

Congiuntura e Mercati

Economic Research and Markets Strategy

Marzo 2019



Congiuntura e Mercati

- Il 2019 sta connotandosi per una significativa aleatorietà delle prospettive congiunturali. Le pressioni negative esercitate dai provvedimenti protezionistici dell'anno scorso, dall'incertezza in merito alle sospensioni in materia di dazi, dalle incognite di Brexit, dalla fragilità del quadro istituzionale europeo in prossimità dell'appuntamento elettorale di maggio per il rinnovo del Parlamento, hanno aumentato il numero di variabili da cui dipende la crescita globale. La tenuta della fase di espansione del reddito aggregato non è discussione, ma il processo di graduale affievolimento dello sviluppo rimane al momento di difficile valutazione quanto a entità e portata finale.
- Tra gennaio e febbraio, dati e statistiche hanno confermato l'indebolimento del ciclo diventando spesso più intensi e più diffusi; gli indici di fiducia hanno esteso la dinamica declinante: le attese degli imprenditori da tempo in calo hanno prodotto un raffreddamento dell'attività produttiva che sta mostrando tenore sistemico, pur con declinazioni differenti da area ad area. Anche il grado di fiducia delle famiglie è declinato, ma i livelli restano elevati, grazie all'occupazione elevata e alla tenuta del potere di acquisto (bassa inflazione).
- Al netto della frenata indicata che ha radici nell'eccezionale coagulo di negatività nel 2018, lo stato corrente della congiuntura appare tuttavia, tutt'altro che compromesso. La caratura elevata dei sentieri di crescita percorsi sta offrendo resilienza, garantendo la disponibilità di un cuscinetto di sicurezza rispetto al rallentamento in corso e proteggendolo dagli effetti negativi di livelli di avversione al rischio strutturalmente più alti rispetto al passato.
- Il circolo vizioso fra deterioramento delle aspettative e turbolenza dei mercati finanziari, si è interrotto, correggendo lo scadimento decisamente eccessivo rispetto al valore dei fondamentali macroeconomici (*overshooting*); le quotazioni sui mercati hanno reagito, ripristinando valori più congrui. Il processo descritto ha avuto quale elemento cardine l'avvicinamento delle posizioni fra USA e Cina nelle dispute commerciali ed un nuovo atteggiamento delle banche centrali. Tanto in Eurozona, quanto negli Stati Uniti (per non dire del Giappone, ove la rimodulazione della stance ultra-espansiva non è mai stata in discussione) si prospetta una fase in cui rallentano i processi di normalizzazione delle politiche monetarie e cresce l'attenzione sull'incedere della congiuntura.

INDICATORI DI FIDUCIA – AREE

valori aggregati nei vari paesi per gruppo di appartenenza



INDICATORI DI FIDUCIA

valori aggregati dei sondaggi per tipo di attività

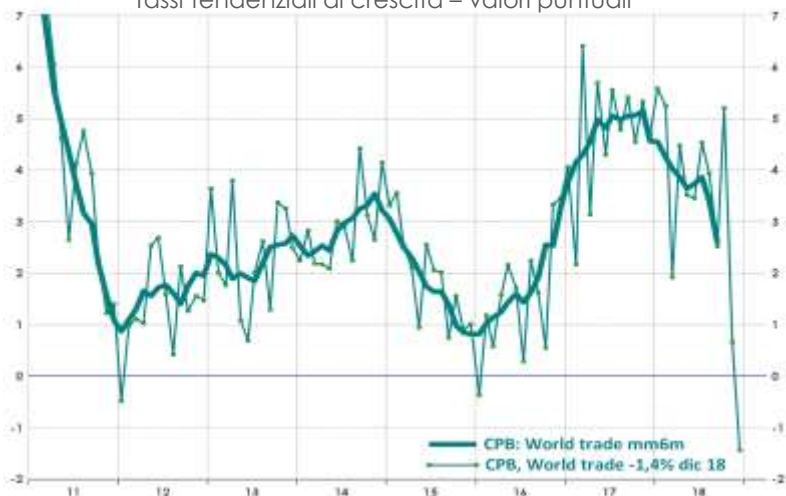


Congiuntura e Mercati

- La Federal Reserve degli Stati Uniti ha effettuato una sterzata piuttosto brusca rispetto al tracciato previgente e ha riconfigurato le funzioni di preferenza degli agenti economici, conformandole ad un minor grado di restrizione monetaria. Questa svolta risolve l'apparente stranezza tra dati congiunturali in indebolimento e lievitazione vigorosa delle attività azionarie, che ha caratterizzato i primi due mesi dell'anno: gli investitori hanno comprato di nuovo asset a rischio confidando nell'assicurazione prodotta dalla Fed e dalle altre banche centrali contro un ripiegamento della congiuntura che può essere tenuto sotto controllo.
- La banca centrale cinese, ha fatto ricorso a strumenti espansivi già dall'anno passato, abbassando il coefficiente di riserva obbligatoria delle maggiori banche per 350 punti base attivando una deviazione rispetto all'obiettivo di rallentare la crescita degli aggregati monetari e creditizi. La risonanza con le ingenti misure di stimolo fiscale del governo dovrebbe essere sufficiente ad accompagnare il sistema lungo una traiettoria di frenata controllata, con crescita del PIL tra 6.5% e 6.0% nel 2019, come indicato questa settimana durante il Congresso del Partito.
- Le indagini PMI più affidabili indicano crescita moderata: l'indice composito, termometro del clima di salute generale dell'economia, viaggia appena al di sopra dei 52 punti, penalizzato dall'insistito rallentamento della manifattura (50.6), ma confortato dalla buona tenuta dei servizi (53.3); tutte le serie sono comunque posizionate al di sopra della soglia di attenzione.
- La dinamica del commercio globale è incerta, indirizzata al ribasso dai provvedimenti restrittivi e dall'incertezza sulle modalità di uscita dei contrasti pendenti. La volatilità della serie impone massima cautela nell'interpretazione della caduta in pochi mesi del ritmo di crescita dei traffici da oltre il 5% sino al dato negativo di dicembre (minimo dal 2009), che potrebbe essere frutto di fluttuazioni statistiche e di fattori legati alle politiche di stoccaggio. La tendenza media sotto 3%, segnala che gli scambi hanno rallentato significativamente. Le prospettive future sono indeterminate, configurandosi quale uno dei rischi maggiori per l'economia mondiale: Cina e Stati Uniti stanno trattando con l'obiettivo di trovare un accordo e per ora, l'Amministrazione Trump ha differito l'applicazione di nuove misure daziarie, che sarebbero scattate dal 1 marzo.

COMMERCIO INTERNAZIONALE DAL 2012

Tassi tendenziali di crescita – valori puntuali



INDICATORE DI FIDUCIA DEI CONSUMATORI

Indice OCSE - aggregato paesi OCSE+BRICS



Congiuntura e Mercati

- Il PIL degli Stati Uniti è aumentato del 2.6% annualizzato nell'ultimo trimestre del 2018, per un saggio tendenziale del 3.1% ed un tasso medio annuo del 2.9%, massimo dal 2015. Il prodotto è stato sostenuto dalla forza dei consumi privati, che hanno contribuito in misura maggiore alla crescita (1,9%); positivo anche l'apporto degli investimenti fissi (+0,7%) e delle scorte (+0,1%), mentre il commercio estero è stato fattore ancora deterrente per lo sviluppo (-0,2%). La crescita acquisita per il nuovo anno (effetto statistico di trascinamento) è elevata e pari all'1,1%, condizione che rinsalda l'attesa per una performance ancora alta. Lo scenario centrale vede quindi la prosecuzione della fase di espansione, imperniata su un rallentamento complessivamente moderato al 2.4% nel 2019 ed all'1.7% nel 2020.
- La chiusura decretata da Trump degli uffici federali ed amministrativi per mancanza di fondi (*shutdown* più lungo della storia; 36 giorni, sino al 25 gennaio) ha in ogni caso creato un clima di incertezza nella lettura del quadro macroeconomico, in scia al forte ritardo con cui vengono comunicate le principali statistiche congiunturali ed all'aleatorietà delle stesse, difficilmente utilizzabili per la corretta interpretazione delle tendenze di fondo.

CRESCITA ECONOMICA

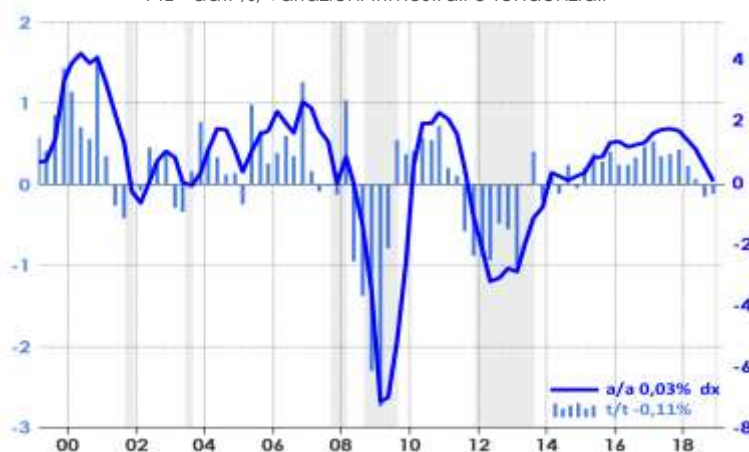
PIL - dati %, variazioni trimestrali e tendenziali



- Riteniamo, quindi, che siano di scarso rilievo i segnali di debolezza diffusi da alcuni indicatori relativi all'attività reale (vendite al dettaglio -1.2% su mese a dicembre, peggior dato dal 2009) palesemente in contrasto con la robustezza del mercato del lavoro (disoccupazione al 4%, ai minimi dagli anni '70) o della crescita salariale (+3.2% anno, sui massimi dal 2009). Altri indicatori più tempestivi, come il clima di fiducia delle famiglie, hanno già recuperato in febbraio le flessioni patite intorno allo scavalco d'anno.
- L'inflazione rimane sotto controllo, con tasso generale all'1.6% per effetto della moderazione delle quotazioni energetiche e saggio core stabile al 2.2%. Il FOMC del 30 gennaio ha lasciato invariato il costo del denaro (*range* 2.25%-2.50%), inaugurando un periodo in cui i tassi staranno fermi, per monitorare il raffreddamento del ciclo; la retorica impiegata da Powell si è condensata nell'uso del termine «paziente» per esprimere l'atteggiamento della Fed che, nel periodo valuterà il tenore dei dati, senza escludere aggiustamenti al processo di riduzione del bilancio. Il mercato ha integralmente azzerato le probabilità di un rialzo dei tassi nel 2019, prezzando financo la prospettiva di un taglio.

ITALIA - CRESCITA ECONOMICA

PIL - dati %, variazioni trimestrali e tendenziali



Congiuntura e Mercati

- Nell'Eurozona, il PIL è aumentato dello 0.2% nel quarto trimestre 2018, per una media annua pari a 1.8%, in flessione dal 2.5% del 2017, valore minimo dal 2014; il tasso tendenziale è pari a 1.1%, minimo dal 2013. L'indagine PMI per il mese di febbraio ha mostrato le prime indicazioni di stabilizzazione del clima di fiducia, con l'indice composito a 51.9 da 51, per la prima volta in aumento da agosto. Tuttavia, la prossimità a quota 50 e l'insistita flessione della manifattura (indice settoriale a 49.3) testimoniano la fragilità della condizione. Il quadro è ancora congruente con la prosecuzione di una fase di espansione moderata, con saggi medi tra 1.2-1.4% nel 2019-20, anche in scia al sostegno della BCE: nella riunione del 7 marzo, la banca centrale ha operato un doppio intervento, modificando la forward guidance per differire i tempi del primo rialzo (i tassi non verranno toccati per tutto il 2019) e avviando una serie di nuove TLTRO da settembre, aste a lungo termine con prestiti al sistema di durata biennale, volti a scongiurare tensioni di liquidità sul mercato. La BCE ha tagliato anche le stime di crescita del PIL, con previsioni di 1.1% nel 2019 (-0.6), 1.6% nel 2020 (-0.1) e 1.5% nel 2021 (invariato).
- La sovrapposizione dei due provvedimenti è probabilmente più di quanto si aspettava il mercato, che ha reagito con una forte penalizzazione dell'euro, indebolitosi sino a 1.12, minimo da metà 2017. I rendimenti della carta governativa in \$ si sono mantenuti su quote compresse: il tasso decennale ha oscillato tra 2.6-2.7%, a sui minimi da inizio 2018, mentre il biennale intorno a 2.5%, scontando un'azione meno aggressiva della Fed; anche i tassi in euro si sono aggiustati, con il decennale in area 0.1%, Il rendimento italiano a dieci anni quota 2.5%, per uno spread BTP-Bund decennale inferiore a 250 punti base.
- I mercati azionari hanno sperimentato un rally da inizio anno, con incrementi diffusi che hanno interessato tutte le piazze; il comparto si è quindi normalizzato, con assorbimento variato della caduta patita a fine 2018. I guadagni sono stati ragguardevoli per gli indici statunitensi, nell'ordine del 10% (quasi 12%, per il Nasdaq), con lievitazione delle quotazioni dell'S&P500 ai massimi da novembre 2018. Confermiamo giudizio positivo sul comparto, che resta asset class di investimento privilegiata, pur in un quadro di fondo che sarà contrassegnato da un regime di volatilità strutturalmente più alto e dalla necessità di avere la spinta di una news-flow positiva.

RENDIMENTI DECENNALI GOVERNATIVI DAL 2008



INDICI AZIONARI

investitore eurobasato – 100=2006



EURODOLLARO DAL 2001



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.