

# Congiuntura e Mercati

Economic Research and Markets Strategy

Gennaio 2019



# Congiuntura e Mercati

- I segnali di ripiegamento della crescita globale emersi con sempre maggiore frequenza negli ultimi mesi hanno attivato un serrato dibattito sulla reale portata del rallentamento in atto, comprendendo anche i timori di un'inversione del ciclo destinata a materializzarsi entro 24 mesi; questa dinamica avrebbe già dato evidente manifestazione anticipata sui mercati finanziari, con un'accentuata volatilità che ha prodotto un abbassamento della propensione all'investimento, la caduta delle quotazioni di asset con contenuto di rischio e l'abbassamento delle curve statali obbligazionarie.
- Questa linea interpretativa denota con pessimismo eccessivo lo stato della congiuntura globale: il suo allontanamento dai picchi di fine 2017 ed un infiacchimento sono dati di fatto che conducono ad una certa normalizzazione delle politiche fiscali e monetarie, all'incedere di situazioni geopolitiche ed alla materializzazione di alcune importanti criticità che si sono intessute per tempo alle trame economiche; ma in base agli squilibri rilevabili non si ravvisa alcun automatismo in grado di attivare una recessione.

- Se, dunque, da un lato, le minacce portate dal protezionismo montante, da condizioni monetarie e fiscali gradualmente più restrittive, dalla diffusa instabilità politica che attraversa il quadrante europeo (Brexit e Italia) hanno generato un diffuso clima di incertezza e, a cascata, prodotto una severa inflessione nel clima di fiducia, d'altro canto restano attivabili molteplici strumenti a presidio di un quadro globale di crescita il cui livello assoluto, per quanto più modesto rispetto al biennio passato, è correntemente tutt'altro che scarso.
- Governi e banche centrali possiedono certamente le risorse all'uopo necessarie. Negli Stati Uniti, ad esempio, la normalizzazione della policy non implica di per sé l'avvento di condizioni restrittive, poiché l'inflazione sotto controllo è congruente ad un'azione estremamente graduale sui tassi; d'altro canto lo stimolo fiscale, per quanto meno aggressivo rispetto all'anno passato, eserciterà comunque effetti espansivi sul ciclo. In Eurozona la fine del QE lascia il sistema con un assetto accomodante ed il costo del denaro rimarrà invariato per gran parte dell'anno in corso; in Cina, infine, le autorità di governo e monetarie hanno già attivato un'importante azione di sostegno.

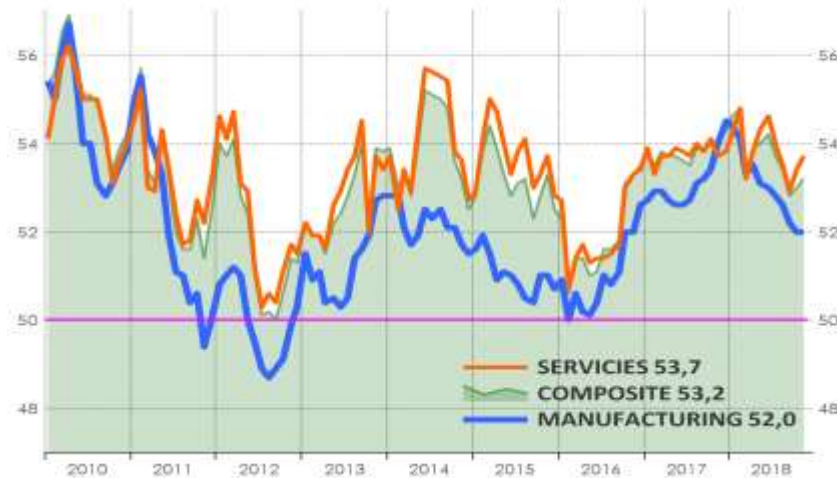
## INDICATORI DI FIDUCIA – AREE

valori aggregati nei vari paesi per gruppo di appartenenza



## INDICATORI DI FIDUCIA

valori aggregati dei sondaggi per tipo di attività



# Congiuntura e Mercati

- Lo scenario centrale che formuliamo presuppone il rallentamento della crescita globale, ma senza pregiudizio per la tenuta della fase di espansione; accoglie la prospettiva di una decelerazione anche degli Stati Uniti, ma giudica del tutto improbabile uno scadimento recessivo; contempla la prosecuzione di una moderata fase di crescita nell'Eurozona e per la Cina assume la piena capacità di controllo dell'evoluzione ciclica da parte delle autorità domestiche. La prospettiva è in sintonia con quella con cui OCSE ha costruito l'ultimo rapporto di previsione, in cui ha indicato un tasso di crescita del reddito mondiale stabile al 3.5% nel biennio 2019-20, inferiore ai picchi del 2017-18 (3.7%), ma ancora vicino ai massimi quinquennali.
- L'analisi di un ampio spettro di indicatori macroeconomici conferma le indicazioni di raffreddamento solo moderato del ciclo. L'indice PMI, termometro del clima di fiducia su scala globale, nell'ultima rilevazione del 2018 ha registrato un modesto rimbalzo a 53.2, stabilizzandosi su quote congruenti con dinamiche espansive dell'attività economica; la tenuta è frutto soprattutto della ripresa dei servizi (53.7), mentre l'indice manifatturiero ha chiuso l'anno a 52, minimo dal 2016.
- Segnali di tenuta provengono anche dall'analisi dei dati PMI disaggregati per area geografica. L'indice relativo ai paesi avanzati, in linea con il dato generale, ha segnato un modesto aumento a quota 54.1, pur persistendo vicino ai minimi di due anni; quello riferibile alle aree emergenti, invece, sta disegnando addirittura un'inversione al rialzo ed è risalito saldamente sopra quota 52, rasentando le quote di picco toccate a fine 2017. Quest'ultimo elemento è particolarmente importante in prospettiva, poiché di per sé depotenzia il rischio correlato all'instabilità dei paesi di nuova industrializzazione, sovente annoverato tra le minacce principali per la solidità del ciclo mondiale.
- Stretti tra la continua progressione delle misure daziarie ed i tentativi delle parti in causa di trovare forme di compromesso (l'accordo tra Trump e Xi ha per ora scongiurato che da gennaio vengano attivati i nuovi provvedimenti già annunciati su 200 miliardi di importazioni cinesi), i flussi di commercio internazionale – comunque una delle proxy della crescita – si sono dispiegati con passo più blando rispetto al 2017, ma sono comunque cresciuti; la media a sei mesi indica progressi del 3-4%, tutt'altro che scarsi alla luce del quadro internazionale.

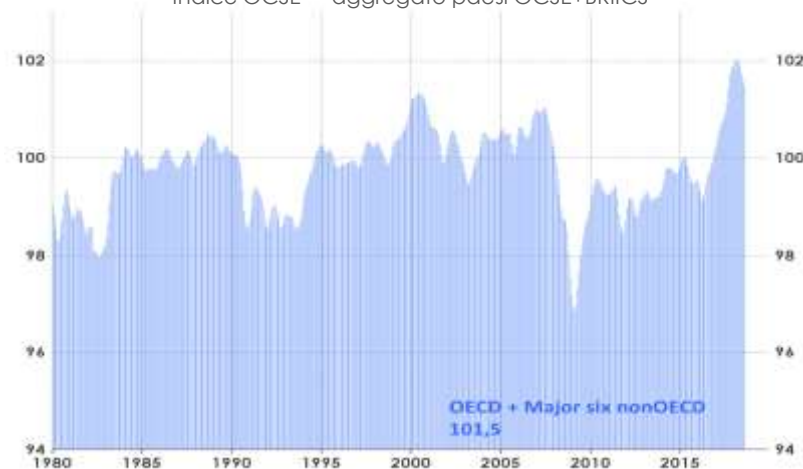
## COMMERCIO INTERNAZIONALE DAL 2012

Tassi tendenziali di crescita – valori puntuali



## INDICATORE DI FIDUCIA DEI CONSUMATORI

Indice OCSE - aggregato paesi OCSE+BRICS



# Congiuntura e Mercati

- I dati definitivi della contabilità nazionale hanno confermato una condizione macroeconomica decisamente buona per l'economia statunitense: nel terzo trimestre, il reddito è aumentato del 3.4% sul periodo precedente e del 3.0% in ragione d'anno (massimo dal 2016), valori evocativi di un robusto impulso di crescita soggiacente alla massima economia mondiale.
- Gli Stati Uniti stanno sperimentando una fase congiunturale peculiare, rappresentando l'unica grande economia che non ha rallentato rispetto al ciclo globale nel 2018 e che di fatto si trova al colmo della fase di crescita; nello stesso tempo, essa mostra sottotraccia i prodromi di una decelerazione che si dispiegherà con piena efficacia tra il 2019 ed il 2020. La maturità del ciclo (quella corrente è la seconda fase espansiva più lunga della storia statunitense, dopo quella partita nel 1991), la discesa delle componenti degli indici qualitativi più legate alla domanda estera e soprattutto la modestissima inclinazione della curva dei rendimenti (lo scorso 5 dicembre, il tratto compreso tra tre e cinque anni si è brevemente invertito per la prima volta nell'ultimo decennio) sono stati interpretati quali elementi portatori financo di un rischio recessivo apprezzabile.
- Certamente è difficile valutare con precisione il punto di caduta finale della flessione della traiettoria del sistema, ma il nostro scenario centrale incorpora un rallentamento del prodotto sull'orizzonte del 2020, di intensità peraltro piuttosto moderata inizialmente: stimiamo tassi di crescita del PIL tra 2.5-2.2% nel 2019 e ricompresi tra 2.0-1.5%, nel 2020.
- Lo scorso 19 dicembre, il FOMC ha aumentato il costo del denaro (+0.25bps) per la quarta volta nel 2018, portandolo nel range 2.25-2.5%, nonostante la pressione esercitata dal Presidente Trump perché non si procedesse in tal senso. Le nuove proiezioni della Fed indicano altri due rialzi per il 2019 sulla base di una valutazione favorevole dello scenario congiunturale e della previsione di un'inflazione sotto controllo, ma il mercato è molto scettico e di fatto non incorpora più alcun aumento dei tassi: relativamente al 2019 prospettiamo un solo rialzo dei tassi all'interno di una fase attendista, un periodo di osservazione dei dati e di valutazione della congiuntura che non dovrebbe richiedere restrizioni più forti di quanto indicato.

## CRESCITA ECONOMICA

PIL - dati %, variazioni trimestrali e tendenziali



## ITALIA - CRESCITA ECONOMICA

PIL - dati %, variazioni trimestrali e tendenziali



# Congiuntura e Mercati

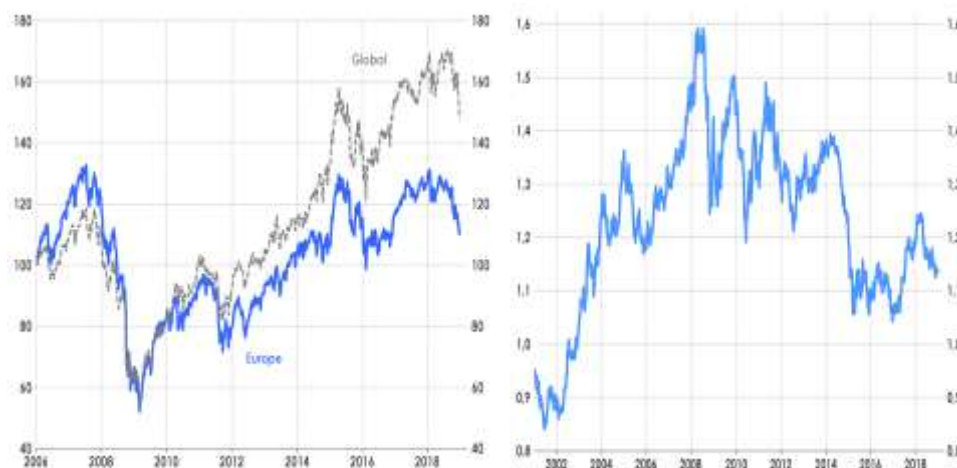
- Nell'Eurozona, la fase di espansione del reddito proseguirà ancora, ma su ritmi più modesti rispetto al 2017, con proiezioni che dall'1.9% nel 2018 vanno verso 1.8-1.6% nel 2019. Il carico di incertezze gravante sulle prospettive dell'economia europea è comunque in crescita, considerando che la lettura di dicembre dell'indice PMI composito si è attestata a quota 51.3, in forte calo rispetto al dato precedente (52.7), al minimo di quattro anni. L'inflazione continua ad evidenziare un doppio binario, con tasso generale (1,9%) doppio rispetto a quello core (1.0%).
- La BCE ha chiuso a dicembre 2018 il programma di QE, ma il segno della policy resta espansivo poiché i proventi dei titoli giunti a scadenza continueranno ad essere reinvestiti, mentre il livello dei tassi rimarrà invariato almeno sino al termine dell'estate. Come per la Fed, anche per la BCE il mercato ha operato un significativo aggiustamento delle proiezioni dei tassi d'interesse, praticamente cancellando l'ipotesi di una prima stretta almeno al saggio dopo settembre e attribuendo probabilità estremamente bassa ad un rialzo entro dicembre.
- L'aumento generalizzato dell'avversione al rischio ha invertito il trend primario dei rendimenti della carta governativa di qualità, che hanno chiuso il 2018 su quote compresse: il tasso decennale in \$ è scivolato sotto il 2.8%, ai minimi di nove mesi, il biennale sotto 2,6%, minimo da luglio; per i titoli in euro, il decennale a 0.23% (minimo da giugno 2017) ed il biennale a -0.6%. L'accordo raggiunto tra Italia e Commissione UE sulla manovra (target deficit ridotto a 2,04%) ha abbassato le tensioni, riportando lo spread BTP-Bund in area 250bps. Il cross eurodollaro ha continuato ad oscillare in area 1.13-1.14.
- I mercati azionari hanno dato seguito a dicembre alla tendenza negativa, confermando ampi e diffusi ribassi su scala globale: l'indice generale segnala una flessione di oltre otto punti percentuali sui dodici mesi, mentre quello relativo ai mercati emergenti accusa una perdita vicino ai 10 punti. Protezionismo, timori legati all'evoluzione politica in Europa e Brexit (la bozza di accordi con l'UE rischia di non essere ratificata dal Parlamento inglese) manterranno compresso l'appetito al rischio, tuttavia confermiamo un giudizio positivo sul comparto.

## RENDIMENTI DECENNALI GOVERNATIVI DAL 2008



## INDICI AZIONARI

investitore eurobasato – 100=2006



## **Disclaimer**

Il contenuto delle pagine precedenti è stato predisposto da Banca Aletti & C. S.p.A. ("Banca Aletti"). Banca Aletti - appartenente al Gruppo Banco BPM - è un intermediario autorizzato ai sensi di legge, iscritto all'Albo delle Banche, al num. 5383.

Con questo documento Banca Aletti propone alla valutazione dell'utente informazioni desunte da fonti ritenute affidabili nel sistema dei mercati finanziari, e – ove lo ritenga opportuno – la propria opinione in merito con eventuali commenti (note, osservazioni, valutazioni).

Questo documento non costituisce parte e non può in alcun modo essere considerato come offerta di vendita o di sottoscrizione o di scambio, o come sollecitazione di qualsiasi genere all'acquisto, alla sottoscrizione o allo scambio di strumenti finanziari o in genere all'investimento, né costituisce consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari.

Banca Aletti non è responsabile degli effetti derivanti dall'utilizzo di questo documento. Le informazioni rese disponibili attraverso il presente documento non devono essere infatti intese come una raccomandazione o un invito di Banca Aletti a compiere una particolare transazione o come suggerimento a porre in essere una determinata operazione.

Ciascun investitore dovrà formarsi un proprio autonomo convincimento basato esclusivamente sulle proprie valutazioni in merito all'opportunità di effettuare investimenti. La decisione di effettuare qualunque operazione finanziaria è a rischio esclusivo dei destinatari della presente informativa.

*Salvo diversa specificazione, Thomson Reuters è la fonte per i dati ed i grafici riportati.*