



## Scenario di Mercato

## Scenario Macroeconomico Centrale

I fattori di rischio identificati nei mesi scorsi, ovvero scelte politiche e diplomatiche “non convenzionali” e la normalizzazione monetaria USA, stanno assumendo una rilevanza crescente nello scenario che ormai inizia ad incidere negativamente sull’andamento delle economie e dei mercati, rendendo sempre meno appetibili e incerte le prospettive future.

L’effetto sul ciclo economico globale del nuovo approccio politico, diplomatico e commerciale dell’amministrazione Trump inizia a mostrare i suoi effetti negativi sull’economia cinese ed europea. Mentre gli USA continuano a mettere a segno numeri record e sono prossimi a toccare il +3% di crescita reale, forti di uno stimolo fiscale sostanzioso, gli altri paesi hanno decelerato in modo significativo rispetto ai ritmi di inizio anno.

### Area Euro

L’Europa è in crisi. Inizia a sperimentare difficoltà economiche, visto che il ciclo (ancora molto guidato dall’export) sta rallentando. Nel terzo trimestre la Germania segnerà crescita zero. C’è una crisi politica per cui tutti i programmi di sviluppo e di integrazione sono bloccati e fortemente a rischio. Prima di Maggio 2019 (elezioni europee) non succederà nulla. C’è la crisi italiana che rischia di protrarsi a lungo perché il governo pretende di forzare le regole del patto di stabilità che sono le fondamenta della moneta unica e quindi irrinunciabili per la UE). Il piano economico presentato prevede un deficit indifendibile

poiché poco espansivo ed efficiente. Dobbiamo aspettarci tensioni, ulteriori downgrade, e un cedimento di entrambe le parti per raggiungere un compromesso. Sia Italia che UE hanno punti deboli (maggiori per l'Italia) e quindi potremmo vedere un peggioramento delle quotazioni dei titoli italiani, prima che la soluzione sia trovata. C'è una situazione interna europea molto difficile e debole con figure di riferimento (Merkel e Macron) che non sono nella posizione di prendere la guida e la responsabilità delle scelte future. Questo indebolisce ai minimi lo sforzo riformista e di integrazione di cui l'area Euro ha bisogno. C'è la Brexit che rende questo stallo politico europeo ancora più pericoloso, visto che ormai lo scenario più favorevole e probabile diventa quello di un allungamento della fase negoziale che renderà una storia senza fine anche questo tema.

## Cina

La Cina è in forte difficoltà. La economia sta rallentando, il mercato azionario ha corretto molto e oltre alle difficoltà interne che sono ben note (eccessiva leva e debito), l'attacco sul commercio internazionale da parte di Trump rende la situazione molto complicata e difficile. Quindi non sorprende che il governo stia passando velocemente da una politica economica di prudente contenimento, ad una molto più espansiva che presto crediamo porterà a lanciare un vero e proprio piano di espansione quantitativa.

## Concludendo

Quindi quello che stiamo vedendo è che i focolai di un profondo cambiamento politico e globale in atto stanno disturbando il positivo fluire della ripresa economica globale, che ha ormai perso quei tratti molto positivi di crescita sincrona di inizio anno. A questo scenario più fragile si aggiunge il cambiamento nelle dinamiche finanziarie che la normalizzazione monetaria USA sta portando, con la riduzione del bilancio e i minori acquisti di titoli. Questo cambio di regime sta avvenendo in un contesto di crescita economica meno favorevole e di mercati più volatili. Sul fronte FED, al momento, non ci sono variazioni nella politica monetaria che dovrebbe far salire ancora i tassi di interesse, dall'attuale 2.25% al 3.25% per fine 2019, e ridurre progressivamente la dimensione del proprio bilancio, con un effetto di flusso negativo sempre più rilevante, che toglie benzina a mercati già molto ben valutati e a cui non ha realmente corrisposto la creazione di uno strutturale miglioramento della economia reale. La FED teme che la forza ciclica dell'economia USA e l'atteso aumento del deficit federale facciano salire l'inflazione. Ma è altresì possibile che la FED veda con piacere un minor entusiasmo sui mercati finanziari che potrebbe ridurre il rischio di formazioni di bolle future. Il punto è che le recenti correzioni sui mercati (Febbraio e Ottobre per gli USA e durante tutto il 2018 per gli altri) indicano che forse anche il mercato USA non riuscirà a reggere una FED che intende spingersi così in avanti. E potrebbe non reggere perché il livello di leva dell'economia USA, creatosi con dieci anni di droga monetaria e ben evidente in alcuni settori, è ormai troppo alto per reggere tassi reali molto più alti di 0.8%.

Infatti il mercato obbligazionario oggi torna a scontare, come accaduto già a fine 2017, che la FED non possa permettersi il lusso di alzare così tanto i Fed Funds, poiché il cedimento dei mercati la costringerà a fermarsi. Con lo stop i mercati inizierebbero a spostare al ribasso il valore del Dollaro, dando maggiore stabilità ai mercati. Nello scenario previsto questa possibilità (un rialzo a Dicembre seguito da uno a Marzo e poi basta) sta diventando concreta e ha probabilità superiori rispetto alle settimane precedenti.

Poiché il mercato azionario tende ad anticipare gli eventi di alcuni mesi crediamo che nelle prossime settimane il mercato USA possa aumentare di volatilità e di vulnerabilità. Ciò non esclude la possibilità che riesca comunque a trovare spunti per trascinarsi e cercare di chiudere l'anno in tono leggermente positivo. I dati ciclici del 2018 sono buoni, gli utili sono comunque in forte espansione, potrebbe esserci un esito favorevole dalle elezioni al Congresso e/o la reflazione cinese potrebbe essere un elemento di supporto alla crescita globale.

Tuttavia pensiamo che i rischi di una correzione verso valutazioni più compresse siano in crescita, soprattutto se le FED manterrà le proprie posizioni sul ritmo di normalizzazione monetaria ancora per alcuni mesi.

Rimanendo vulnerabile e debole il mercato USA, anche gli altri mercati incontreranno difficoltà, anche se in verità hanno già sperimentato una correzione ed un ribasso delle valutazioni. In questo ci riferiamo agli emergenti, ma soprattutto all'Europa, dove non vediamo ancora elementi per un rialzo dei prezzi.

L'Europa rimane un "Value Trap" e negli ultimi mesi ha dovuto rivedere al ribasso le stime sugli utili aziendali. Per

gli emergenti invece rimane più un problema di limitato appetito per il rischio dettato dalla scarsa liquidità disponibile, poiché le valutazioni e il rapporto rischio rendimento iniziano a farsi interessanti.

Sulle obbligazioni si teme che il tono rimarrà debole, sia per i governativi che per il credito, fintanto che non sarà probabile un cambio nella direzione della politica FED. Per i tassi Euro il meglio che possiamo aspettarci è stabilità e non certo una contrazione. Lo stesso può dirsi per il credito in Dollari ed Euro (sia investment grade che high yield), dove rendimenti e spread non sono proporzionati al rischio.

Discorso diverso vale per i tassi Dollaro che saranno invece i primi ad invertire la tendenza e sui quali, a fronte di un mercato azionario debole, potrebbe valere la pena investire mantenendo il cambio coperto. Infatti in questo scenario a lungo termine, dopo una fase di apprezzamento del Dollaro strettamente connesso ad una FED che tiene fede agli impegni di Forward Guidance per i prossimi mesi, potrebbe seguirne una di deprezzamento del Dollaro, quando e qualora la FED venisse costretta ad una pausa. Il deprezzamento del Dollaro risulterebbe molto utile da un lato a stabilizzare le azioni USA e dall'altro a costringere la BCE a ritardare la fase di normalizzazione.



#### **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.