



## Scenario di Mercato Fine Giugno 2018

## Scenario Macroeconomico Centrale al 18/06/2018

Non vi sono ancora motivi per pensare che le probabilità di una recessione siano in aumento, ma è certo che il momento economico globale ha rallentato, soprattutto fuori dagli USA e soprattutto in Europa. Crediamo che gli USA, con la loro politica presidenziale, siano alla radice di una parte delle responsabilità di questo calo. Ci riferiamo sia all'evitabile nuovo approccio della Casa Bianca nei rapporti internazionali e alla facilità con cui si minacciano dazi ritorsivi, sia all'inevitabile fatto che con dati economici USA così sostenuti (+2.8% PIL reale, 3.8% di disoccupazione e 2.1% di inflazione core) la politica monetaria della FED dovrà diventare ancora un più restrittiva, con impatti negativi sulle economie più deboli e sbilanciate.

I dati delle ultime settimane mostrano tre cose:

1. l'economia dell'area Euro nel secondo trimestre ha prolungato la fase di rallentamento iniziata già nel primo e, cosa più preoccupante, ha rallentato soprattutto l'economia tedesca, ancora molto legata alle esportazioni
2. l'economia USA riprende una fase molto tonica dopo gli incerti mesi iniziali dell'anno e la graduale pressione sui prezzi non si ferma
3. nel mondo emergente iniziano ad emergere le prime difficoltà e la crescita economica fatica ad accelerare. Anche la Cina si sta lentamente avviando verso modalità di politica economica meno espansiva rispetto a quelle che l'hanno contraddistinta dal 2015 e, attraverso un attento controllo degli aggregati monetari, si sta portando verso tassi di espansione più bassi (6–6.5%, rispetto a 6.8%).

Nel complesso, se si escludono gli USA, il resto del mondo sta vivendo una fase più complicata e sicuramente meno brillante di quella del 2017. Come il recente G7 ha mostrato, con l'assenza di un comunicato congiunto ed un imbarazzante battibecco diplomatico tra USA e Canada, lo scenario di cooperazione internazionale a cui siamo stati per anni abituati appare decisamente in pericolo. Molti schemi di partnership da tempo collaudati ora sono messi in dubbio e le relazioni tra blocchi politico-militari, prima molto fluide e cooperative, ora diventate terribilmente più complicate.

## Area Euro

In Europa abbiamo una situazione che è rapidamente passata dall'entusiasmo per i successi nei numeri di crescita del 2017, alla delusione dei mesi primaverili e alla preoccupazione per gli equilibri politici internazionali e interni alla zona Euro o alla Brexit con le loro ricadute economiche future. La decelerazione europea è molto evidente: siamo passati da un tasso di crescita di +2.8% a fine 2017 a +2.5%, con un calo degli investimenti e soprattutto delle esportazioni, mentre la domanda per consumi ha sostanzialmente tenuto. Considerando che l'economia della zona Euro non viene da una fase di ripresa torrida, ma da una lunga e lenta fase di crescita debole aiutata da condizioni finanziarie iper espansive, e che dopo solo un anno di accelerazione va incontro a flessioni che dovrebbero essere tipiche di un fine ciclo, la situazione è preoccupante e dimostra tutta la fragilità dell'economia europea, che come quella giapponese è ancora troppo incentrata sulle esportazioni.

Oggi sono proprio le esportazioni e gli sbilanci commerciali

al centro delle principali discussioni politiche internazionali. Infatti se non c'è dubbio che alla base di molti mali dell'economia europea ci siano questioni politiche interne importanti, non vi è altrettanto dubbio che i timori di guerre commerciali stiano imponendo negative pressioni sulle aspettative. In effetti le incertezze sulla Brexit, tuttora molto presenti, hanno tolto spinta e vivacità all'economia inglese e la lasciano ancora su una strada impervia e molto incerta. Le vicende politiche italiane hanno risvegliato lo spettro di una nuova crisi finanziaria europea, poiché nessuno si nasconde che il progetto Euro sia rimasto nel migliore dei casi incompleto e che gli interessi tra i paesi che lo compongono rimangano ancora fortemente disallineati, mentre i politici sono sempre più desiderosi di rivedere le regole. La visione europea tra Francia e Germania, forse complice anche il pericolo Italia, non presenta i tratti comuni sperati solo pochi mesi fa con l'elezione di Macron. Ma non è solo questo a frenare la crescita europea. Il problema è più esteso e riguarda la complessiva prospettiva mondiale. Il problema maggiore risiede infatti nelle aspettative sul futuro del libero scambio e del commercio internazionale, la cui accelerazione è stata decisiva per il buon risultato registrato dall'economia mondiale nel 2017 (+3.8%) e su cui poggia gran parte della crescita economica moderna. Queste aspettative sono andate progressivamente peggiorando, in ragione della preoccupazione crescente per gli equilibri economici e politici globali indotti dalle scelte della Casa Bianca che sembra voler provare a risolvere tutti gli squilibri tipici e storici degli USA con un approccio di penalizzazione di tutti i suoi partner.

## Italia

Dubitiamo che con l'attuale assetto politico istituzionale ci siano concrete possibilità di una uscita unilaterale dall'Euro che non è tecnicamente fattibile, oltre che finanziariamente disastrosa sotto il profilo della stabilità del sistema. Il governo italiano ne è pienamente consapevole. Tuttavia questo non esclude che in sede europea si inizi a pensare a forme di uscita pilotate e concordate. Il punto è che la politica economica del nuovo governo italiano sembra andare in una direzione diversa dal passato e che vuole provare a mettere in discussione i principi del patto di stabilità, almeno nel medio termine. Le vicende degli ultimi giorni hanno spaventato anche il governo che ora cerca un approccio più morbido con i mercati, ma che dovrà stare ben attento a non deludere troppo le aspettative e le promesse all'elettorato. Il test della legge di bilancio 2019 sarà decisivo. Si discute molto sul ruolo che possono avere gli investimenti e la loro contabilizzazione fuori dal deficit, ma per fare questo si deve negoziare con Bruxelles e non è detto che ciò basti. Crediamo che serva di più in termini di flessibilità sui conti, anche considerata la recente flessione del PIL. E dopo aver spaventato il mercato in Maggio e averne seriamente intaccato la fiducia, questa direzione politica di flessibilità e autonomia se non dovesse essere appoggiata o quanto meno assecondata a livello europeo, anche solo per evitare nuove crisi sistemiche, vedrebbe l'Italia su di una traiettoria deviante, che renderebbe difficilmente finanziabile sul mercato il debito pubblico, soprattutto in assenza del supporto del piano di acquisti della BCE. Il governo a questo punto sarebbe costretto a una qualche forma di commissariamento verso la UE o di blocco

dei movimenti di capitale (vedi Cipro e Grecia), le cui conseguenze fiscali e patrimoniali sarebbero pesanti per gli italiani. Quindi più che il timore di un'uscita italiana dall'Euro, i livelli di rendimento del Debito Pubblico scontano un riposizionamento dei portafogli dei non residenti e dei residenti stessi che si allontanano dai titoli italiani per timori patrimoniali, in un contesto di poca liquidità sui mercati. Quindi per l'Italia si prevede un autunno molto difficile e delicato. Sappiamo che i fondamentali oggi sono migliori di quelli del 2011, crediamo che il governo proverà a verificare i suoi margini di manovra e il livello di flessibilità da parte della Commissione UE, e non pensiamo che il governo voglia commettere un suicidio politico, ma crediamo anche che servirà un grande livello di realismo politico e ben poca retorica per gestire una situazione piuttosto difficile. Non ci aspettiamo che il mercato sia disponibile ad una apertura di credito in bianco, come in passato dopo il "whatever it takes" di Draghi del 2012, in una situazione così complessa e delicata. Si tratta di vedere e verificare giorno per giorno in che direzione ci muoveremo, ma nelle prossime settimane potrebbe essere illusorio puntare ad un rientro del merito di credito italiano come misurato dal mercato (lo spread).

## Stati Uniti

I rapporti diplomatici ai massimi livelli tra USA ed UE sono in grande difficoltà, sia per un orientamento a dir poco ondivago di Trump verso la Russia di Putin, sia perché siamo molto vicini alla fase di introduzione di dazi commerciali reciproci. Il Nafta rischia di saltare e il rapporto personale tra Trump e Trudeau non aiuterà. Con la Cina sul commercio estero i rapporti sono entrati in una fase di negoziazione, ma sarà molto difficile accontentare le richieste USA. Dal punto di vista strettamente economico la strategia di Trump, troppo incentrata su di una miope difesa degli interessi USA di breve periodo, produce già ora effetti negativi, soprattutto per il resto del mondo. Non è solo per i poco rilevanti dazi introdotti, ma soprattutto per il fatto che essa crea incertezza e mette in stallo le decisioni di investimento. Inizialmente, nel 2017, si era dato poco credito a questo tipo di rischio, ritenendo quelle della Casa Bianca sporadiche ed effimere provocazioni. Oggi la loro quantità ed estensione le rende molto più preoccupanti e nessuno può garantire che i rapporti non si possano deteriorare e che la situazione sfugga di mano. Il fatto che gli USA stiano attaccando tutti i loro partner commerciali storici è potenzialmente in grado di creare effetti domino, con ritorsioni a catena che frenerebbero le aspettative e quindi anche il tasso di crescita del commercio internazionale. L'economia globale rischia di mancare quel tasso del +3.9% di crescita, che solo in Aprile era stato invocato del FMI come il tasso di crescita raggiungibile nel 2018 e nel 2019. Ciononostante per gli USA le cose sembrano migliorare con decisione e il ciclo economico sta vivendo una nuova accelerazione e anche questo avrà un impatto negativo per la crescita globale attraverso la

politica monetaria USA, come stiamo già vedendo per i paesi emergenti. L'economia USA si distingue. Le misure fiscali prese lo scorso Dicembre si sono rivelate il toccasana che mancava alle imprese USA per portare a termine in bellezza questa lunga fase espansiva di fine ciclo. I tagli di imposta stanno contribuendo in modo decisivo e positivo a far crescere gli utili aziendali a doppia cifra, mentre in Europa deludono per l'ennesima volta. Inoltre le promesse di una maggiore deregulation in molti settori aiutano a tenere positive le attese degli operatori. Non sorprende che questo successo imprenditoriale abbia condotto il partito repubblicano a lasciare sempre più mano libera alla Casa Bianca: in fondo le Imprese hanno ottenuto dalla politica quanto di meglio potessero sperare. Il recupero del prezzo del petrolio da nuova linfa al settore energetico, che per tutta l'economia del mid-west USA è diventato un settore importante e strategico. Il mercato del lavoro è sempre più vicino ai suoi limiti strutturali (il 3.8% di disoccupazione non si vedeva dagli anni '70) e, pur non assistendo ad una pressione salariale preoccupante, i prezzi stanno salendo.

La buona salute dell'economia USA quindi conferma un livello di maggiore avanzamento del ciclo economico e condiziona in modo sempre più univoco le scelte di politica monetaria della FED, mentre per la zona Euro la flessione recente e le tensioni finanziarie tra paesi core e periferia sono i due temi che rendono molto più problematiche le future decisioni della BCE. Politiche monetarie: una settimana molto importante. Il 13/6 la FED, con una decisione unanime, ha alzato di 0,25% al 2% i Fed Funds e ha indicato che possono esserci almeno altri 2 rialzi entro il 2018 (uno in più rispetto alle precedenti indicazioni) e altri 3 per il 2019. Questo porterebbe i Fed Funds a 2.5% a

Dicembre 2018 e a 3.25% a Dicembre 2019. Inoltre è stato rimosso dal comunicato il messaggio secondo cui i tassi di riferimento sarebbero stati portati ad un livello terminale inferiore rispetto a quello storicamente ritenuto come di equilibrio. La politica monetaria viene definita ancora accomodante. Infine nessun suggerimento sulla politica di riduzione graduale del bilancio, che prosegue secondo le regole decise lo scorso anno. Considerando anche un messaggio piuttosto positivo sull'economia USA, la FED lascia intuire una politica monetaria più restrittiva rispetto alle attese del mercato. Anche sul tema dell'inversione della curva il presidente non appare particolarmente preoccupato, e lo ritiene un fattore normale in una fase di restrizione. Infine si decide di promuovere, come per la BCE, una conferenza stampa da tenersi alla fine di ogni riunione.

## **Concludendo**

La situazione globale negli ultimi mesi si è complicata, perché le aspettative per la crescita mondiale sono in calo per i timori di ostacoli al commercio internazionale e perché emerge una maggiore differenziazione tra le condizioni positive degli USA, che richiederanno correttivi monetari, e quelle del resto del mondo che appaiono più claudicanti. La politica monetaria USA rischia di mettere pressione sui mercati in un momento delicato e di renderli più instabili. Attendiamoci un graduale e progressivo aumento della volatilità nei mercati e della decorrelazione tra performance dei diversi strumenti. Sarà più facile trovare, soprattutto a livello di mercati azionari, storie societarie positive in grado di navigare bene anche in mercati più incerti, laterali o

moderatamente negativi. Visto il trend della politica monetaria USA, le crescenti probabilità di fine degli acquisti di titoli in Europa e il fatto che anche nei paesi emergenti il ciclo di discesa dei tassi nominali è tornato in discussione, continuiamo a rimanere molto cauti sui mercati obbligazionari e del credito, i cui rendimenti e spread rimangono ancora poco remunerativi rispetto al rischio assunto. Il deficit USA e la politica monetaria spingeranno al rialzo i rendimenti sulle lunghe scadenze del tesoro USA e questo non potrà che avere ripercussioni negative anche su altri mercati, compresi quelli del credito, dove più di recente hanno dominato strategie di carry, sempre meno sostenibili con alternative appetibili sul governativo USA.

Strutturalmente la grande discesa dei rendimenti ci sembra agli sgoccioli e quindi dobbiamo aspettarci condizioni più difficili nel mondo obbligazionario, con rendimenti destinati a muoversi sempre più al rialzo. Per i mercati azionari le prospettive sono più incoraggianti, soprattutto per quelli sviluppati, sia perché i segnali anticipatori di una recessione rimangono ancora lontani, sia perché il traino del mercato USA con il suo elevato grado di innovazione industriale e di crescita degli utili che ne abbassa le valutazioni costituiscono un importante fattore di traino. Gli USA rimangono il mercato potenzialmente favorito (anche se un po' caro), ma anche il mercato strutturalmente e globalmente più solido, dove ci si può attendere ancora qualcosa e dove possono confluire gran parte dei deflussi delle obbligazioni. Europa e Giappone potrebbero avere un futuro più incerto e rischiano di andare al traino degli USA, con il freno tirato, e con l'Europa che ha nuovamente deluso le aspettative, rivelandosi un value trap destinato a impiegare tempo per riguadagnare la fiducia degli

investitori. Gli emergenti risentiranno ancora di necessari aggiustamenti esterni ed interni e, anche se nel medio lungo termine si può puntare sul loro recupero e successo, non crediamo che questo possa essere imminente. Le preoccupazioni rimangono incentrate sul tema dei rapporti internazionali, dove la presidenza USA per ora rimane il principale fattore di rischio da monitorare. Proprio la presenza di questo rischio politico globale e di quelli relativi alle vicende della zona Euro e per l'attesa di avere un strutturale aumento della volatilità, ci pare la strategia consigliabile appare consigliabile il posizionamento con opzioni sull'azionario e con le obbligazioni convertibili, abbinato a livelli di cash mediamente elevati, da sfruttare per entrare nelle correzioni più profonde.



#### **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.