



Scenario di Mercato Fine Aprile 2018

Scenario Macroeconomico Centrale al 30/03/2018

Prime crepe nello scenario «Goldilocks», ovvero crescita economica senza inflazione, bassa disoccupazione e bassi tassi di interesse. Con l'approssimarsi del G20 a Buenos Aires, sia il Fondo Monetario che l'OCSE vedono proseguire anche quest'anno il positivo trend di crescita del 2017. Le due organizzazioni stimano che la crescita economica globale, a livello di G20, del 2018 e del 2019 sarà a +3,9%, ovvero più elevata di quella del 2017 (+3,6%) e superiore al potenziale di medio termine, grazie alla crescita degli investimenti privati, del commercio globale e di un consolidamento su valori elevati della fiducia di imprese e consumatori. Il livello di stimolo monetario globale viene indicato come ancora accomodante, mentre le politiche fiscali negli USA, in Cina e in Germania sono orientate su di una traiettoria più espansiva. Ciononostante i rischi di una rapida risalita dell'inflazione globale non sono contemplati. Questo è ancora uno scenario da Goldilocks (ovvero ideale): FMI e OCSE vogliono convincerci che il bicchiere è più che mezzo pieno. Ma forse non è proprio così semplice e i rischi di un rallentamento sono cresciuti, soprattutto in Europa e Giappone, con implicazioni globali. Il rischio di vedere della flessione ciclica è in aumento, come pure quello di entrare in una recessione nei prossimi 24 mesi (gli USA sono il candidato principale), anche se quest'ultima possibilità non ha raggiunto ancora livelli particolarmente preoccupanti. E infatti i mercati, con i loro asfittici rimbalzi successivi alla correzione del Febbraio scorso, ci sembra abbiano “fiutato”

che qualcosa non va più come prima e che il 2018 non sarà poi un Goldilocks come FMI e OCSE vogliono farci credere. Se ci limitiamo ai dati di fine 2017 e d'inizio 2018 le indicazioni positive del FMI e dell'OCSE sono difficilmente discutibili: la crescita rimane positiva e sincrona e pare difficile intravedere recessioni o importanti fasi di flessione. Anche alcune previsioni sui futuri andamenti a livello di G20 sono condivisibili: ad esempio paesi come India, Brasile e Russia hanno spazio per aumentare il tasso di crescita. La tesi che vogliamo sostenere nello scenario centrale è che abbiamo iniziato il 2018 con livelli di espansione economica piuttosto elevati rispetto agli attuali tassi potenziali di sviluppo e con aspettative ancora molto positive, che sono forse non più attuali poiché sotto traccia stanno prendendo corpo situazioni in grado di produrre qualche delusione per i mercati, potenzialmente anche significative. Come si comincia a vedere dai dati ciclici di Gennaio e Febbraio, ci sono aree e paesi la cui dinamica ciclica positiva sta incontrando resistenze e dove la capacità di proseguire la crescita economica del 2017 è già intaccata: l'area Euro, il Giappone e l'Inghilterra. I primi due hanno avuto una partenza difficile sul fronte della produzione industriale, un dato che spiega tantissimo del PIL di un paese, la cui dinamica ha subito una battuta d'arresto. Sono entrambi paesi che esportano molto e che hanno subito negli ultimi mesi un notevole apprezzamento del cambio. Tuttavia la situazione generale, se analizzata più da vicino, mostra oggi alcune importanti zone d'ombra e rischi, soprattutto di "interferenza" politica, che ci portano a ritenere poco probabile uno scenario Goldilocks anche nel 2018.

Stati Uniti

Gli USA, sebbene ancora intrappolati da una domanda per consumi che appare muoversi inspiegabilmente ancora con il freno tirato, hanno la possibilità di elevare al margine il loro tasso di crescita economica e di tenerlo vicino a +2.5%. I dati visti finora, a partire dalla produzione industriale e dalla capacità produttiva utilizzata sono in ripresa e la fiducia delle imprese e dei consumatori rimangono molto elevate. La debolezza del Dollaro insieme alla riforma fiscale stanno dando una mano decisiva al successo delle aziende americane che sembrano destinate ad avere profitti in crescita a doppia cifra anche quest'anno. Pare così improbabile che qualche paese di rilievo economico possa entrare ora in una fase recessiva, anzi due ritardatari come Brasile e Russia ne stanno uscendo, sia pure a fatica, rendendo ancora attuale il tema della crescita sincrona che è stato un tema fondamentale per il rilancio economico nel 2017. L'escalation nelle ritorsioni commerciali, avviato dagli USA secondo un copione molto caro a Trump e alla politica economica dell'America First, è uno dei rischi oggi più rilevanti nello scenario. Se l'amministrazione USA, che è al centro di un turnover di personale senza precedenti favorito da Trump che si sta circondando di fedelissimi, dovesse continuare sul sentiero delle minacce tariffarie, soprattutto contro la Cina, le aspettative inizierebbero a spostarsi verso una minore crescita economica globale attraverso la riduzione del commercio globale che è stato uno dei principali motori della crescita del 2017.

Area Euro

Nonostante diversi istituti di ricerca, tra cui anche la BCE, abbiano leggermente ritoccato al rialzo la crescita del 2018 per l'Area Euro (+2.4%), la nostra sensazione è che quest'anno sarà molto difficile fare meglio del 2017 e avere sorprese positive sulla crescita economica. Anzi temiamo che stiano già lavorando fattori in grado di portare ad una leggera flessione ciclica: tra questi citiamo la forza dell'Euro e l'intensificarsi delle minacce all'espansione commerciale da cui la crescita europea continua a dipendere in modo essenziale, insieme ad una bassa dinamica dei redditi che in molti paesi limita la domanda interna per consumi, come è ben evidente dalla staticità dei tassi d'inflazione. Infine l'incertezza sul processo politico europeo, con numerosi blocchi politici su posizioni contrastanti, dovrebbe tenere depressa anche l'attività riformista europea che potrebbe compensare queste difficoltà.

Giappone

Anche il Giappone ha iniziato a deludere sul fronte degli ultimi dati ciclici. Lo Yen forte sta limitando la principale arma di espansione per l'economia, che rimane l'export, mentre il processo di modernizzazione del mercato del lavoro, che procede con lentezza, non è ancora in grado di compensare. Inoltre il rischio politico è in aumento, con il governo Abe che si trova politicamente sotto scacco per l'emersione di connivenze di alto livello. L'apertura di una crisi politica oggi, in un momento in cui il Giappone è nella piena attuazione dell'Abenomics, sarebbe evento poco opportuno.

Inghilterra

Con la Brexit e grazie ad una rigida posizione della UE, l'Inghilterra si è infilata in un caos politico e diplomatico che sta incidendo in modo sempre più significativo sui nuovi investimenti, frenando la crescita attuale e potenziale. Con il +1.5% di crescita crediamo che l'Inghilterra abbia già realizzato un successo, avendo sostanzialmente potuto sfruttare proprio la passata svalutazione della Sterlina per rimanere attiva e competitiva, almeno sul piano industriale e manifatturiero. L'incertezza sulla Brexit rimane, anche se un accordo bozza sui tempi del periodo di transizione, ovvero 21 mesi a partire dal Marzo 2019 e fino a Dicembre 2020, è stato trovato con sollievo per il mercato e la Sterlina, poiché si evita una uscita scomposta e caotica dalla UE. Tuttavia non toglie il vero problema su cui le imprese cercano risposte per programmare la loro esistenza e gli investimenti, ovvero i contenuti della fase successiva quando l'Inghilterra sarà fuori dal Mercato Unico su cui manca ancora visibilità. Quindi vediamo come la crescita economica positiva trovi nei movimenti valutari avversi (forza di Euro e Yen) uno dei venti contrari più efficaci e rilevanti, soprattutto quando e dove il mercato del lavoro e/o la politica fiscale non agevolano l'instaurarsi di un sufficiente livello di dinamica positiva dei redditi reali delle famiglie, necessario per rafforzare la crescita della domanda Interna e quindi quella economica complessiva.

India

L'India sembra poterci riuscire con una certa facilità, avendo ormai digerito le due importanti e strutturali riforme della tassazione indiretta e della demonetizzazione.

Brasile

Il Brasile difficilmente potrà fare peggio del 2017, nonostante l'incertezza per l'esito delle elezioni presidenziali di Ottobre, visto il contributo espansivo prodotto dal ciclo di ribasso dei tassi d'interesse.

Russia

La Russia, forte della recente riconferma plebiscitaria di Putin che ambisce ad un ritorno Zarista per la Grande Russia, si sta avviando verso una massiccia reflazione fiscale che potrebbe valere il 15% del PIL spalmato in sette anni e che sarebbe caratterizzata da un forte aumento della spesa in infrastrutture (76% del totale) e di quella sociale sanitaria e scolastica. Si tratterebbe di un impegno importante, annunciato da Putin prima delle elezioni, che la Russia dovrà finanziare tanto con un aumento del debito che con le risorse che si stanno liberando grazie al ritorno, per la prima volta dal 2011, al surplus di bilancio esclusivamente favorito dal recupero del prezzo del petrolio.

Cina

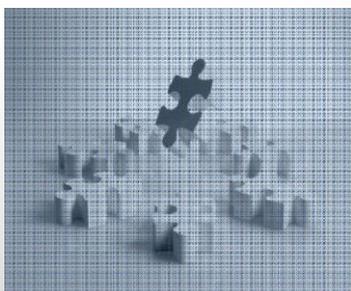
Anche la Cina dovrebbe riuscire a centrare un tasso di sviluppo vicino a quello del 2017 (+6.9%), visto che il Presidente Xi Jinping, appena confermato, difficilmente vorrà deludere i suoi concittadini proprio dopo una svolta politica storica di crescente chiusura alla democrazia, con la rimozione del limite di doppio mandato e il rafforzamento della squadra di governo costituita solo da fedelissimi. La promessa di Xi, infatti, è quella di raddoppiare il reddito per il 2020 e di avere una Cina “svilupata, ricca e potente” per il 2049. Vista l’opacità dei dati cinesi e il severo controllo economico che il governo sta esercitando, sarà difficile dimostrare eventuali fallimenti nel raggiungimento di questi obiettivi e il mercato si dovrà adattare.

Concludendo

Da inizio anno i mercati si sono mossi a singhiozzo: prima hanno avuto un Gennaio estremamente positivo, poi un’improvvisa correzione ad inizio Febbraio, seguita da un recupero parziale. La volatilità era largamente attesa, ma il recupero visto non è stato convincente. L’obbligazionario ha ballato un po’ con rendimenti in salita da inizio anno e poi in Febbraio non ha dato particolari segni di vitalità, con rendimenti rientrati in modo ancora marginale (specialmente negli USA) e spread di credito che invece hanno continuato ad allargare, sia pure in modo moderato, soprattutto sui comparti a maggior rischio di credito. Neppure il recupero dei mercati azionari è stato brillante.

Persino per il mercato azionario USA, sebbene sia l'unico ad avere recuperato quasi integralmente i massimi dell'anno (anche se grazie alla sola tecnologia), non mostra un movimento convincente, nonostante attese di crescita ancora a doppia cifra per gli utili aziendali anche per il 2018. Altri mercati azionari (area Euro, Giappone e emergenti), nonostante fondamentali che dovrebbero essere migliori e le valutazioni più a sconto, stanno faticando enormemente a recuperare. La lettura che ne diamo quindi è che lo shock di Febbraio sia stato giudicato solo in parte come un incidente di percorso, ingenerato da una situazione tecnica sulla volatilità straordinariamente disequilibrata, e che ci possa essere dell'altro a frenare una nuova fase di espansione dei mercati. Se da un lato il recupero visto dopo l'inizio di Febbraio era prevedibile, data l'entità dei fondamentali ciclici positivi, dall'altro si tratta di un recupero che ha progressivamente perso smalto e che si sta facendo influenzare sempre di più dai fattori di freno descritti in precedenza. In parallelo le valutazioni, sia per le obbligazioni che per le azioni, rimangono ancora elevate, con mercati che sono spesso prezzati alla perfezione, un termine anglosassone usato per indicare una valutazione che non lascia grande margine a sorprese negative, o che continuano ad alimentarsi di aspettative legate ad uno scenario da Goldilocks. Aumenta quindi la vulnerabilità alimentata dall'azione restrittiva della FED e soprattutto dal timore che l'espansione globale possa essere frenata dai rischi di guerre commerciali che renderebbero l'espansione globale vista nel 2017 non ripetibile, mettendo a rischio la sostenibilità di valutazioni azionarie elevate. Quindi siamo probabilmente entrati in una fase di mercato più difficile, caratterizzata da andamenti erratici, laterali e con potenziali

vulnerabilità e debolezze. In tale contesto crediamo sia corretto mantenere un approccio cauto, rimanere flessibili e molto più orientati alla diversificazione e alla ricerca dell'Alpha che del Beta, mantenendo un profilo di liquidità più elevato, evitando di rincorrere i mercati, sia azionari che obbligazionari, poiché presto potrebbero presentarsi migliori occasioni d'investimento. L'obbligazionario continuerà a soffrire la pressione di rialzo dei rendimenti originata dalla progressiva restrizione della FED negli USA. L'azionario potrebbe invece soffrire i timori di una flessione ciclica, legata alla politica USA. Quindi per entrambe le classi di attività potremmo entrare presto in una nuova fase di compressione delle valutazioni che si dovrebbe accompagnare ad un nuovo aumento della volatilità e soprattutto ad un apprezzamento del Dollaro (azione della FED) e dell'oro (aumento del rischio geopolitico).



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.