



Scenario di Mercato

Scenario Macroeconomico Centrale

Nei paesi sviluppati e in quelli emergenti continua la fase di decelerazione ciclica che è stata anticipata fin dall'inizio dell'anno da un vistoso calo delle aspettative. Unica eccezione per il momento sono gli USA, la cui economia mostra livelli di resistenza al rallentamento che sono ancora elevati. Tuttavia, anche per gli USA il ciclo economico nei prossimi mesi dovrebbe allinearsi alle aspettative, producendo un sensibile rallentamento.

Nonostante la minaccia dei dazi (che nel breve/medio termine hanno un impatto inflattivo, prima di diventare recessivi e quindi deflazionistici) anche le aspettative di inflazione non danno particolari segni di risveglio. Le attese sull'andamento ciclico hanno iniziato a peggiorare già nel 2018 e hanno proseguito negli ultimi mesi (come ben evidenziato dai PMI globali), delineando un quadro più negativo di quello fatto registrare dei dati, soprattutto nei paesi sviluppati, dove nel primo trimestre i dati di crescita sono stati ancora buoni. Aspettative anticipano una flessione ciclica negli USA per una fisiologica riduzione delle scorte e nel resto del mondo per quello che sta succedendo al commercio internazionale. I segnali di peggioramento dell'interscambio iniziano ad essere chiari ed inequivocabili, come mostrato dai dati del commercio globale che sta rallentando già da alcuni mesi. Se la questione dei rapporti commerciali USA-Cina non dovesse risolversi rapidamente (es. al G20 di Osaka), il contributo negativo dato alla crescita economica globale potrebbe diventare molto grave. Infatti il FMI ha suonato l'allarme e al recente meeting dei ministri delle finanze del G20 di Fukuoka ha messo l'accento sui

rischi economici globali di una guerra commerciale, indicando che nel caso si vada verso tariffe imposte sull'intero interscambio Cina- USA, si potrebbe avere nel 2020 un calo del PIL globale di -0.5%.

La BCE: un nuovo bazooka?

La BCE pare essere quella con i minori margini di manovra. Da alcuni mesi la BCE sembra eccessivamente ottimista sulla crescita dell'Eurozona. Le stime di Giugno indicano infatti +1.2% per il 2019, con una revisione di +0.1% rispetto alle stime di Marzo. Questo contrasta con le revisioni negative sulla crescita fatte di recente dalle banche centrali italiane e tedesca.

La BCE ha spostato in avanti la Forward Guidance, indicando il primo rialzo dei tassi non prima dell'inizio del secondo semestre 2020, ha ipotizzato di riaprire gli acquisti e ha dichiarato di avere un'ampia gamma di soluzioni e strumenti a disposizione, se necessario. Tuttavia, la sensazione è che le misure monetarie anticicliche siano ormai strutturalmente limitate ad interventi di difesa in caso di forte instabilità generata nella periferia («OMT»).

La controprova potrebbe essere la TLTRO III: una misura annunciata con ritardo e perfezionata con caratteristiche non da politica monetaria espansiva, quanto piuttosto per limitare i rischi di approvvigionamento del sistema bancario, soprattutto quello più debole della periferia. Inoltre non aiuta l'incertezza sui futuri assetti del consiglio direttivo della BCE e della UE, dopo una tornata elettorale che ha reso molto più frammentato lo scenario politico e riaperto lo scontro sul futuro dell'unione. Questa incertezza indebolisce la valutazione internazionale circa la capacità di

risposta dell'unione ad una possibile crisi: tra rallentamento esterno, rischi di una guerra commerciale, grandissima incertezza sull'esito dei rapporti UE-UK e scontro Italia-UE sulla politica fiscale, le preoccupazioni non mancano.

Cina

La Cina ha proseguito la fase di decelerazione che ha portato il PIL a rallentare a +6.2% del primo trimestre, da +6.4% di fine 2018.

La banca centrale cinese (PBOC) da alcuni mesi è impegnata a rilanciare la crescita degli aggregati creditizi, che sono indispensabili per salvaguardare la stabilità finanziaria interna, in un contesto dove i fallimenti industriali sono in aumento e stanno mettendo a rischio le banche private regionali. Lo spazio d'azione per la PBOC esiste ed è abbondante. Tagli dei coefficienti di riserva ed espansione del credito, più o meno mirata, da parte delle banche statali sono già e possono diventare sempre più abbondanti per finanziare il rilancio dell'attività infrastrutturale, come desiderato dal governo.

Da ultimo poi vi è anche l'opzione deprezzamento dello Yuan, dove il precedente limite di 7 contro Dollaro non è più un tabù ed anzi è stato volutamente rimosso come segnale agli USA di una delle possibili misure ritorsive cinesi se lo scontro commerciale dovesse diventare più severo. Un deprezzamento dello Yuan avrebbe effetti negativi sui mercati emergenti, che sarebbero indotti a seguire la Cina nella svalutazione e sulla stabilità finanziaria internazionale.

USA

Gli USA hanno superato le attese e hanno confermato un PIL in crescita al +3.1%, anche se il risultato dipende in gran parte dall'aumento delle scorte.

Dazi USA- Cina

Anche se la realtà non supporta questa tesi, i mercati assegnano una elevata probabilità a un accordo tra i due blocchi. E' probabile che l'accordo non si farà in tempi brevi e che non rimuoverà subito gli attuali dazi, ma ci sono buone possibilità di una soluzione durante l'attuale mandato Trump e entro il 2019. La convinzione nasce dal fatto che sia la Cina, che gli USA hanno un grande interesse a siglare un accordo. Tuttavia, gli orizzonti temporali sono diversi.

Trump ha interesse a chiudere in tempi rapidi per concentrarsi sulla campagna elettorale ed evitare che i danni alla economia portino a minori consensi elettorali, mentre il primo ministro cinese Xi non è costretto a siglare un accordo il prima possibile.

Infatti il suo potere è stato rafforzato dalla recenti riforme, non deve rendere conto all'elettorato e se le cose dovessero mettersi male per l'economia, potrebbe addossare le responsabilità al nemico americano.

Ma i temi di maggiore scontro sono di carattere strategico e non così facilmente accettabili dalla Cina. La tutela della proprietà intellettuale sulle tecnologie avanzate e l'apertura del mercato interno verso un modello occidentale non statalista sono richieste ai limiti della ricevibilità.

Gli USA hanno come obiettivo principale di rendere il più difficile possibile la transizione dell'economia cinese da potenza economica regionale a globale, ma questo è proprio l'obiettivo del piano «China 2035», che è l'obiettivo

politico di Xi.

Quindi lo scenario più positivo, e forse anche il più probabile, è l'ipotesi di una riapertura del dialogo. Tuttavia, non ci sarebbe un troppo positivo per il ciclo economico per il permanere dei dazi e per l'incertezza che rimarrebbe sui termini e data della soluzione finale. Viceversa è possibile che non si faccia alcun passo in avanti e che gli USA introducano i dazi su altri 300 Mld \$ di importazioni, in modo che tutto l'interscambio sia tassato. Questo non potrebbe lasciare la Cina indifferente e darebbe luogo ad una inevitabile risposta con misure simili e un sensibile deprezzamento dello Yuan che recentemente la banca centrale ha riconosciuto come possibile. In questo caso Trump potrebbe essere tentato di far saltare il banco e scatenare una reazione negativa dei mercati che forzi la mano della FED e faccia anticipare al 2019 gli effetti negativi sui mercati e sulle economie, in modo da avere più tempo a disposizione per rilanciare la ripresa in tempo per le elezioni del 2020. Pesando le probabilità di questi due scenari emerge un quadro che porta in ogni caso verso minore crescita economica per quest'anno e un aumento del rischio di recessione. I mercati hanno già evidenziato questi rischi, ma confidano in un intervento delle banche centrali in caso le cose si mettessero male.

La Fed

Il mercato oggi prezza due tagli da 25 bp e una buona probabilità di arrivare a 75. Powell ha in effetti già aperto la porta ad una reazione di sostegno ciclico, che sotto questa presidenza potrebbe essere più flessibile e reattiva rispetto a quella degli economisti Yellen e Bernanke.

In effetti l'inflazione rimane contenuta, nonostante un mercato del lavoro al pieno impiego. Resta da vedere quando questa reazione si manifesterà, se durante l'estate o più avanti a Settembre. Per ora l'economia USA sta tenendo bene e la Fed potrebbe decidere di attendere ancora delle conferme che l'economia vada verso un rallentamento più marcato e soprattutto che l'inflazione continui a perdere punti. Luglio (FOMC il 30 e 31) potrebbe essere la data giusta per un taglio assicurativo (da 25 o anche 50 bp, se pensato come unico per l'anno).

Il mercato sembra eccessivamente ottimista, e se le mosse della Fed fossero giudicate insufficienti, ci potrebbe essere un aumento di volatilità sui mercati.

Potrebbero anche sussistere considerazioni di stabilità finanziaria per cui l'aumento della leva nel settore privato non finanziario, favorito dalla riforma fiscale, e le persistenti preoccupazioni per il livello delle valutazioni raggiunte sul credito speculativo, potrebbero indurre la Fed a temporeggiare, evitando di dare l'impressione di voler a tutti i costi sostenere il mercato e la speculazione.

Quindi una Fed più reattiva che in passato, ma non troppo, per evitare di essere considerata al servizio dei mercati o condizionata dalle dichiarazioni del Presidente.

Concludendo

Lo scenario vede quindi un rallentamento economico, dove i dati si allineeranno ad attese già deterioratesi da tempo. Esiste anche un rischio aggiuntivo di peggioramento ciclico se non avremo una soluzione ragionevole al G20 di Osaka tra USA e Cina e se la FED non dovesse rispondere rapidamente e incisivamente alle richieste dei mercati.

Per contro ci pare che se anche la FED dovesse muoversi in modo molto proattivo già da Giugno, l'effetto anticiclico sarebbe modesto, se non corroborato da un contestuale e ragionevole accordo sui dazi. Quindi ci pare che nel breve termine ci siano basse probabilità di uno scenario positivo, mentre gli altri scenari non sembrano particolarmente positivi per gli attivi di rischio.

Per questa ragione ci aspettiamo un aumento della volatilità e della selettività sui mercati azionari sviluppati e del credito speculativo, che ormai crediamo abbiano espresso gran parte del loro valore e siano molto vulnerabili, alla luce di valutazioni che scontano ancora una poco probabile forte crescita economica. Per il credito speculativo il ciclo pare maturo, con una leva finanziaria salita molto negli ultimi 18 mesi e quindi con pochi spazi di compressione degli spread, e un aumento dei default.

Sulle allocazioni azionarie dei paesi sviluppati sembra prudente ridurre l'esposizione e le posizioni più esposte ai fattori Growth e Value. Lo stile Value nella fase ciclica attuale rischia di caratterizzarsi come una vera e propria "value trap": cosa che crediamo sia molto vera per il mercato europeo, dove lo stile Value è depresso perché c'è poca crescita nei ROE aziendali.

Sembra più interessante puntare sulla capacità di selezione dei gestori attivi, cercando strategie concentrate, orientate a business stabili e con la capacità di remunerare regolarmente gli investitori con dividendi.

I mercati emergenti, oltre al tema secolare di convergenza verso le economie sviluppate, possono contare su valutazioni meno elevate rispetto ai mercati sviluppati, anche se non particolarmente scontate su base storica, e su una maggiore libertà in termini di politiche monetarie e fiscali. Ad esempio, la Cina potrebbe fare di tutto per evitare un nuovo crollo del proprio mercato azionario. Se la correzione azionaria nei paesi sviluppati dovesse essere guidata solo da un allineamento delle valutazioni alle minori prospettive di crescita e se la svalutazione dello Yuan dovesse essere evitata, potremmo avere per i mercati emergenti una fase volatile, ma meno negativa rispetto ai paesi sviluppati.

In particolare, potrebbe essere più interessante il rapporto rischio – rendimento offerto dai paesi del Sud America, considerati i minori rischi di svalutazione dei cambi rispetto allo Yuan. L'obbligazionario governativo dei paesi sviluppati non dovrebbe avere grandi spazi per ulteriori salite dei prezzi, dato l'attuale livello di rendimenti che già incorporano la reazione espansiva delle banche centrali.

Rimangono, invece, gli ultimi scampoli di positività sulla compressione degli spread per il debito emergente esterno e per il credito senior e subordinato finanziario nei paesi sviluppati.



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.