

Congiuntura e Mercati

Economic Research and Markets Strategy

Giugno 2019



Congiuntura e Mercati

- Il nuovo rapporto elaborato a maggio dalla Commissione Europea convalida il tracciato dell'economia mondiale già ipotizzato dal FMI sull'orizzonte del prossimo biennio, che presume un minimo ciclico (poco profondo) nell'anno in corso, seguito da una ripresa di intensità apprezzabile nel prossimo, per una dinamica qualitativamente congruente con i segnali di stabilizzazione che dalla primavera sono stati offerti dagli indicatori anticipatori, come pure dai dati di reali.
- Il processo di assestamento della congiuntura si è confrontato nell'ultimo mese con un aumento piuttosto importante dei rischi esogeni, che ha ampliato significativamente l'incertezza intorno allo scenario centrale. Il mutamento di clima, prodotto dalla decisione unilaterale di Trump di alzare ancora una volta lo scontro commerciale con la Cina è stato repentino, un fenomeno che ha creato una certa discontinuità rispetto alla distensione delle condizioni macro-finanziarie globali in atto da gennaio. Europa e per ultimo il Messico rimangono sotto la minaccia di provvedimenti protezionistici.
- Il voto europeo, invece, ha offerto un esito complessivamente neutrale: la composizione del nuovo Parlamento è più frammentata, ma contrassegnata ancora da una solida maggioranza europeista.

- Pur perdendo insieme oltre 70 seggi, Popolari e Socialisti rimangono rispettivamente primo e secondo gruppo, mentre sono cresciute altre due forze di matrice europeista (Liberali e Verdi hanno ottenuto 58 seggi in più), promuovendo la possibile composizione di una coalizione di governo che potrebbe comprenderli entrambi. Le forze sovraniste dichiarate hanno raccolto nel complesso poco più di 160 seggi, insufficienti rispetto ai 376 necessari. Sulla base di questi numeri, si apre ora la difficile stagione delle nomine (Presidenza del Parlamento del Consiglio Europeo e della Commissione) che a fine ottobre incrocia la scadenza del mandato di Draghi alla BCE. Le elezioni sono state precedute dall'avvio di una crisi di governo nel Regno Unito (il turno elettorale ha determinato la recrudescenza del rischio hard-Brexit), e seguite da altre due crisi per gli esecutivi in carica (Grecia e Austria, per motivi diversi).
- Con le previsioni elaborate a maggio, la Commissione ha ipotizzato una frenata del tasso di crescita del prodotto mondiale dal 3.6% del 2018 al 3.2% dell'anno in corso (-0.3 rispetto alle stime contenute nel precedente rapporto di novembre), assumendo poi un'accelerazione per tre decimi al 3.5% nel 2020 (dato invariato).

COMMISSIONE UE – CRESCITA ECONOMICA GLOBALE

variazioni medie annue – Maggio 2019

	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	diff.	2020e	diff.
GDP (% Y/Y)									
CRESCITA GLOBALE	3.5	3.3	3.2	3.7	3.6	3.2	-0.3	3.5	--
ECONOMIE AVANZATE	2.2	2.5	1.8	2.6	2.3	1.7	-0.4	1.8	-0.1
STATI UNITI	2.5	2.9	1.6	2.2	2.9	2.4	-0.2	1.9	--
EUROPA (28)	1.8	2.3	2.0	2.5	2.0	1.4	-0.5	1.6	-0.2
EUROZONA (19)	1.3	2.1	2.0	2.4	1.9	1.2	-0.7	1.5	-0.2
GERMANIA	2.2	1.7	2.2	2.2	1.4	0.5	-1.3	1.5	-0.2
FRANCIA	1.0	1.1	1.2	2.2	1.6	1.3	-0.3	1.5	-0.1
ITALIA	0.1	0.9	1.1	1.7	0.9	0.1	-1.1	0.7	-0.6
SPAGNA	1.4	3.6	3.2	3.0	2.6	2.1	-0.1	1.9	-0.1
REGNO UNITO	2.9	2.3	1.8	1.8	1.4	1.3	0.1	1.3	0.1
GIAPPONE	0.4	1.2	0.6	1.9	0.8	0.8	-0.2	0.6	0.1
CANADA	2.9	0.7	1.1	3.0	1.8	1.4	-0.6	1.8	-0.1
ECONOMIE EMERGENTI	4.6	4.0	4.4	4.6	4.6	4.4	-0.3	4.8	0.1
RUSSIA	0.7	-2.8	-0.1	1.5	2.3	1.5	-0.1	1.8	--
CINA	7.3	6.9	6.7	6.8	6.6	6.2	--	6.0	0.1
INDIA	7.0	7.5	8.7	6.9	7.4	7.1	-0.4	7.3	-0.2
BRASILE	0.5	-3.5	-3.3	1.1	1.1	1.9	--	2.4	0.1
MESSICO	2.8	3.3	2.9	2.1	2.0	1.9	-0.6	2.3	-0.1

differenze rispetto Autumn Forecast Nov'18

INDICATORI DI FIDUCIA – SETTORI E AREE

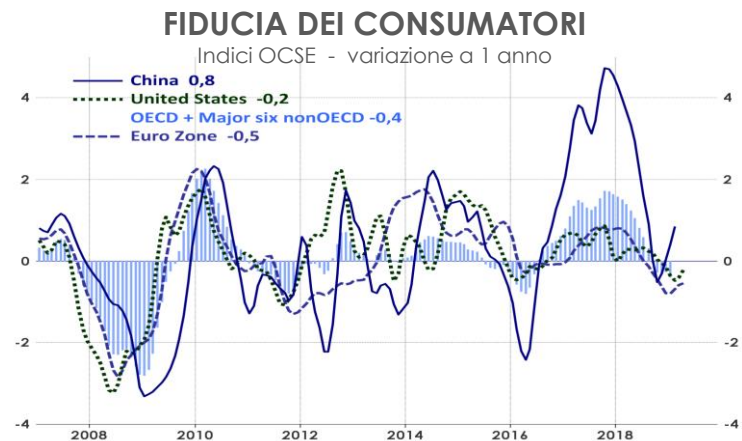
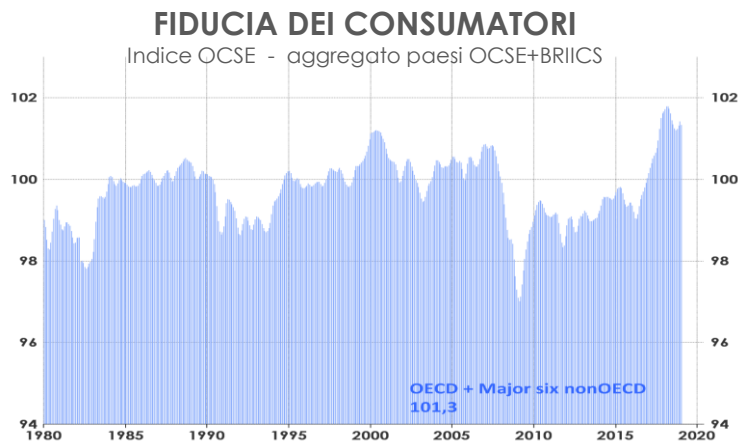


Congiuntura e Mercati

- Per l'aggregato delle economie avanzate si stima un'espansione del reddito pari all'1.7% (-0.4, saggio di crescita minimo dell'ultimo quinquennio) nell'anno in corso e dell'1.8% (-0.1) per il 2020, cosicché la ripresa del tono congiunturale è complessivamente modesta ed insufficiente a ripristinare gli standard medi tenuti nel recente passato (tasso medio 2014-2018 pari al 2.3%). E' quindi del tutto evidente come, nell'insieme, la condizione macroeconomica delle aree avanzate sia favorevole ma non alta in termini storici, diversamente da quella dei paesi emergenti, cui gli esperti riconoscono un potenziale superiore, con previsioni di aumento del prodotto del 4.4% nell'anno corrente (-0.3) e del 4.8% nel prossimo (+0.1), ritmo massimo dell'ultimo quinquennio, con accelerazioni del reddito diffuse ovunque, tranne in Cina, dove prosegue la tendenza al rallentamento ordinato della crescita, dal 6.6% del 2018, al 6.2% di quest'anno (invariato), sino al 6.0% nel prossimo (+0.1).
- Eurozona, assoggettata a pesanti correzioni peggiorative, costituisce la principale causa della flessione della traiettoria dei paesi avanzati sotto la soglia del 2%. Rispetto a sei mesi orsono, l'ammontare complessivo della variazione al ribasso delle stime calcolate per Germania ed Italia è davvero elevata: oltre tre punti in meno in totale, con saldi pari a -1.5 per la Germania e -1.7 per l'Italia; i due/terzi circa del ribasso risultano ascrivibili al 2019.

Entrambe le economie sono prossime alla stagnazione (0.5% e 0.1% rispettivamente), ma ripartono con intensità diversa nel prossimo anno (1.5% la prima, 0.7% la seconda); fra i paesi più importanti, l'Italia in ogni caso mantiene costantemente la posizione di coda nella graduatoria, elemento che concorre al rischio idiosincratico persistentemente attivo. Sono assai più resilienti la Francia (1.3% nel 2019, -0.3; 1.5% nel 2020, -0.1) e la Spagna (2.1%, -0.1; 1.9%, -0.1); quest'ultima, pur rallentando ininterrottamente dal 2015, mantiene potenziale espansivo ancora superiore alla media dell'area.

- Negli Stati Uniti, i dati di contabilità nazionale per il primo trimestre del 2019 hanno segnalato un vigoroso aumento del prodotto del 3.1% su base annualizzata. Tuttavia la composizione qualitativa della crescita rivela un mix di fattori piuttosto anomalo, che assegna ruolo preponderante alle componenti non strutturali (contributo totale scorte e commercio estero +1.6%), rispetto alla domanda interna (+1.1%); pensiamo che tale condizione tornerà gradualmente a normalizzarsi, già a partire dal secondo trimestre. L'andamento della domanda estera si pone, in effetti, tra i principali fattori di freno del sistema e non è pensabile un sostegno costante al reddito nel quadro della recrudescenza protezionistica in atto. Inoltre, il sistema risulta pressato da un eccesso di scorte, che si traduce in un freno alla produzione futura.



Congiuntura e Mercati

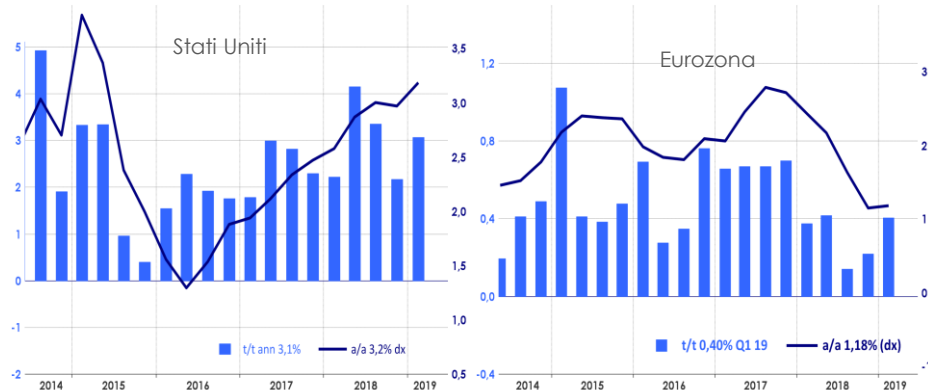
- Complice il sovraccarico delle giacenze, il tracciato della produzione si è inarcato verso il basso più aggressivamente ad aprile. In scia alla terza flessione congiunturale sulle quattro totali del 2019 il tasso tendenziale ha rallentato bruscamente da 2.3% a 0.9%, toccando i minimi da inizio 2017. Il quadro per ora non desta preoccupazione; l'indice anticipatore del comparto (ISM) è calato ma si mantiene in area di espansione sopra 52 punti, mentre il rimbalzo delle indagini condotte dalle Fed regionali indica potenzialità di ripartenza dell'attività industriale nella seconda parte dell'anno, quando presumibilmente l'eccesso di scorte sarà stato smaltito; fuori dall'industria, si registra diffusa solidità dei parametri: espansione marcata dei servizi, fiducia delle famiglie in rialzo su massimi pluriennali, mercato del lavoro forte, con disoccupazione ai minimi dal 1970. Ciò converge ad una performance nell'intero 2019 complessivamente ottima (2.6-2.7%), in consolidamento successivamente intorno al 2%.
- L'impulso di breve periodo dell'inflazione si è normalizzato dopo la debolezza tra novembre 2018 – gennaio 2019. La tendenza di fondo è in ripresa (indice generale 2.0% in aprile da 1.9%, massimo da novembre 2018; core 2.1% da 2.0%), ma rimane estremamente moderata in rapporto al biennio passato. L'insufficiente spinta reflattiva ha indotto alcuni membri della banca centrale ad adottare

una retorica più morbida e cauta, gonfiando le aspettative di un taglio dei tassi entro la fine dell'anno. La probabilità di un intervento ribassista della Fed è prezzata all'85% a dicembre 2019 (praticamente al 100% lungo il 2020) ed addirittura è elevata la probabilità di un doppio taglio entro la fine dell'anno (vicina al 50%). Riteniamo che un tale assetto esprime un indirizzo di politica monetaria non congruente con le condizioni macroeconomiche sottostanti; propendiamo quindi per una stabilità dei tassi su tutto l'orizzonte di previsione. Negli ultimi verbali (FOMC del 1 maggio) la possibilità di un taglio non è neppure considerata; inoltre, Powell ha affermato che «il ribasso dell'inflazione registrato è transitorio» e che misure più strutturali dell'andamento dei prezzi suggeriscono che le tendenze di fondo sono nella sostanza allineate agli obiettivi della Fed.

- In Eurozona, la seconda stima dei dati di contabilità nazionale ha confermato nel complesso il quadro di crescita superiore alle attese nel primo trimestre del 2019, sia a livello aggregato (+0.4% t/t), che a livello nazionale, confermando la stabilizzazione del ciclo dopo la fase di protratto rallentamento che ha contrassegnato il secondo semestre dell'anno passato. Tra le quattro economie maggiori dell'area, l'Italia ha superato la condizione di recessione tecnica, tornando a registrare un tasso di crescita positivo del PIL (+0.1%); la Francia ha ribadito un progresso in linea con il risultato dei due trimestri precedenti (0.3%); la

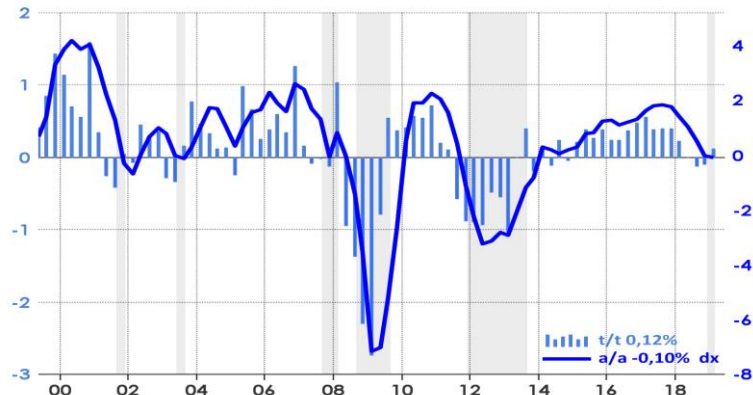
CRESCITA ECONOMICA

PIL - dati %, variazioni trimestrali e tendenziali



ITALIA - CRESCITA ECONOMICA

PIL - dati %, variazioni trimestrali e tendenziali



Congiuntura e Mercati

Spagna ha confermato un'espansione superiore alla media europea (+0.7%); la Germania, infine, ha realizzato un progresso (+0.4%) dopo la stagnazione patita al termine dell'anno passato.

- L'indagine PMI di maggio non ha alterato le proiezioni di bassa crescita per l'economia di Eurozona nella parte centrale del 2019, con una lettura dell'indice composito (51.6) pressoché invariata nella parte inferiore dell'area di espansione. Rimane una profonda divergenza tra manifattura e servizi: la manifattura è in contrazione in Germania e Italia, il settore dei servizi è in espansione ovunque. L'indice della Commissione Europea rimane sempre vicino ai minimi dal 2016, ma a maggio ha registrato il primo incremento dopo una striscia ininterrotta di dieci ribassi consecutivi. Si intravedono dunque segnali embrionali di rafforzamento della congiuntura. La stima per il 2019, rivista al rialzo per due decimi rispetto a quella precedente in scia alla partenza d'anno migliore delle attese, si attesta all'1.2%, penalizzata dal faticoso superamento della recessione italiana, mentre presumiamo una discreta accelerazione sull'orizzonte del 2020, sino all'1.5%. Il quadro dei prezzi rimane complessivamente improntato a condizioni di insufficiente reflazione, con indici ancora distanti dagli obiettivi della BCE.

- In un contesto di maggiore avversione al rischio i rendimenti dei governativi in \$ hanno registrato una riduzione significativa a maggio: il tasso decennale si è riportato intorno al 2.1% (minimo da settembre 2017), mentre il biennale è sceso sotto quota 2.0%. Anche i tassi in € si sono aggiustati al ribasso, con il decennale tedesco di nuovo a -0.20 (minimo dal 2016) ed il biennale assestato sotto -0.6%. Il BTP decennale, penalizzato dalle tensioni politiche interne e dai rischi di tenuta dei conti pubblici, è risalito in area 2.6-2.7%, mentre lo spread BTP-Bund ha oscillato tra 270 e 285 punti. Il differenziale della carta corporate in euro ha subito un certo allargamento, tanto per il segmento di maggiore qualità (investment grade, oltre 120 pb.) quanto per quella a più elevato rapporto rischio/rendimento (high yield oltre 430 pb). L'euro è rimasto debole contro dollaro anche nelle ultime settimane, con oscillazioni tra 1.11-1.1250, con movimenti più decisi contro la sterlina (apprezzamento oltre 3%) e, all'opposto contro lo yen ed il franco svizzero (deprezzamento di quasi il 3% e del 2% rispettivamente).
- I mercati azionari hanno invertito la tendenza rialzista a maggio, con i principali indici in perdita del 5-8%. I fondamentali restano favorevoli, ma la recrudescenza protezionistica ha prodotto un forte aumento dell'incertezza, facendo cadere le attese di sviluppo del comparto.

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.