

Congiuntura e Mercati

Economic Research and Markets Strategy

Settembre 2018



Congiuntura e Mercati

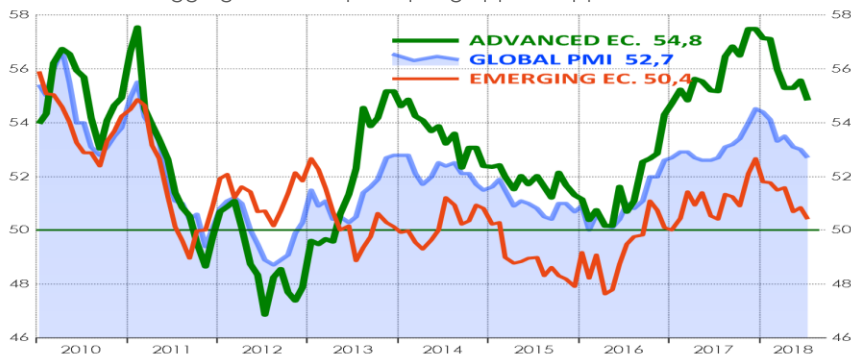
- L'immagine di un ciclo alto e robusto, prodotta dall'espansione generalizzata dell'economia mondiale nel corso del 2017 presenta segnali di appannamento sempre più evidenti. Si tratta di qualche seria increspatura alla superficie di un nucleo di crescita che permane forte, tuttavia, la tendenza risulta calante ed il carico di rischi in essere porta ad assegnare una bassa probabilità al fatto che il ciclo possa accelerare nuovamente.
- In linea con le tendenze dei maggiori previsori internazionali (nel rapporto 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, su livelli coincidenti con i massimi dell'ultimo quinquennio), vi sono pochi dubbi sul segno espansivo del ciclo nel prossimo biennio, tuttavia, ribadiamo che la pulsione della congiuntura è destinata a moderare d'intensità, con effetti presumibilmente più cospicui nel 2020. Le tensioni commerciali, la crisi di alcuni paesi emergenti e condizioni finanziarie in deterioramento sono fenomeni detrattori importanti destinati a lasciare il segno.
- Il 23 agosto, gli Stati Uniti hanno imposto nuovi dazi al 25% per \$16mld su prodotti importati dalla Cina, completando il piano di 50 annunciati ad aprile ed avviato il 6 luglio. Seguendo la linea di ritorsioni puntuali e commisurate, il ministero del commercio cinese ha raggiunto detto ammontare, con pari tariffa. In entrambi i casi, i prodotti colpiti

coprono un ampio spettro di categorie merceologiche (elettronica, chimica, automazione e trasporti, prodotti alimentari ed agricoli...), anche se le scelte sottendono spesso a logiche di strategia negoziale. Mentre gli incontri fra le delegazioni si susseguono senza un accordo, Trump ha preannunciato per settembre nuove tariffe su prodotti per 200mld (fino a 500...) con aliquota al 10% (o al 25%) e la Cina ha affermato che risponderà, seppure variando il criterio quantitativo seguito sin d'ora.

- Anche la UE rimane sotto tiro con la minaccia che venga colpito il settore auto, un'eventualità che la fragile intesa siglata a luglio fra Trump e Juncker della Commissione Europea ha solo posticipato. L'insofferenza americana è alimentata da un tasso di cambio ritenuto sfavorevole, dal fatto che l'Europa non abbia anch'essa ricusato l'accordo nucleare con l'Iran e che continui ad acquistare energia dalla Russia, invece di importarlo da paesi della NATO... Gli Stati Uniti hanno siglato un accordo preliminare con il Messico che di fatto risolve il NAFTA, ma il contenzioso non è risolto davvero, considerando le technicalità adottate e la non adesione del Canada che, continuando ad opporsi alle richieste di Trump, svuota di senso gran parte dell'accordo bilaterale con l'altro partner.
- I dati di commercio mondiale indicano un tasso di crescita prossimo al 3%, dimezzato rispetto a quello mediamente realizzato nel 2017. Non è

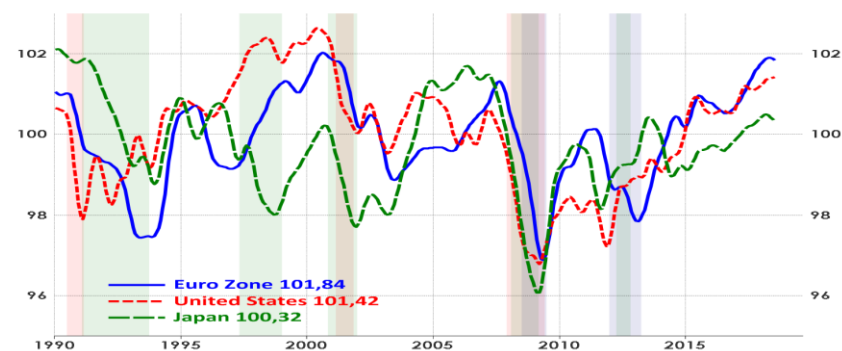
INDICATORI DI FIDUCIA – AREE

valori aggregati nei vari paesi per gruppo di appartenenza



INDICATORI DI FIDUCIA – CONSUMATORI

Indici OCSE



Congiuntura e Mercati

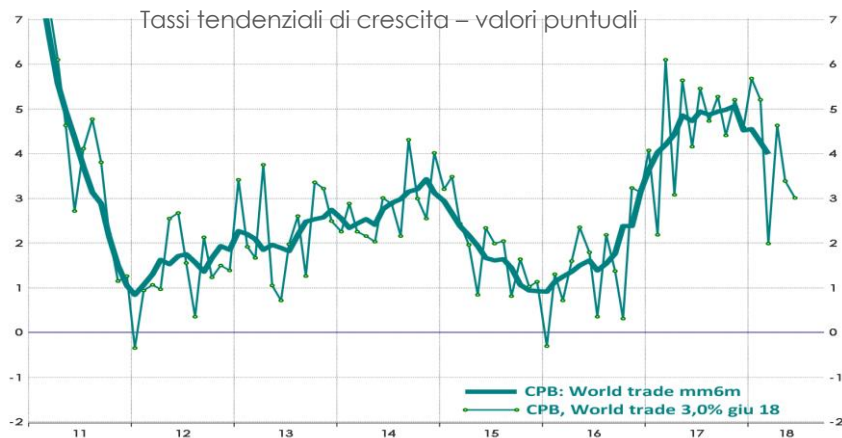
chiaro quanto di questa moderazione sia già il riflesso del neo-protezionismo, oppure scambi e affari improntati a maggiore prudenza, o piuttosto ancora il fisiologico declinare del ciclo.

- L'indice PMI globale, uno dei principali termometri del clima di fiducia dell'economia, si è attestato ad agosto a 52.7, ai minimi dell'ultimo anno, in flessione di quasi due punti dai massimi di fine 2017 (54.5). Evoluzioni analoghe contrassegnano anche gli indici relativi all'aggregato dei paesi avanzati (54.9, -2.6 punti dal picco di novembre) ed emergenti (50.4, -1.7), vicino alla soglia che delimita l'espansione dal ristagno.
- Le criticità che riguardano il ciclo sono confermate anche dall'andamento dei prezzi delle materie prime: fatta eccezione per le quotazioni petrolifere (brent e wti sono cresciuti oltre il 16% da inizio anno), sostenute dalle sanzioni americane comminate all'Iran e da altre questioni geopolitiche, il panorama è contrassegnato da flessioni ampie e diffuse nei primi otto mesi, tagliando trasversalmente i diversi comparti, dai metalli industriali (rame -16%), a quelli preziosi (oro -10%), sino ai beni agricoli.
- Negli Stati Uniti, l'economia presenta un solido trend di crescita (PIL +4.2% nel secondo trimestre, massimo dal 2014), sollecitato dall'azione

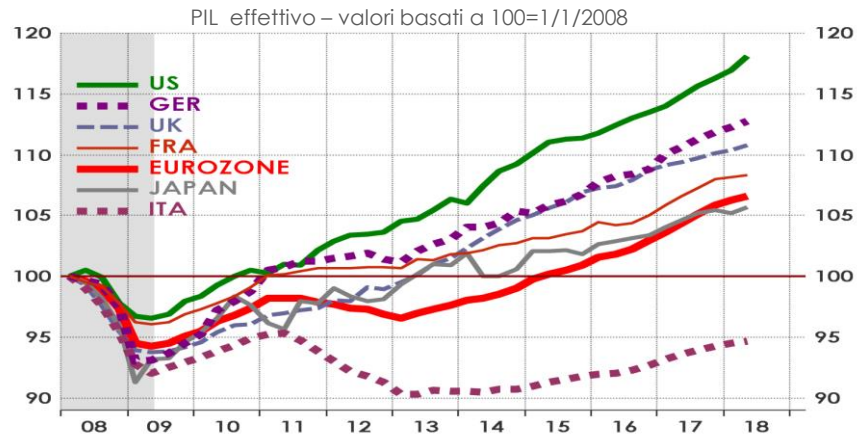
espansiva della politica fiscale, che ha esaltato la solidità dei parametri fondamentali: clima di fiducia elevato tra famiglie ed imprese, passo saldo di produzione (+4.2% annuo a luglio), di vendite al dettaglio (+6.4% a/a) e disoccupazione al 3.9%, sui minimi di 45 anni. In prospettiva, il 2018 configurerà un anno di picco ciclico, con aumento del reddito intorno al 3%, mentre l'apprezzamento del dollaro, il rallentamento della domanda globale, l'invecchiamento del ciclo e l'azione restrittiva della Fed (altri due aumenti dei tassi in corso d'anno) smorzano la traiettoria l'anno venturo, con assestamento tra il 2.0-2.5%.

- Il Giappone è tornato alla crescita tra aprile e giugno, con un aumento del reddito dello 0.5% che ribalta la flessione dei primi tre mesi (-0.2%) ed una composizione elevata che affida a consumi (+0.7% da -0.2%) ed investimenti (+1.3% da +0.5%) il ruolo trainante. Le prospettive congiunturali rimangono tuttavia moderate (appena 1% nel 2018) per effetto dei vincoli di lungo corso, a partire dall'insufficiente reflazione che impedisce alla BoJ di chiudere la fase emergenziale di policy.
- I dati rivisti della contabilità nazionale hanno segnalato una crescita più elevata in Eurozona (+0.4% tra aprile e giugno, un decimo in più), riconducibile ad un ritmo più forte delle attese in Germania (+0.5%), unica tra le economie maggiori ad aumentare il passo rispetto ai primi

COMMERCIO INTERNAZIONALE DAL 2012



CRESCITA ECONOMICA



Congiuntura e Mercati

tre mesi dell'anno (l'Italia ha rallentato a 0.2% da 0.3%, la Spagna a 0.6% da 0.7%, la Francia ha confermato lo 0.2%).

- Il pregresso apprezzamento delle quotazioni petrolifere (picco a 75\$ a inizio luglio) ha favorito la risalita dell'inflazione generale verso gli obiettivi della banca centrale (2.1-2.0% tra luglio ed agosto), ma la correzione intervenuta più recentemente (WTI in area 65\$) e la permanenza del saggio core in area 1.0% indicano che la stabilità dei prezzi non è acquisita strutturalmente.

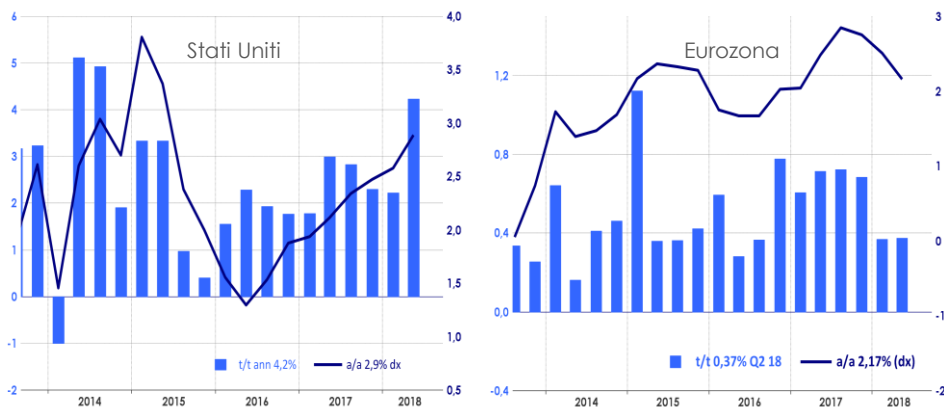
Nel meeting del 26 luglio, la BCE non ha apportato modifiche, confermando la prosecuzione del QE a passo ridotto - 15 miliardi al mese nell'ultimo trimestre - prima della sua chiusura definitiva. La banca centrale affronta un compito difficile, trovandosi ad avviare la normalizzazione quando la spinta 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.

- Per quanto presenti da molto tempo, gli squilibri finanziari della Turchia (a fine 2017 in rapporto al Pil : debito estero prossimo al 50%, partite correnti in disavanzo cronico al 5.5%, debito delle imprese oltre 67%)

hanno fatto esplodere definitivamente la crisi della sua moneta, colpita da un'inflazione oltre il 15% che ne taglia il potere d'acquisto e da vendite di titoli dall'estero, per un tasso di cambio che si è deprezzato da inizio anno del 55-60% contro dollaro ed euro. La decisione di Trump (10 agosto) di imporre il raddoppio dei dazi su acciaio ed alluminio (20% e 50% rispettivamente) ha fatto da detonatore, deflagrando lungo tutte le direzioni finanziarie dell'avversione al rischio a livello globale. Per quanto possente, la reazione della banca centrale (il costo del denaro è stato raddoppiato dall'8% al 17.75%) è stata giudicata non tempestiva cosicché la lira ha superato quota 8.0 contro € ed oltre 7.0 contro \$. Le ragioni della crisi sono radicate anche nella svolta autoritaria che il presidente Erdogan ha impresso al paese dopo il tentativo fallito di colpo di stato (estate 2016). L'emergenza sicurezza ha prodotto una progressiva limitazione di libertà e diritti fondamentali della democrazia, una riforma della costituzione e l'emanazione di leggi tutte tese ad accentrare il potere, con atteggiamenti molto ambigui in politica estera, forti contrasti con alleati europei e statunitensi, che hanno alienato qualsiasi interesse ad investire nel paese e depresso la valutazione del suo debito sovrano.

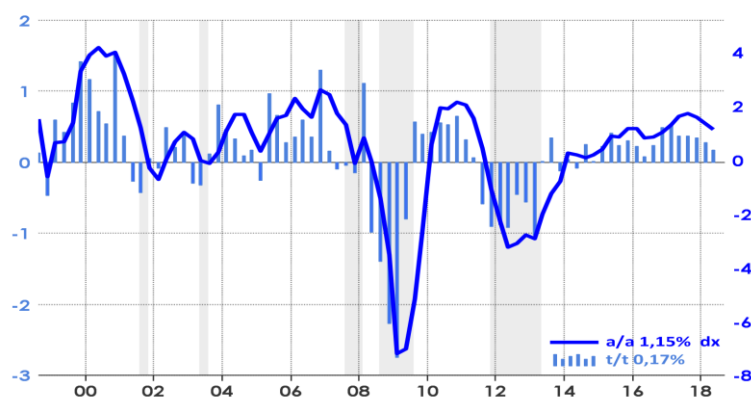
CRESCITA ECONOMICA

PIL - dati %, variazioni trimestrali e tendenziali



ITALIA - CRESCITA ECONOMICA

PIL - dati %, variazioni trimestrali e tendenziali



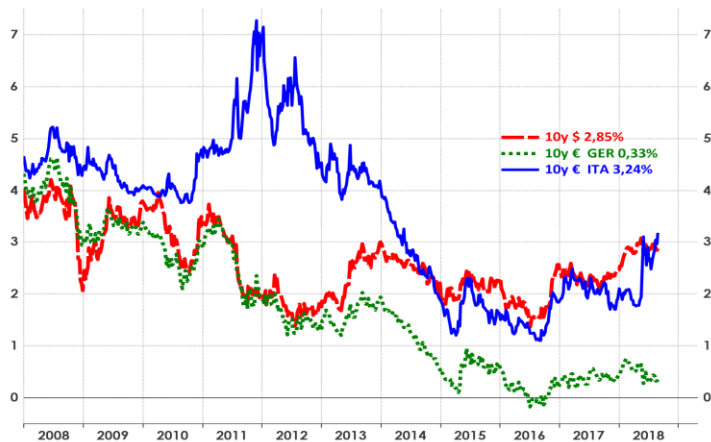
Congiuntura e Mercati

- La crisi in Turchia assieme a quella venezuelana, a quella argentina (più le criticità che premono sul Brasile) hanno prodotto vendite indiscriminate di asset finanziari del comparto degli emergenti, propagandosi anche in Europa per i legami economici e finanziari appunto; ma il fenomeno di asset sotto pressione ha anche natura endogena, considerando le crescenti preoccupazioni indotte dal nostro paese. Il rischio-Italia è cresciuto nei mesi estivi superando in qualche caso i livelli toccati a maggio in corrispondenza della formazione del nuovo governo. Rendimenti obbligazionari statali biennali in aumento oltre 1.46% e decennali oltre 3.2%, in distonia rispetto al trend generale (decennale in \$ in flessione a 2.8% e in euro a 0.3% con lo spread che ha allargato a 280bps), sono il segnale evidente che gli investitori temono il mancato rispetto degli impegni comunitari in materia finanziaria, con possibile declassamento delle agenzie di rating che, senza la difesa della BCE, può scatenare la deriva dei conti pubblici. Nelle prossime settimane, il governo è atteso alla formalizzazione dei piani economici e finanziari, con effettivo disvelamento dello scostamento rispetto a quanto indicato dal precedente DEF, stanti una congiuntura meno favorevole,

il disinnescamento dell'aumento dell'IVA, una maggiore spesa per interessi e la spesa derivante dagli impegni elettorali dei partiti della coalizione.

- Le tensioni finanziarie e commerciali hanno generato grande volatilità sui mercati, sostenendo le valute rifugio ed il dollaro che si è apprezzato contro le principali monete; l'euro, già fiaccato dagli sfavorevoli differenziali di crescita, d'inflazione e di tassi d'interesse ha raggiunto i minimi di quattordici mesi in area 1.13 contro dollaro a metà agosto, salvo poi recuperare area 1.15-1.17. Anche la sterlina è caduta ai minimi da giugno 2017 rispetto alla moneta statunitense, sferzata dalla prospettiva di un "no deal" su Brexit che, tuttavia, penalizzerebbe anche la UE.
- Nell'ultimo mese, l'aumento dell'avversione al rischio ha colpito anche il mercato azionario, concentrando gli effetti depressivi soprattutto sulle piazze europee e sui mercati emergenti. Gli indici americani denotano invece saldi positivi, sostenuti dalla maggiore solidità dei fondamentali macroeconomici e societari. Le valutazioni di quest'ultimi sono tornate ad essere elevate, accentuando lo scostamento rispetto a quelle continentali divenute ancora più convenienti in termini relativi.

RENDIMENTI DECENNALI GOVERNATIVI DAL 2008



INDICI AZIONARI



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.