



## Scenario di Mercato Fine Maggio 2018

## Scenario Macroeconomico Centrale al 12/05/2018

Dopo la forte accelerazione del 2017, molti dati da inizio 2018 confermano che i ritmi di espansione della crescita globale sono calati. Se si tratti di un calo fisiologico o dell'inizio della fine di uno dei cicli economici più longevi, non è dato ancora sapere.

Certamente il calo è da imputare a tre fattori:

1. L'anti multilateralismo di Trump che, minacciando a destra e a manca di voler ridurre unilateralmente il deficit commerciale USA a danno dei surplus altrui, ha instillato giustificati timori di possibili ritorsioni in grado di influire negativamente sulle aspettative di crescita del commercio globale
2. la persistenza di una forte dipendenza della crescita economica dal solo Export, più che da fattori di domanda interna, come testimonia l'esperienza dell'espansione dell'area Euro e del Giappone degli ultimi mesi, frenata dal rafforzamento del cambio
3. la determinazione della FED nel voler perseguire una politica di rialzi dei tassi d'interesse, mai pienamente accettata dal mercato, e il timore che BCE e BoJ possano iniziare la loro normalizzazione monetaria già dai prossimi mesi.

Dei tre fattori quello che rimane, a nostro giudizio, il più pericoloso nel breve e medio termine è il primo.

Oggi viviamo una situazione di attesa necessaria a chiarire la reale portata di questo attacco al multilateralismo, che se dovesse degenerare in ostilità commerciali, potrebbe portare al deterioramento del clima di cooperazione che ha portato finora grandi benefici e limitare un essenziale motore di crescita globale. Ai fini della comprensione gli equilibri politici pre-elettorali negli USA giocheranno un ruolo decisivo. Questa situazione di attesa ben si riflette sull'andamento dei mercati la cui direzione è già diventata più incerta e potrebbe rimanere tale nelle prossime settimane. Il ciclo economico globale I dati economici delle ultime settimane indicano che la fase più dinamica della crescita vista nel 2017 è già un ricordo. Questa decelerazione, pur all'interno, sia chiaro, di una crescita che rimane positiva e che non sembra dover passare velocemente verso una recessione, è ben evidente nella dinamica del PIL per i principali paesi.

Vale infatti sia per gli USA, che passano da una crescita del +2.9% nel IV trimestre 2017, al +2.3% del I trimestre 2018, che per l'area Euro che scende dal +0.7% al +0.4% e con il pessimo inizio d'anno, dove la produzione industriale è entrata in contrazione. Vale anche per l'Inghilterra che riduce la sua crescita dal +0.4% al +0.1%, con un dato che risulta tra i peggiori dell'ultimo periodo, come pure per la Cina che passa dal +1.6% al +1.4%. Il Giappone dovrebbe vedere la propria crescita passare dal ritmo del +2% di fine 2017 al +1.6% del I trimestre 2018. Solo India e Brasile potrebbero essere in grado di mantenere i ritmi di espansione di fine 2017, perché sono due Paesi che hanno frenato nel 2017 e che sono usciti da una recessione pesante da poco tempo. Ma anche nei paesi emergenti stiamo entrando in una fase complicata dall'avvicinarsi di

diverse ed importanti tornate elettorali (Messico, Brasile, Turchia) e dove la politica monetaria della FED e il conseguente rialzo dei tassi iniziano a incidere negativamente sui paesi più fragili dell'Africa e del Sud America. Quindi anche dai paesi emergenti non pare facile aspettarsi nel breve termine forti accelerazioni nella crescita economica. Il messaggio ciclico è molto chiaro: nel migliore dei casi la crescita si sta stabilizzando su livelli più bassi. Una delle maggiori responsabilità risiede nell'approccio. Tenuto dall'amministrazione Trump sulla politica commerciale e sui dazi, che ha instillato il germe e il sospetto che da oggi alle elezioni di Novembre per il Congresso si possa assistere ad una escalation della tensione, in grado di minare la fiducia e le aspettative degli operatori e quindi di influire negativamente sulle decisioni d'investimento, impattando negativamente il ciclo economico globale che solo fino a pochi mesi fa era indicato come destinato a raggiungere un tasso del +3.9% (dal precedente +3.7%). Come già sottolineato in precedenza, hanno pesato sull'espansione economica globale un peggioramento delle prospettive per il commercio internazionale determinato dall'azione politica degli USA, soprattutto nei confronti di Cina e della UE, ma anche a livello locale europeo le difficoltà che il governo inglese sta incontrando nel definire con chiarezza i contorni della Brexit, la cui scadenza è ormai sempre più vicina. Inoltre l'apprezzamento del Dollaro contro Euro e Yen, spinto dal tentativo di anticipare la normalizzazione di quelle politiche monetarie, ha indebolito le prospettive di queste due economie che hanno ancora elementi di spinta dalla domanda interna troppo deboli e la cui buona crescita economica nel 2017 ha beneficiato della spinta dell'Export

e della accelerazione del commercio mondiale. Quindi, e in prospettiva, la salute del commercio mondiale ha il potere di dettare il futuro del ciclo economico ed è oggi al centro delle considerazioni degli analisti insieme alle tendenze delle politiche monetarie.

## **Stati Uniti**

Gli USA stanno intensificando le pressioni su UE e Cina, con una tattica provocatoria che è caratteristica della strategia di Trump nel condurre le negoziazioni. Già da alcuni mesi Trump ha sfilato gli USA dal nascente TPP, ha attaccato gli equilibri definiti nel Nafta e ha imposto o minacciato tariffe su acciaio e alluminio. La strategia UE è di cercare di evitare di attivare misure ritorsive, attivando poi un ricorso alla WTO, per evitare di contribuire ad una escalation pericolosa verso una guerra commerciale, la cui aspettativa sembra aver avuto già impatti negativi sul ciclo economico europeo. Per evitare di andare allo scontro sui dazi, la UE sembra disposta ad accettare un ritorno alle quote, proponendo un limite di export verso gli USA per acciaio e alluminio non inferiore al volume esportato nel 2017, in cambio della non applicazione delle tariffe, ovvero della loro sospensione permanente. Questa tattica potrebbe consentire di arrivare alle elezioni del Congresso USA a Novembre, con la speranza che possano cambiare gli equilibri politici. La scorsa settimana una delegazione USA di alto profilo si è recata a Pechino con una serie di richieste piuttosto complesse, che si possono sintetizzare nella richiesta di attivare misure per ridurre l'avanzo commerciale cinese di

circa 200 Mld \$ all'anno entro il 2020 e di non rispondere alle tariffe/restrizioni USA che verrebbero imposte per facilitare il raggiungimento di tale obiettivo, evitando anche il ricorso al WTO. Inoltre la Casa Bianca chiede che la Cina interrompa il sussidio governativo a favore di settori strategici come la robotica e il settore auto di nuova generazione, che cessi il supporto alle attività di cyber spionaggio, che rafforzi la legislazione per la difesa della proprietà intellettuale e che conceda un accesso "onesto effettivo e non discriminatorio" nei confronti degli investimenti USA in Cina. Per il momento la Cina sembra voler mantenere un approccio fermo, ma non immediatamente ritorsivo, volto a continuare la negoziazione. Il governo non vuole cedere subito alle richieste, ma sembra favorevole ad una progressiva riduzione del surplus, con l'apertura del mercato interno nel tempo. Ma queste sono misure che già rientrano negli obiettivi del piano strategico di riconversione dell'economia cinese deciso nel 2015 e che saranno fatte solo seguendo un percorso non imposto dalle agende politiche di altri paesi. La Cina ha infatti fatto una serie di richieste volte ad avere una sostanziale reciprocità dell'apertura commerciale e finanziaria, chiedendo ad esempio l'eliminazione delle restrizioni già imposte al colosso delle Telecom ZTE e la concessione al gruppo finanziario CICC della licenza finanziaria per gli USA. Di positivo in queste prime schermaglie c'è che si è deciso di continuare le negoziazioni anche nelle prossime settimane, ma con poche certezze sugli esiti. Gli analisti appaiono divisi: alcuni giudicano l'approccio USA troppo rigido per un paese che è in una posizione di debolezza, con un doppio deficit da finanziare, di cui la Cina è il primario interlocutore, altri ritengono che

presto la tensione calerà, perché è interesse comune abbassare il tenore delle richieste USA a fronte di alcune mosse riformiste che la Cina sembra intenzionata a fare. Ma per ora il rischio di escalation nello scontro commerciale tra USA e resto del mondo rimane invariato e pesa negativamente sulle aspettative e sul ciclo economico. Dal suo insediamento Trump ha dimostrato di voler demolire quel sistema incentrato sul multilateralismo globale, su cui l'occidente ha prosperato (la cd globalizzazione). Quindi il sistema Trump su diversi fronti sta spaccando le logiche cooperative che hanno legato paesi "amici" e "nemici" e che ha favorito lo sviluppo degli ultimi anni, con l'unico effetto di avere fatto riavvicinare partner prima impensabili. Si veda ad esempio il tentativo di riavvicinamento che il Giappone sta facendo con la Cina sulle ceneri del TPP, producendo una perdita netta d'influenza internazionale per gli USA. Oggi Trump vuole mettere alle corde sia la cooperazione con la UE, che i rapporti con la Cina o l'Iran, pensando di avere un vantaggio competitivo nella propria capacità negoziale (ancora tutto da dimostrare). Questo presunto vantaggio potrebbe essere molto attenuato da una sconfitta del Partito Repubblicano alle prossime elezioni del Congresso, con indubbi benefici per la formazione di aspettative positive.

## Area Euro

Nell'area Euro l'inflazione stenta a ripartire, come abbiamo visto con il Core CPI ritornato a +0.7% che rimette in discussione le speculazioni su un imminente ritiro del QE.

Analogamente in Inghilterra il CPI è tornato a flettere, mettendo in dubbio la possibilità che la banca centrale alzi i tassi d'interesse, cosa che invece pareva inevitabile solo fino a poche settimane fa.

## 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.



## Iran e Corea del Nord

Sul fronte delle incertezze, si potrebbero avere due importanti sviluppi geopolitici non privi di ricadute economiche: uno sull'accordo sul nucleare con l'Iran e l'altro sull'incontro USA con la Corea del Nord. Trump ha infatti deciso di ritirarsi dell'accordo sul contenimento nucleare iraniano siglato dal suo predecessore Obama. Tenendo fede alla sua retorica lascerà che Europa e Iran gestiscano ciò che rimane di quell'accordo, con il rischio che il ripristino delle sanzioni contro l'Iran si ripercuota contro l'Europa se continuerà a intrattenere i rapporti con Teheran. Il secondo tema potrebbe essere come, dove e quando Trump si incontrerà con Kim Jong-un in un meeting ricco d'incognite e che potrebbe rivelarsi tanto un successo politico importante per il presidente USA, come una pesante sconfitta politica che lascerebbe a Washington pochissime opzioni (non militari) per non perdere la faccia (come noto l'incontro si è svolto a Singapore il 12 Giugno).

## Concludendo

Nelle prossime settimane ci aspettiamo mercati in attesa di sviluppi, molto attenti capire se il dibattito commerciale tra USA e Cina porterà a sviluppi negativi in un ciclo economico maturo o se invece si sarà trattato solo di una tattica di Trump per cercare di vincere alle elezioni di Novembre. Nell'attesa i trend che intravediamo sono di un mercato obbligazionario USA contraddistinto da un andamento difficile e con tassi sempre sotto pressione, per la necessità di finanziamento del deficit fiscale e per le attese sui tassi a breve che la Fed continuerà a far salire. Meno complicata invece la situazione per il mercato obbligazionario area Euro che risulterà molto più stabile, anche se non in grado di salire in modo significativo. Infatti le aspettative sulla fine del QE in Settembre perderanno forza a favore di quelle che pronosticano un prolungamento degli acquisti a ritmi leggermente ridotti alla luce del calo ciclico, del basso livello dell'inflazione europea e una situazione politica non brillante in Italia. Questa rafforzata divergenza tra le politiche monetarie di USA e Europa-Giappone hanno iniziato a sostenere di nuovo il Dollaro dopo mesi di debolezza, con un trend che potrebbe avere ancora un po' di spazio. Per i mercati azionari in generale continuiamo a credere che sia premiante la selezione rispetto all'allocazione e ci aspettiamo una fase con movimenti laterali e poco direzionali degli indici guidati dalle aspettative su cosa accadrà al commercio globale. Questo andamento laterale sul fronte azionario si è già palesato in modo evidente negli USA, dove il mercato ha oscillato e testato importanti livelli di supporto, nonostante utili del primo trimestre 2018 molto positivi e previsioni per il 2018

anch'esse piuttosto positive. I timori di ulteriori correzioni del mercato guida sono ora attenuate dal fatto che la salita degli utili e la fragilità delle quotazioni ha significativamente abbassato le valutazioni che oggi (16,3x) non sono più complessivamente così elevate. Anche per il mercato europeo e giapponese il cambio di aspettative sui tempi della normalizzazione monetaria dovrebbe garantire, grazie anche a cambi più deboli, una maggiore stabilità delle quotazioni. Rimane ovviamente una incognita sull'Italia e sulla sua capacità di influire sui mercati europei producendo instabilità. Ma crediamo che i rischi maggiori si andranno a manifestare con maggiore decisione in autunno. In questo contesto non vediamo particolari opportunità di allocazione nel mondo emergente, sia obbligazionario che azionario. Non crediamo che con i timori sul commercio globale e con la FED ancora in modalità restrittiva, in un mercato dove si sono accumulate posizioni importanti, vi siano particolari spazi di migliori performance rispetto ai mercati sviluppati. In generale confermiamo le indicazioni già date nei mesi passati di una volatilità che rimarrà su livelli più elevati rispetto a quelli del 2017.



#### **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.