

## Congiuntura e Mercati

Economic Research and Markets Strategy

Aprile 2019



# Congiuntura e Mercati

- La percezione diffusa di un ciclo in deterioramento, accresciuta tra la fine del 2018 e l'avvio del nuovo anno in concomitanza ad un aumento generalizzato dell'avversione al rischio, si è ridimensionata a partire dalla primavera, quando le prime avvisaglie di una stabilizzazione degli indicatori anticipatori (indice PMI composito globale in rimbalzo dai minimi di inizio anno, sostenuto dal settore dei servizi, ma ancora penalizzato dall'insistito rallentamento della manifattura) ed un sollievo dal clima d'incertezza hanno avviato una riconfigurazione delle traiettorie prospettiche del ciclo mondiale. Il processo è solo agli inizi e deve trovare conferme, tuttavia il timore di un progressivo e forte rallentamento che potesse persino sfociare in una recessione in molti sistemi economici sta regredendo, sostituito dall'eventualità che ad un certo consolidamento, consegua una ripartenza con effetti sensibili dalla seconda metà dell'anno.
- L'innesco per questa nuova modalità scaturisce da fattori impulsivi molteplici e di diversa natura. Innanzitutto, la svolta delle banche centrali assicura a famiglie ed imprese la prospettiva di tassi stabili e condizioni finanziarie distese per mesi e per le aree emergenti assicura un reflusso dei capitali, con sollievo alle bilance dei pagamenti. Il rischio di continuazione della guerra commerciale sino a diventare

globale e totale attraverso il contrasto Cina-Stati Uniti va riducendosi sempre più (i colloqui tra le due delegazioni sono in fase molto avanzata, in direzione di un accordo). Regno Unito: la probabilità di uscita disordinata dalla UE si è ridotta con la proroga di Brexit al 31 ottobre, inoltre l'avvicinamento alle elezioni generali europee sembra scongiurare lo sfondamento del fronte sovranista populista (i sondaggi, ma anche le elezioni in Slovenia e in Spagna...). Grazie a misure fiscali e di politica monetaria, la Cina ha dato segnali di risveglio dell'attività economica, con ricadute potenzialmente positive a livello globale. La ripartenza della produzione industriale a marzo (da 5.7% a 8.5% a/a, nuovo massimo dal 2014), il consolidamento delle vendite al dettaglio (8.7% a/a, migliore lettura da settembre 2018), l'inversione rialzista del clima di fiducia nella manifattura (indice PMI 50.8, di nuovo sopra la soglia critica dopo tre mesi in area di contrazione, ai massimi da luglio) indicano una reattività promettente.

- Il nuovo rapporto di previsione diffuso ad aprile dal FMI si colloca lungo questa linea interpretativa. Per il 2019, la stima di crescita del prodotto globale è fissata al 3.3% (-0.2 da gennaio), valore che implica un rallentamento modesto (tre decimi in meno) rispetto al 3.6% realizzato nel 2018. Già dal 2020 l'espansione dovrebbe riaccelerare sino al 3.6% (dato invariato), riaggiungando il ritmo del 2018.

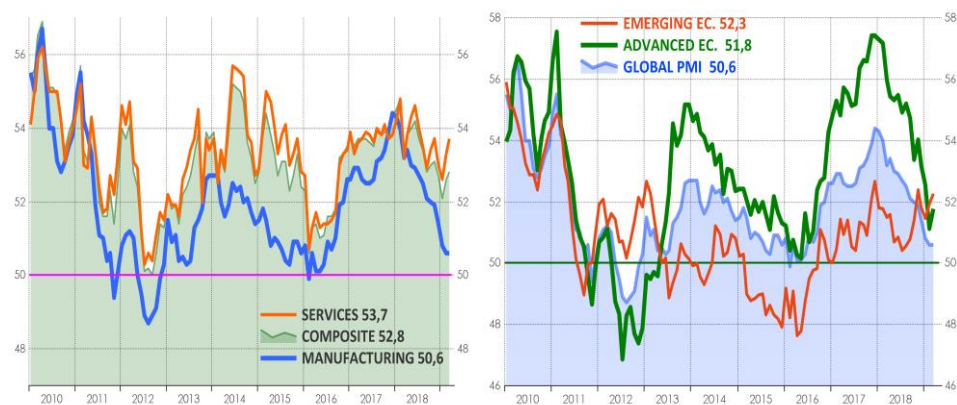
## FMI – CRESCITA ECONOMICA GLOBALE

variazioni medie annue – Aprile 2019

	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	diff.	2020e	diff.
<b>CRESCITA GLOBALE</b>	3.4	3.2	3.2	3.8	3.6	<b>3.3</b>	-0.2	<b>3.6</b>	0.0
<b>ECONOMIE AVANZATE</b>	1.9	2.1	1.7	2.4	2.2	<b>1.8</b>	-0.2	<b>1.7</b>	0.0
STATI UNITI	2.4	2.6	1.5	2.2	2.9	<b>2.3</b>	-0.2	<b>1.9</b>	0.1
EUROZONA	0.9	2.0	1.8	2.4	1.8	<b>1.3</b>	-0.3	<b>1.5</b>	-0.2
GERMANIA	1.6	1.5	1.9	2.5	1.5	<b>0.8</b>	-0.5	<b>1.4</b>	-0.2
FRANCIA	0.6	1.3	1.1	2.3	1.5	<b>1.3</b>	-0.2	<b>1.4</b>	-0.2
ITALIA	-0.3	0.7	0.9	1.6	0.9	<b>0.1</b>	-0.5	<b>0.9</b>	0.0
SPAGNA	1.4	3.2	3.3	3.0	2.5	<b>2.1</b>	-0.1	<b>1.9</b>	0.0
GIAPPONE	0.0	1.2	1.0	1.9	0.8	<b>1.0</b>	-0.1	<b>0.5</b>	0.0
REGNO UNITO	3.1	2.2	1.8	1.8	1.4	<b>1.2</b>	-0.3	<b>1.4</b>	-0.2
CANADA	2.5	0.9	1.4	3.0	1.8	<b>1.5</b>	-0.4	<b>1.9</b>	0.0
<b>ECONOMIE EMERGENTI</b>	4.6	4.1	4.4	4.7	4.5	<b>4.4</b>	-0.1	<b>4.8</b>	-0.1
RUSSIA	0.7	-3.7	-0.2	1.5	2.3	<b>1.6</b>	0.0	<b>1.7</b>	0.0
CINA	7.3	6.9	6.7	6.9	6.6	<b>6.3</b>	0.1	<b>6.1</b>	-0.1
INDIA	7.2	7.6	7.1	6.7	7.1	<b>7.3</b>	-0.2	<b>7.5</b>	-0.2
BRASILE	0.1	-3.8	-3.5	1.1	1.1	<b>2.1</b>	-0.4	<b>2.5</b>	0.3
MESSICO	2.2	2.6	2.9	2.1	2.0	<b>1.6</b>	-0.5	<b>1.9</b>	-0.3
SUDAFRICA	1.6	1.3	0.6	1.3	0.8	<b>1.2</b>	-0.2	<b>1.5</b>	-0.2

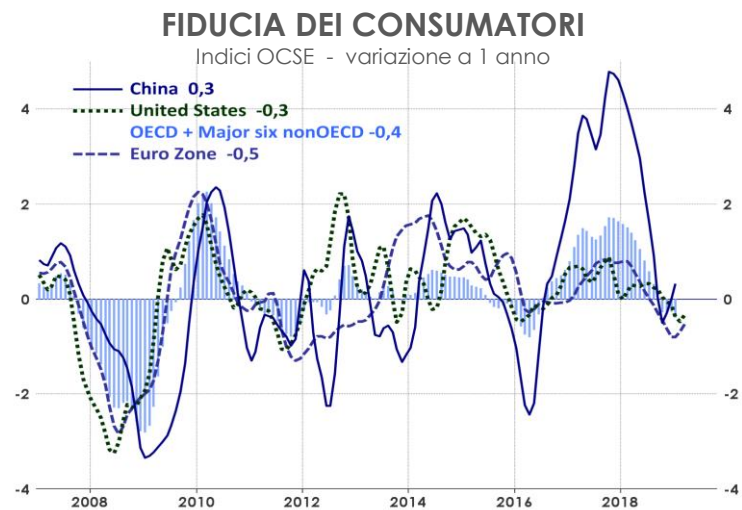
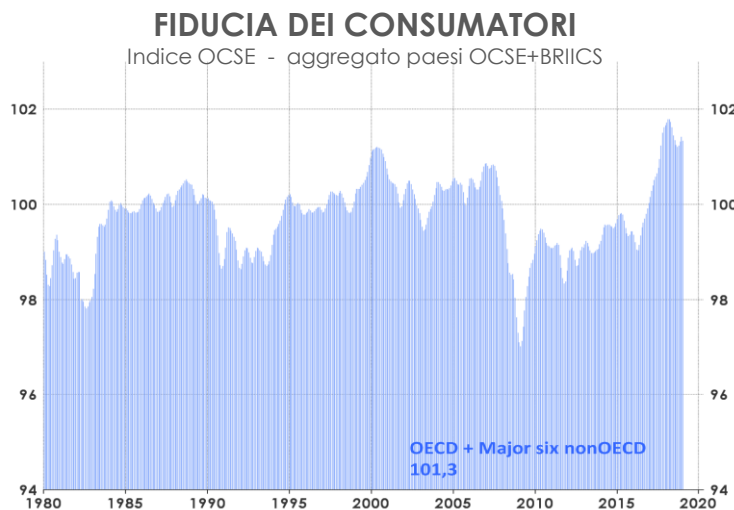
WEO Update Apr19 - diff. rispetto Gen19

## INDICATORI DI FIDUCIA – SETTORI E AREE



# Congiuntura e Mercati

- L'articolazione delle traiettorie per economie avanzate ed emergenti rende conto di come siano le prime ad essere responsabili della frenata del ciclo globale nell'anno in corso, mentre alle seconde compete il merito dell'accelerazione nel prossimo. L'aggregato dei paesi industrializzati frena, infatti, all'1.8% quest'anno (-0.2) ed all'1.7% nel prossimo (invariato), mentre quello delle aree di nuova industrializzazione si ferma al 4.4% quest'anno (-0.1) per poi lievitare al 4.8% nel 2020 (-0.1), ritmo massimo dell'ultimo quinquennio.
- Tra i paesi progrediti, FMI conferma il superiore passo dell'economia statunitense, con stime di crescita fissate al 2.3% nell'anno in corso (-0.2) ed aumentate all'1.9% nel prossimo (+0.1). In sensibile ribasso, invece, i numeri di Eurozona, con stime all'1.3% nel 2019 (-0.3) ed all'1.5% nel 2020 (-0.2), soprattutto per il peso delle correzioni apportate alla Germania (rispettivamente, 0.8%, -0.5; 1.4%, -0.2) ed all'Italia (0.1%, -0.5; 0.9%, invariato); più stabili la Francia (1.3%, 0.2; 1.4%, -0.2) e la Spagna (2.1%, -0.1; 1.9%, invariato). Per il Giappone non si riscontrano variazioni di rilievo (1.0%, -0.1; 0.5%, invariato), mentre il Regno Unito soffre con tutta evidenza l'incertezza della Brexit (1.2%, -0.3; 1.4%, -0.2).
- Nell'aggregato delle economie emergenti, il cambio di passo nel 2020 è evidente per tutti i sistemi, con accelerazioni del reddito diffuse ovunque tranne in Cina, che prosegue la tendenza al rallentamento ordinato della crescita, dal 6.6% del 2018, al 6.3% di quest'anno, sino al 6.1% nel prossimo. Il quadro dei rischi impone cautela e, per ora, indica maggiori probabilità di ribasso, piuttosto che di aumento delle stime.
- I dati (preliminari) di contabilità nazionale hanno segnato un aumento del prodotto degli Stati Uniti del 3.2% su base annualizzata nel primo trimestre, valore superiore rispetto al consenso (2.3%). L'evoluzione tendenziale del reddito è stata pure vigorosa e pari al 3.2%, in rialzo dal 3.0% precedente, picco degli ultimi quattro anni. Qualitativamente, tuttavia, la composizione del prodotto è scarsa, affidata ad un mix di fattori non consueto, che assegna ruolo preponderante alle componenti non strutturali (metà del contributo spetta alle scorte e al commercio estero) invece che alla domanda interna. Prospettiamo una crescita del PIL ancora forte nel 2019 (2.7%, rivisto al rialzo da 2.4%), mentre nel 2020, anche in ragione di una fisiologica senescenza, lo scenario centrale proietta una frenata del ciclo di una certa intensità, con aumento del reddito pari all'1.9%.



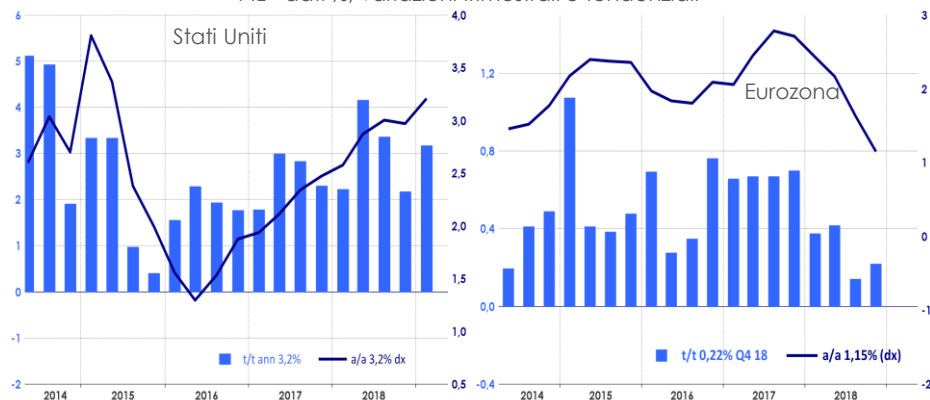
# Congiuntura e Mercati

- I dati congiunturali confermano il buon stato dell'economia statunitense: l'attività industriale procede a passo robusto, con produzione in aumento tendenziale al 2.8%; il clima di fiducia nella manifattura, pur in flessione dai massimi, permane assestato su quote espansive (ISM 52.8); l'indice anticipatore per il comparto dei servizi (ISM non manifatturiero) è stato pari a 55.5 punti ad aprile, a ridosso dei massimi ultradecennali. Dal lato della domanda, la fiducia dei consumatori viaggia appena sotto i massimi decennali, mentre l'attività di consumo è solida, con le vendite al dettaglio in progresso dell'1.6% a marzo, variazione mensile massima da ottobre 2017. Il mercato del lavoro esprime solide tendenze di fondo, con tasso di disoccupazione al 3.6%, vicino ai minimi di cinquant'anni. Le dinamiche dei prezzi restano sotto controllo: l'inflazione generale ha accelerato a marzo sino a 1.9%, massimo di quattro mesi, mentre quella core ha frenato al 2%, in linea con gli obiettivi della Fed.
- La Fed, facendo leva sull'estrema moderazione della dinamica dei prezzi e sulla necessità di monitorare il raffreddamento del ciclo, ha confermato anche nell'ultima riunione del primo maggio l'intenzione di mantenere fermi i tassi lungo tutto il 2019 e di operare un solo rialzo nel 2020. Il mercato, per contro, già da tempo non sconta più alcun rialzo e seguita a prezzare persino l'ipotesi di un taglio entro fine anno, con punte sino al 60-70%.

- In Eurozona, il prodotto aggregato è aumentato dello 0.4% su base congiunturale nel primo trimestre del 2019, segnando un'accelerazione rispetto ai due trimestri precedenti (+0.1% nel terzo periodo, +0.2% nel quarto). I dati nazionali, che ancora sono privi dei numeri della Germania (verranno diffusi solo alla metà di maggio e dovrebbero indicare una modesta espansione), evidenziano il ritorno di un contributo positivo delle altre tre economie maggiori alla formazione del prodotto aggregato, diversamente da quanto occorso nei due trimestri precedenti. L'Italia, infatti, ha superato la condizione di recessione tecnica, tornando a registrare un tasso di crescita positivo del PIL dello 0.2%; la Francia ha ribadito un progresso dello 0.3%, in linea con il risultato dei due trimestri precedenti; la Spagna, infine, ha registrato un incremento dello 0.7%, un decimo superiore del passo tenuto tra ottobre e dicembre.
- Dopo un avvio d'anno particolarmente debole, a partire da marzo il flusso di dati congiunturali ha ripreso gradualmente tono, facendo intravedere segnali embrionali di quella potenziale ripartenza della congiuntura che definisce lo scenario centrale per la seconda metà dell'anno (ci aspettiamo una crescita intorno all'1% per il 2019 e una discreta accelerazione all'1.5% per il 2020): la tendenza negativa della produzione industriale pare in esaurimento (-0.3% a/a); l'attività di spesa

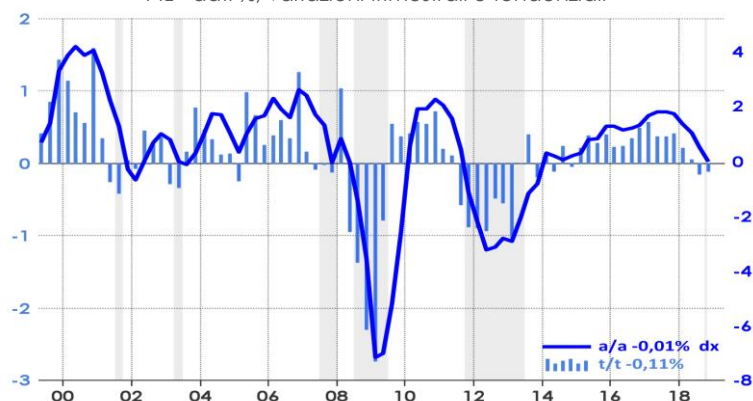
## CRESCITA ECONOMICA

PIL - dati %, variazioni trimestrali e tendenziali



## ITALIA - CRESCITA ECONOMICA

PIL - dati %, variazioni trimestrali e tendenziali



# Congiuntura e Mercati

delle famiglie ha raggiunto il passo massimo da fine 2017 (+2.8% a/a); il sentiment dei consumatori sta mostrando i primi segnali di stabilizzazione, dopo la fase declinante del 2018; le condizioni del mercato del lavoro si confermano molto buone, con tasso di disoccupazione sui minimi dal 2008. Per quanto riguarda il clima di fiducia delle imprese, il sondaggio PMI di aprile ha indicato condizioni di moderata espansione, tuttavia i segnali di debolezza sono tutt'altro che dissolti, con l'indice manifatturiero in lieve recupero ma ancora negativo (47.9) e quello dei servizi in flessione (52.5). L'inflazione continua ad evidenziare un tasso generale ancora scarso (1.7% ad aprile), ma superiore rispetto a quello dell'indice core (1.2%), tratteggiando un quadro complessivamente ancora non congruente con le attese della BCE.

- Nella riunione del 10 aprile, nel quadro di una conferma integrale del corridoio dei tassi, la BCE ha ribadito la validità dell'assetto di policy definito a marzo, imperniato sulla prospettiva di tassi stabili sull'orizzonte almeno di fine anno e dell'annuncio di nuove operazioni di finanziamento a lungo termine per le banche (TLTRO) che avranno partenza dal prossimo mese di settembre.
- In un contesto di maggiore propensione per il rischio e distensione sui mercati finanziari, i rendimenti della carta governativa in \$ hanno

registrato un leggero movimento al rialzo: il tasso decennale si è riportato sopra il 2.5%, mentre il biennale è aumentato al 2.3%. Anche i tassi in euro si sono aggiustati marginalmente al rialzo, con il decennale tedesco comunque ancora in territorio negativo ed il biennale piuttosto stabile intorno a -0.6%. Il BTP a dieci anni si è aggiustato intorno al 2.6%, e lo spread BTP-Bund attorno ai 260 pb, confortato dal giudizio di S&P (conferma BBB e outlook negativo), seppure in un contesto politicamente molto agitato. Buone le performance dei comparti a spread. Il dollaro è stato tonico anche nelle ultime settimane, con oscillazioni tra 1.11-1.13 contro euro, ma in più deciso rafforzamento contro franco svizzero, yen e sterlina inglese.

- I mercati azionari hanno proseguito il rally attivo da inizio anno, con assorbimento variato della caduta patita a fine 2018. Gli incrementi hanno interessato tutte le piazze, con guadagni ragguardevoli per gli indici statunitensi, nell'ordine del 15-20% con aumento delle quotazioni dell'S&P500 ai massimi storici. Confermiamo giudizio positivo sul comparto, alla luce di una minore restrizione delle condizioni finanziarie, di un assestamento del ciclo in senso maggiormente favorevole e fondamentali microeconomici ancora buoni, pur in un quadro di fondo contrassegnato da un regime di volatilità strutturalmente più alto e da valutazioni in rapido aumento, fenomeno che richiede attenzione.

## 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.*