificare l'attuale impostazione di graduale normalizzazione monetaria, fatta di rialzi dei tassi e di lenta riduzione del bilancio con la vendita dei titoli.

## Area Euro

Nell'ultimo consiglio direttivo della BCE, contrariamente ad attese che facevano prevedere toni più restrittivi, non abbiamo avuto novità ufficiali in tema di politica monetaria. La BCE non ha modificato la sua Forward Guidance, continuando a mantenere incerto il destino del QE dopo Settembre 2018, quando avrà termine il programma da 30 Mld € di acquisti netti al mese, e ha ribadito che i tassi rimarranno al livello attuale ancora per un esteso periodo di tempo e che il primo rialzo dei tassi avverrà ben oltre la fine

degli acquisti netti. Quindi, nonostante i miglioramenti ciclici registrati dalla zona Euro, lo scenario economico per la BCE continua a presentare rischi bilanciati. Ed è probabilmente il livello del cambio dell'Euro, che in un anno si è apprezzato di quasi il 20%, che ha suggerito alla BCE di non modificare nulla a questa tornata. Draghi ha tenuto a ribadire che il livello dell'Euro potrebbe rivelarsi una delle variabili che rendono il livello di accomodamento monetario inferiore a quello desiderato e necessario a raggiungere, nel medio termine, un'inflazione al 2%. Nella conferenza stampa Draghi è stato piuttosto esplicito e critico riguardo l'inopportunità delle dichiarazioni rilasciate dal ministro del tesoro USA Mnuchin a Davos (poi tardivamente ritrattate) sull'importanza di un dollaro debole per gli USA. Tuttavia, come già nei mesi precedenti, il dopo-meeting ha visto uscire allo scoperto il team dei Falchi (guidato da Weidmann e dal blocco dei paesi del nord Europa) che ha fatto chiaramente intendere che all'interno della BCE sta maturando la convinzione che il QE debba terminare a Settembre 2018. Inoltre la BCE dovrebbe dare prima di allora una indicazione temporale di quando operare il primo rialzo dei tassi (metà 2019 ?). Nulla è stato ancora discusso e deciso, ma probabilmente Marzo potrebbe essere la data giusta in cui prendere la decisione. Ma al di là della facciata, con un'economia così in ripresa, le forze dei "Falchi" stanno iniziando a prendere il sopravvento su quelle delle "Colombe" e il fatto che Draghi sia in scadenza a Novembre 2019 non giova alle "Colombe". E con l'emersione dei "Falchi" il mercato scommette con maggior forza sul fatto che siamo sempre più vicini alla fine della politica monetaria super espansiva della BCE, con l'inevitabile riflesso sulla forza dell'Euro e sulla futura direzione dei tassi d'interesse

(a salire). Inoltre ci sarà un impatto negativo sulla liquidità, causato dalla fine dell'espansione dei Bilanci delle Banche Centrali, che per anni hanno alimentato l'inflazione delle attività finanziarie e la soppressione della volatilità. Ma la vera variabile da tenere d'occhio è l'Euro: se dovesse continuare ad apprezzarsi (1.30- 1.35) sulle attese di normalizzazione monetaria e per paura di un deficit USA fuori controllo, il suo impatto restrittivo potrebbe scombinare del tutto questo scenario, mettere in difficoltà le borse e il raggiungimento del target d'inflazione al 2%, costringendo la BCE a fare veloce marcia indietro.

## Concludendo

I timori di inflazione (moderata) che riemerge, dopo essere stata data per morta, e la prospettiva di un minore supporto di liquidità erogata dalle banche centrali possono spingere, insieme alla traiettoria del Deficit USA, al rialzo i tassi d'interesse e possono far nascere il sospetto di essere entrati in un bear market obbligazionario che porterà a rendimenti nominali più alti. Se i paesi sviluppati dovessero mantenere l'attuale tasso di crescita reale tra +2% e +3%, con solo 1% di inflazione, potremmo raggiungere ritmi di crescita nominale tra +4% e +5%. Questi valori cambierebbero radicalmente lo scenario ancora dominante nel consenso e nell'impostazione delle politiche monetarie. Infatti storicamente i rendimenti dei governativi decennali hanno sempre seguito o si sono adeguati ai livelli del tasso di crescita nominale dell'economia. Ma oggi non esiste nessun mercato obbligazionario sviluppato che abbia rendimenti governativi tra +4% e +5%. Quindi potremmo avere tassi d'interesse nominali in salita che impediranno di

avere ritorni attesi positivi dai mercati obbligazionari, sia governativi che creditizi, dato il basso livello degli spread. La domanda è se la risalita dei tassi sarà in grado di deragliare anche la traiettoria positiva dei mercati azionari. Crediamo che la risposta di breve termine sia no. La recessione negli USA appare ancora lontana, nonostante la maturità di questa espansione ciclica. Anzi per ora permane un livello ancora elevato di ottimismo e ci sono aree che sono in ritardo ciclico rispetto agli USA. Anche la creazione di maggior deficit negli USA (tra riforma fiscale e budget biennale) creerà aspettative di una crescita più elevata, anche se forse più nominale che reale. Gli utili societari sono in espansione e con il ribasso di Febbraio le valutazioni azionarie si sono abbassate. Inoltre è possibile che prenda vigore uno spostamento di allocazione dalle obbligazioni alle azioni. Storicamente se si guarda alle valutazioni azionarie e le si confronta con quelle obbligazionarie si scopre che sono le ultime ad essere fuori fase (complice il QE). Quindi ci sarebbe ancora spazio per far salire i tassi d'interesse nominali, senza danneggiare significativamente il mercato azionario. Non crediamo che nell'immediato né la salita della volatilità, né dei tassi d'interesse nominali, che riteniamo continueranno, potranno incidere in modo decisivo e negativo sulle valutazioni nelle prossime settimane.

Tuttavia ci sono due elementi di preoccupazione di medio termine per le azioni che dobbiamo iniziare a tenere presente e che raccomandano una prudenza crescente nel corso dell'anno:

1. Il più immediato è quello di come reagiranno i mercati alla normalizzazione dei bilanci delle banche centrali che in termini di variazione della liquidità immessa nel sistema già dal 2018 potrebbe essere consistente e



risultare in una inversione di tendenza che si innesta su mercati che sono stati abituati da anni ad un supporto di liquidità incondizionato;

2. L'altro è che la spinta di un Dollaro debole e di un deficit federale crescente, creando una reflazione positiva e superiore alle attese (inizialmente positiva per le azioni), potrebbe portare il mercato a credere che la FED sia costretta a cambiare passo e ad accelerare i tempi sulla salita dei tassi d'interesse.

Questo si sommerebbe all'effetto di aumento dell'offerta di debito pubblico sul mercato primario, facendo così salire e irripidire la curva dei rendimenti anche reali a lungo termine ben oltre i livelli attuali. Le banche centrali in questi anni di politiche monetarie super sperimentali hanno continuato ad ipotizzare ottimali sentieri di graduale normalizzazione dei tassi d'interesse e riduzione dell'espansione monetaria creatasi con l'acquisizione di una montagna di titoli in portafoglio. Questa accumulazione ha sospinto le valutazioni finanziarie ai livelli elevati attuali "desensibilizzando" per anni gli investitori sul tema del rischio e creando assuefazione ad una potentissima droga monetaria. Il crollo della volatilità visto nel 2016 e 2017 è figlio del QE e il QE è anche il padre di una corsa al rendimento e alla creazione di leva finanziaria finalizzata alla ricerca di un rendimento perduto e velocemente scippato dai mercati proprio dalle banche centrali. Il QE ha creato un'inflazione finanziaria massiccia e ha portato ad una concentrazione delle posizioni che rende intrinsecamente debole la struttura interna dei mercati.

Il crollo dei mercati di inizio Febbraio e la violenta risalita della volatilità sono la testimonianza di questa debolezza strutturale del mercato e dei livelli di posizionamento che si sono potuti raggiungere e costituiscono un test di quello che

può attenderci nei prossimi mesi. L'ingerenza monetaria esercitata dalle banche centrali degli ultimi 8 anni a livello globale è stata enorme (espansione dei bilanci delle banche centrali che varia dal 100% del PIL per Giappone e Svizzera, a oltre il 30% dell'area Euro, al 24% degli USA e al 15% dell'Inghilterra). Una massiccia dose resa necessaria dalla grande crisi, che ha indubbiamente aiutato le economie a prendere tempo e ristrutturarsi, evitando un collasso del sistema finanziario ed economico globale. Ma che ha anche avuto l'effetto di assuefare i mercati a una potentissima cura farmacologica. Ora questa liquidità va a ridursi, lasciando il paziente esposto ad un brusco risveglio a cui deve abituarsi. La strada per ritornare alla normalità monetaria passerà inevitabilmente attraverso una serie di "crisi di astinenza" che non potranno essere del tutto indolori e dove i mercati dovranno convivere con maggiore volatilità, selettività e con un minore supporto da parte delle banche centrali. Nella sequenza ormai ben definita che prevede prima la riduzione degli acquisti netti e il mantenimento dei reinvestimenti, poi i primi rialzi dei tassi di interesse, poi l'azzeramento dei reinvestimenti e infine la liquidazione dei titoli in portafoglio, ci sono molti rischi di commettere degli errori (di esecuzione o di comunicazione), con il rischio di generare impatti negativi sui mercati. La frase pronunciata dal Governatore FED di NY Dudley che citavamo all'inizio potrebbe proprio sottintendere che il supporto delle banche centrali non potrà essere più incondizionato come prima e che i mercati dovranno abituarsi ad un aggiustamento naturale di diversi parametri prima distorti dalle azioni della politica monetaria. Le sofferenze evitate grazie agli interventi delle banche centrali negli anni passati dovranno in qualche modo essere "pagate" in futuro. Speriamo solo in parte, grazie al tempo concesso dal QE per le ristrutturazioni e per riprendere a

crescere. Per questo, fino a che la situazione dei fondamentali rimane di crescita e con utili in espansione, anche una salita dei tassi nominali e una moderata salita di quelli reali non dovrebbe deragliare la possibilità dei mercati azionari di fare il loro dovere. Ma nel medio termine il rischio di non riuscire a completare la difficile esecuzione della normalizzazione monetaria crescerà in modo sensibile, esponendo il mercato a fasi molto più volatili e mostrando livelli di concentrazione delle posizioni squilibrate rispetto alla solidità strutturale interna dei mercati, con il rischio di avere una forte rivalutazione delle valutazioni azionarie.



#### **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.