

# Congiuntura e Mercati

Economic Research and Markets Strategy

Agosto 2018



# Congiuntura e Mercati

- All'inizio del secondo semestre, lo stato di salute dell'economia mondiale è ancora decisamente buono, contrassegnato dalla sostanziale tenuta delle proiezioni di crescita formulate dai maggiori esperti internazionali verso livelli coincidenti con i massimi dell'ultimo quinquennio. Nell'aggiornamento diffuso nel mese di luglio, il FMI ha confermato al 3.9% la stima di aumento del reddito globale per l'anno in corso e per il 2019, rappresentativa di un ciclo alto, anche se più fragile e meno omogeneo rispetto al recente passato, per via del carico crescente di rischi cui esso risulta esposto.
- La questione dei dazi commerciali è montata ancora per intensità dopo che Trump ha annunciato a metà luglio nuove tariffe su beni cinesi per un controvalore di 200 miliardi di dollari. Alla fine di luglio tuttavia, alcune iniziative repubblicane al Congresso, le crescenti preoccupazioni della corporate America e talune indicazioni della Fed sembrano avere fatto breccia sulla condotta muscolare di Trump, che ha stabilito una serie di accordi con il presidente della

Commissione Europea Juncker, congelando i piani tariffari sul settore auto e relative ritorsioni. Anche le dinamiche dei prezzi, con segnali di recrudescenza delle pressioni inflazionistiche (riconducibili in via primaria all'evoluzione delle quotazioni del greggio) ed in rapporto al rialzo atteso dei tassi in dollari, pongono incertezze all'interno dei sistemi.

- Con riferimento al prossimo biennio, il FMI ha mantenuto invariata la stima per le economie emergenti (4.9% nell'anno in corso e 5.1% per il prossimo), mentre ha ritoccato al ribasso la proiezione per il blocco delle aree più sviluppate. In dettaglio, la crescita delle economie avanzate dovrebbe confermarsi quest'anno al +2.4% – stessa intensità del 2017 – per poi scendere a +2.2% nel 2019. Il dato 2018 è stato pertanto rivisto al ribasso di 0.1 punti rispetto alle previsioni dello scorso aprile. Per gli Usa il Fondo ha confermato un Pil a +2.9% nel 2018 e a +2.7% il prossimo anno mentre l'Eurozona dovrebbe registrare una crescita del 2.4% quest'anno e del 2.2% il prossimo (con una revisione al ribasso rispettivamente di 0.2 e 0.1 punti).

## FMI - CRESCITA GLOBALE

World Economic Outlook - Luglio 2018

	2013	2014	2015	2016	2017	2018 <sup>a</sup> est.	2019 <sup>a</sup> est.
	pt. (% a/a)						
<b>CRESCITA GLOBALE</b>	3,3	3,4	3,2	3,2	3,7	3,9	0,0
<b>ECONOMIE AVANZATE</b>	1,4	1,9	2,1	1,7	2,4	2,4	-0,1
STATI UNITI	2,2	2,4	2,6	1,5	2,3	2,9	0,0
EUROZONA	-0,3	0,9	2,0	1,8	2,4	2,2	-0,2
GERMANIA	0,2	1,6	1,5	1,9	2,5	2,2	-0,3
FRANCIA	0,3	0,6	1,3	1,1	2,3	1,8	-0,3
ITALIA	-1,7	-0,3	0,7	0,9	1,5	1,2	-0,3
SPAGNA	-1,2	1,4	3,2	3,3	3,1	2,8	0,0
GIAPPONE	1,6	0,0	1,2	1,0	1,7	1,0	-0,2
REGNO UNITO	1,7	3,1	2,2	1,8	1,7	1,4	-0,2
CANADA	2,0	2,5	0,9	1,4	3,0	2,1	0,0
<b>ECONOMIE EMERGENTI</b>	5,0	4,6	4,1	4,4	4,7	4,9	0,0
RUSSIA	1,3	0,7	-3,7	-0,2	1,5	1,7	0,0
CINA	7,8	7,3	6,9	6,7	6,9	6,6	0,0
INDIA	6,9	7,2	7,6	7,1	6,7	7,3	-0,1
BRASILE	2,7	0,1	-3,8	-3,5	1,0	1,8	-0,5
MESSICO	1,4	2,2	2,6	2,9	2,0	2,3	0,0
SUDAFRICA	2,2	1,6	1,3	0,6	1,3	1,5	0,0

## INDICATORI DI FIDUCIA – AREE

valori aggregati nei vari paesi per gruppo di appartenenza



# Congiuntura e Mercati

- All'interno dell'Unione Monetaria, il Fondo ha tagliato di 0.3 punti le stime di crescita del 2018 di Germania, Francia e Italia (rispettivamente a 2.2%, 1.8% e 1.2%), lasciando invariata quella per la Spagna (a 2.8%). Le proiezioni per Regno Unito e Giappone sono state tagliate di 0.2 punti ciascuna, a 1.4% e 1.0%.
- Fra i Paesi emergenti, le uniche variazioni per il 2018, sempre al ribasso, hanno riguardato il Brasile (-0.5 punti a 1.8%) e l'India (-0.1 punti a 7.3%). La Cina è vista in crescita del 6.6% nell'anno in corso e del 6.4% nel prossimo; la Russia dell'1.7% e dell'1.5%: queste previsioni sono tutte confermate rispetto ai valori di gennaio, segnalando l'elevato grado di confidenza del FMI sull'apporto stabilizzatore di questi paesi rispetto alle sorti dell'economia globale.
- La prosecuzione della fase di crescita non è a rischio, ma un flusso di statistiche congiunturali inferiori alle aspettative nelle aree avanzate (ad eccezione degli Stati Uniti) come in quelle emergenti e l'evoluzione declinante degli indici qualitativi e di commercio internazionale additano traiettorie meno elevate rispetto a quelle

percorse nei mesi passati; segnali di ripiegamento dell'impulso espansivo si colgono soprattutto nel manifatturiero, con proiezioni di un'attività industriale meno robusta, per quanto ancora solida e forte (PMI manifattura globale 53, sui minimi da estate 2017).

- Negli Stati Uniti IL Pil è aumentato del 4.1% annualizzato nel secondo trimestre, realizzando il massimo incremento in quattro anni; su base tendenziale il reddito ha accelerato al 2.8%, massima intensità dal 2015. La composizione della crescita è stata qualitativamente elevata, con il contributo preponderante dei consumi privati (+2.7%) e degli investimenti non residenziali (+1.0%), ma con apporto ragguardevole anche del commercio estero (+1.1%) e della spesa pubblica; le scorte hanno invece sottratto un punto pieno. L'aggregato delle "vendite finali" (PIL al netto di commercio, spesa pubblica e magazzini, una misura della crescita strutturale del sistema) è aumentato del 4.3%, picco dal 2014. Effetti statistici e fenomeni una-tantum hanno contribuito alla performance tanto brillante.

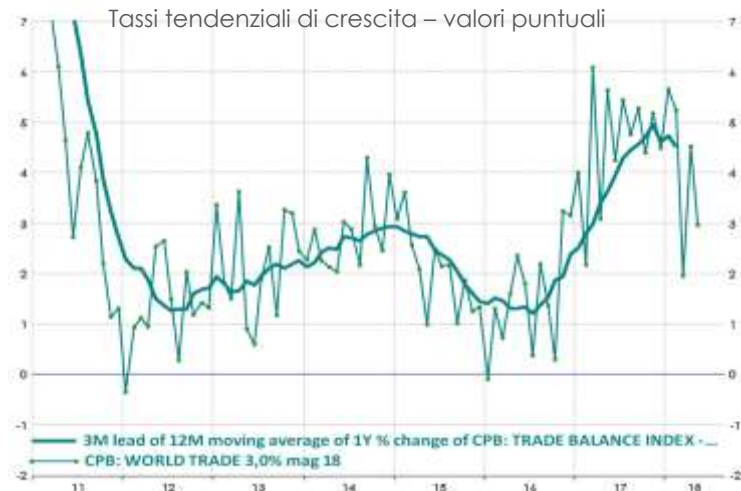
## INDICATORI DI FIDUCIA

valori aggregati dei sondaggi per tipo di attività



## COMMERCIO INTERNAZIONALE DAL 2012

Tassi tendenziali di crescita – valori puntuali



# Congiuntura e Mercati

- I parametri macroeconomici rimangono robusti, con passo saldo delle vendite al dettaglio (+6.6% annuo a giugno) e della produzione (+3.8%), mercato del lavoro solido (disoccupazione al 4%, sui minimi di 45 anni) e clima di fiducia alto tra famiglie ed imprese. Le traiettorie dei prezzi risultano più aggressive in rapporto alla dinamica degli ultimi anni: le pressioni del ciclo, la pulsione della componente energetica ed effetti statistici favorevoli hanno portato l'inflazione ai massimi di sei anni (2.9% a giugno). Il quadro è quindi congruente con la graduale azione restrittiva che la Fed ha prospettato nello scenario centrale, incardinato su altri due rialzi dei tassi nel 2018, tre nel 2019 e solo uno nel 2020; il mercato – pressato da rischi montanti – fatica a convergere verso una piena condivisione di questo percorso, mostrandosi scettico soprattutto in relazione ai rialzi lungo il 2019. Peraltro, i verbali ufficiali relativi al FOMC di giugno (diffusi il 5 luglio) evidenziano divisioni fra gli stessi governatori sul significato della forma piatta della curva dei rendimenti, che secondo alcuni conterrebbe rischi piuttosto gravi sulle prospettive del ciclo.
- I dati della contabilità nazionale nell'Eurozona hanno confermato i segnali di moderazione dell'impulso espansivo da tempo diffusi dagli indici anticipatori. Tra aprile e giugno, il prodotto aggregato è aumentato dello 0.3% in termini congiunturali (1.4 annualizzato, ritmo più debole degli ultimi due anni) e del 2.1% su base tendenziale (minimo da Q1-17), per effetto della modesta performance in Francia (+0.2%) ed in Italia (+0.2%) e del rallentamento in Spagna (+0.6%, minimo dal 2014); la Germania non ha ancora diffuso i dati. Ribadiamo la prospettiva di una crescita meno forte rispetto all'anno passato, alla luce delle incertezze sul commercio internazionale e delle fibrillazioni politiche: questione migranti, riforma della governance e rischio Italia. L'inflazione ha mostrato una ripresa generalizzata a luglio (2.1%, picco dalla fine del 2012), ma rimane modesta a livello core (1.1%). Valori vicini agli obiettivi della BCE non implicano il definitivo conseguimento della stabilità dei prezzi, dal momento che le pressioni del ciclo sono modeste; nello stesso tempo il contributo più recente della componente energetica potrebbe rivelarsi persistente con il petrolio in oscillazione tra 70 e 80\$/barile (qualità Brent).

## INDICE D'INFLAZIONE GENERALE

variazione tendenziale



## EURODOLLARO DAL 2001



# Congiuntura e Mercati

- Nel meeting del 26 luglio, la BCE non ha apportato modifiche, confermando la prosecuzione del QE a passo moderato tra ottobre e dicembre (15 miliardi al mese), quando il programma verrà chiuso definitivamente. La banca centrale affronta un compito difficile, trovandosi ad avviare la normalizzazione quando la spinta del ciclo ha superato il picco e la visibilità sul percorso dei prezzi è modesta; la corretta calibrazione della comunicazione svolgerà un ruolo cruciale. La probabilità di un aumento del tasso ufficiale nell'Eurozona a settembre 2019 è ancora bassa.
- I differenziali negativi di crescita, di tasso e d'inflazione rispetto all'area statunitense ed infine l'effetto prodotto dall'avversione al rischio riconducibile all'Italia (moderatosi rispetto ai massimi, ma ancora attivo) hanno mantenuto l'euro in condizioni di debolezza rispetto al dollaro: la moneta unica ha quindi seguito a muoversi nell'area 1.15-1.18. Lo yen è stato volatile per effetto di attese di rimodulazione della politica monetaria nipponica che poi non si sono concretizzate; nel meeting del 31 luglio la BoJ ha confermato tutti i parametri, limitandosi ad accettare una maggiore ampiezza per le variazioni del rendimento decennale intorno al target (zero).
- L'incertezza sull'Italia si è ridotta, ma non spenta: in questo quadro, gli investitori hanno continuato a richiedere un premio per la detenzione di obbligazioni domestiche (poco variati il tasso decennale a 2.7% e il biennale a 0.8%), proprio mentre i rendimenti tedeschi sono risaliti dai minimi (0.45% per il decennale, -0.6% il biennale), per uno spread BTP-Bund a dieci anni in area 230bp. Le crescenti incognite sulle prospettive congiunturali hanno mantenuto compresso il tasso decennale in dollari (2.80-2.95%) rispetto alle quote di picco (oltre 3.1%), mentre quello a due anni viaggiano sui massimi dal 2008 per le pressioni della Fed; la curva si è quindi appiattita ulteriormente. I mercati a spread hanno generalmente ridotto i differenziali di rendimento, grazie ad una generale diminuita pressione sul comparto.
- I mercati azionari hanno registrato moderati rialzi sull'arco dell'ultimo mese, in scia a dati trimestrali complessivamente superiori alle aspettative; il Nasdaq è stato tuttavia penalizzato dalla rotazione settoriale in uscita dai titoli tecnologici, registrando un progresso inferiore alla media. Si conferma giudizio positivo sul comparto, per quanto diminuito rispetto all'anno scorso.

## MERCATI AZIONARI DAL 2006

investitore eurobasato – valori pari a 100 dal 2006



## RENDIMENTI DECENNALI GOVERNATIVI DAL 2007



## **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.*