



## Scenario di Mercato Fine Luglio 2018

## **Scenario Macroeconomico Centrale al 17/07/2018**

Il tasso di espansione ciclica complessiva, dopo la fase di decelerazione primaverile, ora si è stabilizzato. Siamo su livelli globalmente inferiori a quelli del 2017 e soprattutto su livelli di sincronità molto più bassi. Si segnala il buon livello tenuto dagli USA e la lentezza con cui inizia a decelerare la Cina, Europa e Giappone che hanno rallentato e i paesi emergenti che non sono più un motore omogeneo di crescita, nonostante la ripresa delle materie prime.

I timori sulla direzione presa dai negoziati USA con i paesi con cui intrattengono i deficit commerciali più rilevanti, sono risultati decisivi per smorzare i ritmi del 2017, incidendo maggiormente su quelle economie ancora decisamente legate all'export e limitando il contributo positivo di breve termine della riforma fiscale.

Il rischio principale per lo scenario è una escalation incontrollabile di misure commerciali restrittive e ritorsive tra USA-Cina-Europa, che inciderebbero negativamente con crescente efficacia sulle aspettative di espansione del commercio internazionale e che porterebbero l'attuale ciclo economico, già molto lungo, ad un arresto anticipato rispetto alle stime che invece lo vedono spegnersi per inerzia tra la fine del 2019 e l'inizio del 2020.

Questa è una minaccia oggi superiore rispetto al secondo elemento negativo nello scenario, ovvero la futura direzione delle politiche monetarie. Infatti anche la fase di normalizzazione delle politiche monetarie, dove gli USA sono in stadio avanzato, rimane ancora molto lenta e con un impatto limitato. Quindi grande responsabilità per il destino dello scenario rimane nelle mani della Casa Bianca,

la cui imprevedibilità d'azione è enorme, ma che rischia di rimanere tale almeno fino alle elezioni di mid-Term di Novembre.

Aumentano i rischi di un peggioramento ciclico. Il momento di crescita globale rimane positivo e stabile, ma è più basso oggi rispetto al 2017, e presenta potenziali segnali di flessione al di sotto del trend. Tuttavia, ad oggi, non si hanno sufficienti evidenze per portare ad un diffuso timore di rallentamento e tanto meno di una recessione nel 2019. Anche istituzioni come FMI e OCSE dipingono uno scenario di crescita globale più forte del 2017 (+3,7%, con +3,8% nella seconda metà dell'anno) per il 2018 e 2019 (stime a +3,9%), per poi cedere qualcosa nel 2020. Per ora si continua a contare su fattori positivi come il contributo espansivo della riforma fiscale USA e politiche monetarie ancora complessivamente accomodanti, in grado di rendere possibile la riduzione delle eccedenze produttive non smaltite dal 2008. Non c'è dubbio che sia oggi il fattore determinante per lo scenario e che purtroppo sia del tutto imprevedibile. La sua «logica del caos» sta distruggendo le logiche che hanno ispirato gli ultimi decenni di cooperazione internazionale. Negli ultimi mesi ha rotto o messo alle corde non solo i «nemici», ma anche i vecchi e consolidati alleati, nella speranza di scardinare lo status quo, ritenuto pregiudizievole per gli USA, e puntando a rinegoziare da un posizione di forza. E' indubbio che Trump avverta la minaccia di un potenziale declino statunitense a lungo termine, minacciato dalla nuova superpotenza Cina, che dal 2035 vuole scalzare gli USA per influenza globale e minacciarne la forza economica con un programma "Made in China 2025", destinato a darle piena autosufficienza tecnologica e a limitare i successi di paesi come USA, Giappone e Germania sull'alta gamma dell'innovazione. Ma quella di Trump è una visione anti-storica, naïf e poco

realista. La supremazia commerciale e militare USA è certamente già minacciata da quella cinese e russa, ma la strada per contrastarla senza portare alla distruzione comune non è quella che sta seguendo Trump. Basti pensare al problema del deficit commerciale: gli 800 Mld \$ del deficit USA sono riducibili in modo significativo non con i dazi, ma solo con una recessione interna che porti ad abbassare i consumi. Una soluzione che è peggio del problema. Anche la tattica di minacciare le sanzioni e di cercare di mettere alle corde la controparte, che tanto piace al presidente, si sta rivelando un sentiero pericoloso ed inefficace. Basta guardare alla sequenza delle mosse fatte finora e al loro livello di successo. Si è partiti con la minaccia di identificare 34 Mld \$ di importazioni cinesi su cui imporre il 25% di dazi aggiuntivi ad inizio anno, per costringere i cinesi a ridurre il loro surplus di almeno 200 Mld \$ verso gli USA. Posto che la Cina per prima si rende conto di non poter continuare a generare quel tipo di surplus, è evidente che sia difficile e non certo immediato dar corso alle richieste di Washington. E infatti, nonostante un paio di mesi di dialogo tecnico, il 5 Luglio la minaccia dei 34 Mld \$ si è trasformata in realtà (con l'aggiunta di altri 16 Mld \$ già individuati), poiché i cinesi non si sono piegati alle richieste di Trump e hanno ribattuto colpo su colpo ai provvedimenti USA con i loro dazi. Non pago di questo "successo", Trump ora minaccia un aumento del 10% dei dazi su merci per altri 200 Mld \$ di importazioni che potrebbero scattare da Settembre, in assenza di una mossa cinese.

La strategia di Trump per ora ha generato un nulla di fatto e ha fatto salire le preoccupazioni che la situazione sfugga presto di mano. E purtroppo non vi sono grandi segni d'inversione. Trump pare volerla applicare in modo scomposto anche all'Europa, con la NATO e con i paesi del NAFTA (basti vedere la mini crisi creatasi con il Canada).

Purtroppo anche internamente Trump appare, almeno per ora, difficilmente contrastabile. Nonostante le proteste di alcuni senatori e deputati repubblicani sul tema della politica commerciale, la base elettorale è ancora ampiamente con Trump.

La maggioranza degli americani (il 57% della popolazione) giudica negativamente la sua azione, ma il presidente ha ancora la maggioranza dei consensi nei 15 Stati che sono ritenuti chiave per una vittoria repubblicana al Congresso o per una sua possibile riconferma alla Casa Bianca. Questa distribuzione del consenso limita la probabilità che a Novembre i democratici superino i repubblicani, prendendo il controllo del Congresso e bloccando l'azione della presidenza.

## Cina

Anche la Cina, che aveva programmato una fase di crescita più moderata, dovendo ridurre il ritmo degli investimenti domestici (in parte compensati con quelli esteri di China Belt and Road) e accelerando invece sui consumi, sembra riuscire a realizzare il piano con tempi persino più lunghi del previsto. Anche se un rallentamento dal +6,7% attuale sarà inevitabile (e in parte se ne vedono i segni sulla produzione industriale), per ora il momento sembra allontanarsi o quanto meno diluirsi nel tempo, anche perché il sostegno ai consumi non manca. Infatti il governo ha proposto per il prossimo anno una riduzione del carico fiscale sui redditi personali che andrà a favorire i redditi medio-bassi, dove si concentra la maggior parte della popolazione, volto a ridurre il livello elevato di concentrazione del reddito. Inoltre se la Cina dovesse faticare a sostenere l'export verso

gli USA, si vedrebbe “costretta” a recuperare quote di mercato in Europa o Giappone, mettendo in difficoltà altri player globali

## **Paesi Emergenti**

Per gli altri paesi emergenti il quadro rimane molto variegato e spazia dalla buona ripresa in atto in India, alle difficoltà e incertezze latinoamericane. Il Messico attende ansioso di vedere l’operato del nuovo presidente in carica dal 1 Dicembre con ampio mandato popolare e rappresentanza parlamentare, con un passato da duro socialista, ma che ora cerca di riunificare e pacificare il paese. Il Brasile fatica a ripartire dopo la recessione e deve confrontarsi di nuovo con una ripresa dell’inflazione a pochi mesi dall’aver riportato al minimo storico i tassi d’interesse. L’Argentina è appena stata salvata dal FMI, mentre Perù e Colombia possono per ora contare sul vantaggio di prezzi delle materie prime in salita.

## **Asia e Giappone**

Nel resto dell’Asia e in Giappone, si procede in modo positivo, ma sempre più incerto, appesi ai timori di cosa può succedere se il commercio globale rallenterà e il prezzo del petrolio continuerà a salire. Il Giappone infatti è uno dei Paesi che ha dato le maggiori dimostrazioni di fatica ciclica. Non è un caso che la ripresa post 2008 è avvenuta sostanzialmente grazie alle esportazioni di manufatti. Non sorprende quindi che oggi si sente tra i più minacciati o tra quelli che hanno più da perdere da una guerra commerciale tra USA e Cina.

## Area Euro

Per l'Area Euro in realtà i problemi sono anche altri: è la Brexit e la mancanza di riforme frenate dal tema della deriva populista che, anche senza Le Pen, sta allargando il proprio perimetro di consensi. Il problema Brexit sta generando una crisi politica interna all'Inghilterra e rimane ampiamente irrisolta a nove mesi dal suo inizio, nonostante pare stia prendendo una direzione molto soft, producendo una riduzione degli investimenti interni e rendendo meno dinamici i rapporti economici della Inghilterra con il suo maggiore partner commerciale (Europa), con indubbi riflessi negativi. Il crescente populismo continentale ha indebolito il momento riformista europeo sui temi d'integrazione fiscale e politica che l'elezione di Macron aveva scatenato. Il summit europeo di fine Giugno è stato un fallimento e le vicende italiane, con le voci diffuse, ma inconsistenti di una negazione dell'Euro, hanno riaperto le vecchie convinzioni sulla debolezza strutturale del progetto Euro, soprattutto agli occhi di investitori non europei che hanno obiettivi di lungo termine.

Come ciliegina sulla torta delle aspettative potremmo infine citare la periferia europea che deve ormai fare i conti con l'intenzione della BCE di terminare gli acquisti di titoli a fine anno e di far salire i tassi nel 2019. Temiamo che la periferia europea non sia ancora né ciclicamente, né strutturalmente pronta per reggere tassi d'interessi più alti. La flessione ciclica europea vista negli ultimi mesi viene per ora giudicata transitoria (anche la BCE la considera tale), validando la crescita come solida, ma è altresì estremamente dipendente dal fattore Trump. Un'escalation della tensione nei rapporti diplomatico-commerciali tra i

grandi blocchi (USA, Cina, Europa) e, a maggior ragione, il susseguirsi di misure protezionistiche ritorsive per l'area Euro e soprattutto per i tre Paesi più rilevanti (Germania, Italia e Francia) sarebbero negative. Ma potrebbero esserlo per tutti se dovesse portare ad una sensibile riduzione del commercio globale che renderebbe inevitabile l'abbassamento significativo delle stime di crescita economica per il 2019.

## **Stati Uniti**

In effetti gli USA stanno vivendo un momento positivo importante e, dopo un primo trimestre di flessione, con i mesi primaverili il ciclo ha ripreso forza, favorito dalla ripresa dei prezzi delle materie prime e dal supporto della politica fiscale, che sta sostenendo una brillante stagione di utili aziendali. Ma negli USA stanno anche salendo i costi, del lavoro e della produzione, e questo inizia ad essere evidente nei prezzi che tendono a superare con decisione il limite del 2%, segnalando che la FED dovrà proseguire con la normalizzazione monetaria.

## **Concludendo**

Quindi, e ai fini dello scenario, l'attuale contesto indica come più probabile nei prossimi mesi una escalation dello scontro con i partner commerciali in grado di danneggiare le aspettative di espansione del commercio globale e quindi di abbassare le stime di crescita economica, piuttosto che una revisione delle strategie della Casa Bianca. Politiche monetarie sempre meno accomodanti è il secondo rischio principale nello scenario: oggi meno importante del primo,

ma contribuisce a far venire meno un sostegno ai mercati che molto ha spiegato del loro comportamento passato. La FED è sempre più orientata alla normalizzazione monetaria; sono previsti almeno altri due rialzi dei tassi entro il 2018 che porterebbero i Fed Funds a 2.5% a fine anno, e ad almeno altri due nel 2019, fino al 3% che è il vero obiettivo di lungo termine della FED. Inoltre il processo di dismissione del portafoglio di titoli prosegue come da programma, ma nella seconda parte dell'anno accelererà arrivando alla sua velocità di crociera e diminuirà il reinvestimento delle scadenze, consentendo solo quelle eccedenti i 40 Mld \$ per mese. Si tratta di un'evoluzione che contribuirà a determinare il picco del ciclo espansivo monetario globale. E per ora non ci sono motivi perché la FED si fermi: l'economia USA è in salute e l'inflazione continua gradualmente a salire, grazie ad una pressione sui costi del lavoro e delle materie prime. Gli investitori per ora credono che i rialzi dei tassi a breve renderanno invertita la curva dei rendimenti, riducendo le motivazioni della FED a proseguire con la normalizzazione, poiché una curva invertita di solito anticipa le recessioni. In realtà la FED ha detto di non essere preoccupata di questa eventualità e crediamo che conti sulla necessità del Tesoro di aumentare le emissioni per finanziare il deficit creato dalla riforma fiscale.

La BCE ha avvertito che la fase di normalizzazione prosegue, guidata in modo prudente, graduale e paziente, anche se la riduzione degli acquisti ed il successivo rialzo dei tassi rimangono condizionati al raggiungimento dell'obiettivo di 2% di inflazione. La fine o riduzione degli acquisti sono certamente negativi per l'Italia e per la periferia europea, per cui le "Colombe" della BCE potrebbero essere pronte ad invertire la marcia, per difendere la tenuta dell'Euro, nel caso in cui le cose dovessero degenerare. Ma è anche vero che la spinta politica contro i tassi negativi rimane forte

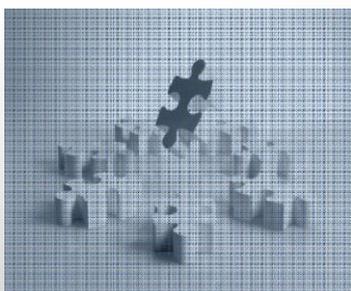
nell'Europa centrale. E' di pochi giorni fa la notizia che è stato inoltrato dalla Germania alla Corte Europea di giustizia un ricorso sulla legittimità degli acquisti di titoli. Per la seconda volta dopo il 2015 la Corte viene chiamata a giudicare la BCE, che si trova a dover rispondere legalmente del suo recente operato. Inoltre c'è il tema, ancora molto incerto, della successione di Draghi, il cui mandato scade a Novembre 2019. Finora è stato il più efficace esponente delle "Colombe", ma la eventuale nomina di un "Falco", sarebbe poco positiva per gli interessi della periferia. Quindi, per ora, rimane più probabile una BCE in modalità normalizzazione e dovremo probabilmente aspettare l'Autunno per poter incorporare nello scenario una BCE meno restrittiva che possa eventualmente prendere atto delle difficoltà ciclico-strutturali europee. Molto più facile invece appare la situazione del Giappone, dove la BoJ sembra ancora lontana dall'iniziare la normalizzazione monetaria, e pare non avere particolari impedimenti verso il proseguimento delle attuali misure espansive.

Siamo probabilmente alla fine di un ciclo di espansione delle valutazioni, sia azionarie che obbligazionarie. La moltitudine dei fattori positivi di visti negli ultimi anni tende ad esaurirsi, mentre emergono prepotenti nuove sfide e nuovi pericoli. Per ora questa "virata" è forse ancora poco evidente, perché permangono ancora il momento economico positivo del 2017, perché la riforma fiscale USA sostiene l'economia e il mercato azionario con utili in crescita a doppia cifra, perché la restrizione monetaria è ancora blanda e i tassi reali ancora molto bassi, e perché il trend delle materie prime è stato positivo, indicando l'esistenza di un ciclo ancora tonico (anche se si è trattato più di una normalizzazione guidata dei prezzi). Ma i segnali di fatica sui mercati sono già

stati ben presenti, e si sono manifestati a macchia di leopardo nelle diverse fasi difficili che hanno contraddistinto questa prima metà del 2018. La veloce crisi di Febbraio, poi quella più prolungata delle valute e dei mercati emergenti, in contemporanea con le correzioni dei mercati azionari europei e giapponesi, e infine l'allargamento degli spread obbligazionari creditizi, in contemporanea alla crisi italiana di Maggio. Solo i mercati USA finora hanno retto bene. E' vero che le posizioni di rischio nei portafogli degli investitori si sono ridotte con importanti deflussi e la prudenza ha iniziato a manifestarsi (la volatilità implicita è salita) ma gli investitori sembrano ancora molto indecisi e poco convinti che possa arrivare ad un vero mercato al ribasso. Nessuno, infatti, prevede al momento una recessione nel 2019. Ma la verità è che da inizio anno la spinta ciclica positiva vista nel 2017 si sta esaurendo e già dalla seconda metà del 2018 i venti favorevoli si affievoliranno a partire da quelli propulsivi delle politiche monetarie. Inoltre l'azione di Trump sui dazi è potenzialmente pericolosa perché potrebbe avere effetti significativi sul commercio internazionale, e i tassi USA più alti, anche per il contributo del deficit federale in aumento, potrebbero portare a un incremento della volatilità.

Tutti questi fattori sono in grado di limitare una nuova fase di espansione delle valutazioni, analoga a quella vista nel 2017. Questo non significa che i mercati azionari non possano rimanere sugli attuali livelli o anche salire nel breve termine, come è il caso degli USA che potrebbero andare a testare i nuovi massimi. Ma a medio termine crediamo di doverci aspettare una maggiore debolezza nelle valutazioni e un'intensa rotazione da mercati e settori che per ora non hanno ancora veramente sofferto (ad es i titoli growth e i tecnologici USA) verso settori più difensivi o verso mercati rimasti attardati o che hanno già modificato al ribasso le

loro valutazioni (ad esempio alcuni mercati emergenti che recentemente hanno subito forti compressioni). E poi c'è il rischio Trump. Il timore che vogliamo esprimere nello scenario è che la sua strategia possa andare progressivamente fuori controllo prima delle elezioni di Mid Term, e, attraverso una azione scomposta di dazi reciproci, sia in grado di accelerare le difficoltà cicliche e di far salire le probabilità di una recessione nel 2019, abbassando le stime di crescita, con effetti negativi per tutte le attività di rischio. Per questi motivi crediamo sia opportuno rimanere prudenti e approfittare ancora delle sessioni positive dei mercati per ridurre progressivamente i rischi e per fare spazio a liquidità da impiegare successivamente, rientrando su valutazioni più conservative ed in linea con le maggiori difficoltà che saranno presenti nello scenario.



### **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.