

# Congiuntura e Mercati

Economic Research and Markets Strategy

Dicembre 2018



# Congiuntura e Mercati

- Nel rapporto diffuso a fine novembre (*Economic Outlook*), l'OCSE ha prodotto un aggiornamento delle previsioni di crescita precedentemente elaborate nel mese di settembre. Il documento presenta rilevanti analogie con quello diffuso dalla Commissione Europea poche settimane prima, allineandosi ad esso tanto per il segno prevalente delle correzioni apportate alle stime previgenti (generalmente orientate al ribasso), quanto per il dato puntuale di crescita del reddito globale, indicato da entrambi pari al 3.7% per il 2018 ed al 3.5% per il 2019.
- I numeri sono evocativi del lento scollinamento del ciclo globale rispetto alla fase di colmo attraversata tra 2017 e 2018 (picco quinquennale) e postulano un graduale ripiegamento dell'impulso di crescita sull'orizzonte del prossimo biennio. Tale dinamica riflette l'azione del significativo carico di rischi sovrastante la congiuntura, il cui potenziale di ricaduta sull'economia reale, per ora ancora contenuto, è stimato crescente nel tempo, coinvolgendo fenomeni importanti.

- I fattori citati da OCSE quali principali detrattori della crescita mondiale sono le pressioni sul commercio mondiale, la minor fiducia degli agenti economici che mina la propensione all'investimento e genera pressioni sulla domanda interna, l'esposizione dei mercati emergenti a condizioni finanziarie più strette, la volatilità persistentemente elevata dei mercati finanziari ed i rischi di natura geopolitica. Per l'Europa sussiste un capitolo a parte, annoverando il rischio Brexit – il no-deal è spettro che va acquisendo contorni sempre più marcati – e il rischio Italia, primo paese ad essere incorso nella procedura d'infrazione (vi è ancora qualche margine risicato per ovviarvi). L'interrelazione evidente tra questi fattori genera significativi effetti di risonanza sistemica.
- Al momento non vi è pregiudizio per la tenuta dello scenario di espansione su scala internazionale: le proiezioni estese al 2020 da OCSE, segnalano un saggio di crescita del reddito pari ancora al 3.5% stesso incremento del 2019, grazie ad un efficace compensazione tra le traiettorie percorse dai paesi industrializzati (in moderazione) rispetto a quelle degli emergenti (in ripresa).

## INDICATORI DI FIDUCIA – AREE

valori aggregati nei vari paesi per gruppo di appartenenza



## OCSE – CRESCITA ECONOMICA GLOBALE

variazioni medie annue – Economic Outlook - Novembre 2018

	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020	
	PMI (% a/a)								
<b>CRESCITA GLOBALE</b>	3.3	3.5	3.3	3.2	3.7	3.7	3.5	3.5	
<b>ECONOMIE AVANZATE</b>	1.4	1.9	2.1	1.7	2.4	nd	nd		
STATI UNITI	2.2	2.4	2.6	1.5	2.2	2.9	2.7	2.1	
EUROZONA	-0.3	0.9	2.0	1.8	2.5	1.9	1.8	1.6	
GERMANIA	0.2	1.6	1.5	1.9	2.5	1.6	1.6	1.4	
FRANCIA	0.3	0.6	1.3	1.2	2.3	1.6	1.6	1.5	
ITALIA	-1.7	-0.3	0.7	0.9	1.6	1.0	0.9	0.9	
SPAGNA	-1.2	1.4	3.2	3.3	3.1	2.6	2.2	1.9	
GIAPPONE	1.6	0.0	1.2	0.9	1.7	0.9	1.0	0.7	
REGNO UNITO	1.7	3.1	2.2	1.9	1.8	1.3	1.4	1.1	
CANADA	2.0	2.5	0.9	1.4	3.0	2.1	2.2	1.9	
<b>ECONOMIE EMERGENTI</b>	5.0	4.6	4.1	4.4	4.6	nd	nd		
RUSSIA	1.3	0.7	-3.7	-0.2	1.5	1.6	1.5	1.8	
CINA	7.8	7.3	6.9	6.7	6.9	6.6	6.3	6.0	
INDIA	6.9	7.2	7.6	7.1	6.7	7.5	7.3	7.4	
BRASILE	2.7	0.1	-3.8	-3.5	1.0	1.2	2.1	2.4	
SUDAFRICA	2.2	1.6	1.3	0.3	1.2	0.7	1.7	1.8	

Differenze rispetto Outlook Set'18

# Congiuntura e Mercati

- Le economie avanzate seguono un sentiero in costante flessione, con un tracciato già declinante nella prima parte del periodo di previsione (2.2% nel 2018, 2.1% nel 2019), che poi si incurva piuttosto bruscamente nel 2020 (1.7%). Il deciso peggioramento del tenore congiunturale statunitense (2.9% nel 2018 e 2.7% nel 2019, invariati da settembre; quindi 2.1% nel 2020, peggior dato dal 2016) costituisce determinante primaria di questo andamento, che tuttavia si alimenta di una perdita di slancio piuttosto generalizzata dentro l'aggregato. Eurozona frena da 1.9% nell'anno in corso (-0.1), a 1.8% nel prossimo (-0.1), sino a 1.6% nel 2020 (minimo dal 2014), mentre il Giappone si approssima alla stagnazione (rispettivamente 0.9%, -0.3; 1.0%, -0.2; infine 0.7%, pure minimo dal 2014).
- Dentro l'Unione, il rallentamento è sincrono. La Germania è stimata in crescita dell'1.6% quest'anno (-0.3) e nel prossimo (-0.2), ma solo dell'1.4% nel 2020; la Francia rispettivamente dell'1.6% (invariato), ancora 1.6% (-0.2%), quindi 1.5%; infine, è decisamente più bassa la curva percorsa dall'Italia, che dopo una performance dell'1.0% nell'anno in corso (-0.2), rallenterà allo 0.9% nel prossimo (-0.2) ed anche nel 2020.
- L'evoluzione delle aree emergenti è invece meno lineare e più articolata: la crescita del 5.2% del biennio 2017-18 si attenua sino al 4.9% nel 2019, ma il tracciato successivamente svolta al rialzo e cresce sino al 5.2% del 2020. Una tale dinamica è conseguente al definitivo esaurimento delle pulsioni recessive che, con carattere localizzato, insistono tra l'anno corrente ed il prossimo in alcune aree specifiche, segnatamente l'Argentina (-2.8% nel 2018, -1.9% nel 2019, ma +2.3% nel 2020) e la Turchia (rispettivamente 3.3%; -0.4%; poi +2.7%).
- L'accelerazione costante del Brasile (1.2%; 2.1%; 2.4%), del Messico (2.2%; 2.5%; 2.8%) e del Sudafrica (0.7%; 1.7%; 1.8%), con traiettorie tutte culminanti nel 2020; la più moderata accelerazione perseguita dalla Russia (1.6%; 1.5%; 1.8%); la conferma di una prospettiva di rallentamento ordinato per la Cina (6.6%; 6.3%; 6.0%) e la persistente sovraperformance dell'India (7.5%; 7.3%; 7.4%) completano un quadro complessivamente molto positivo, depotenziando quindi in chiave prospettica uno degli stessi rischi segnalati da OCSE per la stabilità dell'economia globale.

## COMMERCIO INTERNAZIONALE DAL 2012

Tassi tendenziali di crescita – valori puntuali



## INDICATORI DI FIDUCIA

valori aggregati dei sondaggi per tipo di attività



# Congiuntura e Mercati

- Negli Stati Uniti, il prodotto è aumentato del 3.5% nel terzo trimestre dell'anno, valore in linea con il dato preliminare. Il tono robusto delle statistiche macroeconomiche diffuse tra ottobre e novembre, con passo saldo di produzione e vendite al dettaglio e clima di fiducia alto tra famiglie ed imprese, segnala la persistenza di un solido impulso espansivo anche nei tre mesi finali dell'anno, proiettando una crescita ancora robusta del reddito (nostra stima intorno al 3%), per un saggio medio calcolato sull'intero 2018 che dovrebbe anch'esso attestarsi intorno al 3%.
- Gli Stati Uniti si confermano, in tal modo, un'eccezione nel panorama macroeconomico globale, sfuggendo alle indicazioni di moderazione del ciclo altrove prevalenti e sfoggiando una forza riconducibile agli effetti della riforma fiscale ed all'azione tuttora graduale della politica monetaria. L'evoluzione sotto controllo dell'inflazione (2,5% il tasso generale a ottobre, 2.1% quello core) è congruente con il gradualismo della Fed, che a dicembre (nonostante qualche tentennamento) innalzerà il costo del denaro per la quarta volta nel 2018, limitandosi in seguito a due soli interventi restrittivi, in sintonia con l'assunzione di una frenata del PIL (2.2-2.5%), destinata ad accentuarsi ancor più nel 2020.
- Nell'Eurozona, la fase di espansione del reddito proseguirà ancora, ma il rallentamento rispetto ai ritmi vigorosi del 2017 (PIL +2.5%, record decennale) ha carattere sempre più definito; nell'anno in corso la crescita non dovrebbe superare il 2%, per aggiustarsi sotto tale livello nell'anno venturo. Il prodotto aggregato è aumentato solo dello 0.2% tra luglio e settembre, valore frutto di una moderata accelerazione dell'economia francese (+0.4% da +0.2%), di un impulso ancora vigoroso di quella spagnola (+0.6%) ma anche di una contrazione di quella italiana (prima volta dal 2004) e di quella tedesca (-0.2%, primo calo dal 2015).
- Per quanto la flessione del reddito in Germania sia almeno in parte frutto di fattori temporanei (blocco della produzione nel settore auto per l'adeguamento ai nuovi standard anti-inquinamento), le prospettive sono dominate dalla protratta moderazione del clima di fiducia nell'Area. Secondo i dati di novembre, l'indice PMI composito ha registrato una flessione ulteriore, scivolando a 52.4, valore ancora espansivo, ma minimo degli ultimi quattro anni; sono particolarmente critici i dati italiani, ove l'indice PMI generale, della manifattura e dei servizi sono tutti discesi in area di contrazione.

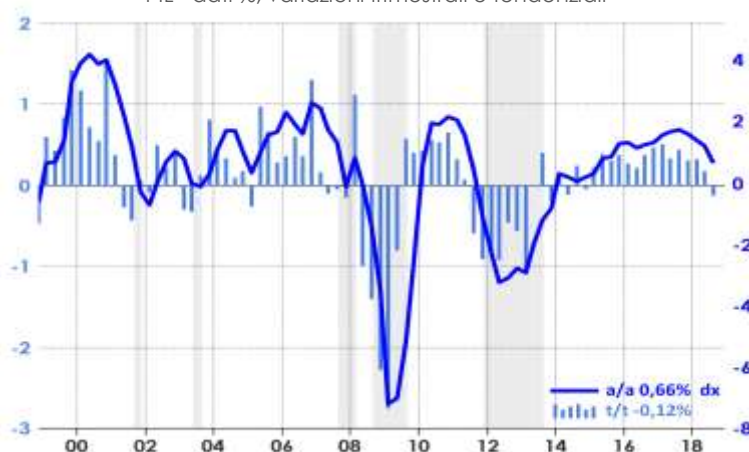
## CRESCITA ECONOMICA

PIL - dati %, variazioni trimestrali e tendenziali



## ITALIA - CRESCITA ECONOMICA

PIL - dati %, variazioni trimestrali e tendenziali



# Congiuntura e Mercati

- L'indebolimento della spinta espansiva, e la fragilità del quadro istituzionale dell'Unione hanno prodotto qualche aggiustamento di tono nella retorica della BCE, che ha espresso timori circa l'effettiva convergenza del sentiero dei prezzi al target (tasso generale 2.0% a novembre; core 1.0%). Riteniamo tuttavia che le aperture della banca centrale non mettano in discussione la chiusura del QE, segnalando al più la possibilità di una nuova asta a lungo termine (TLTRO) atta a smussare potenziali tensioni sul fronte della liquidità e scongiurare rarefazioni indesiderate del credito. La probabilità di un aumento dei tassi BCE a settembre 2019 è in ogni caso caduta sino a poco più del 30% (era arrivata al 70%).
- In novembre, l'euro ha presentato un andamento volatile, con oscillazioni piuttosto ampie intorno a 1.13 (minimo a 1.1216; massimo 1.1470), alternando spunti di ripresa ad inversioni repentine in funzione degli eventi esterni ed domestici, ma nel quadro di una strutturale debolezza di fondo, congruente al deterioramento del quadro ciclico di Eurozona. A metà novembre, l'euro ha segnato i minimi di un anno e mezzo sul dollaro, a ridosso di 1.12.

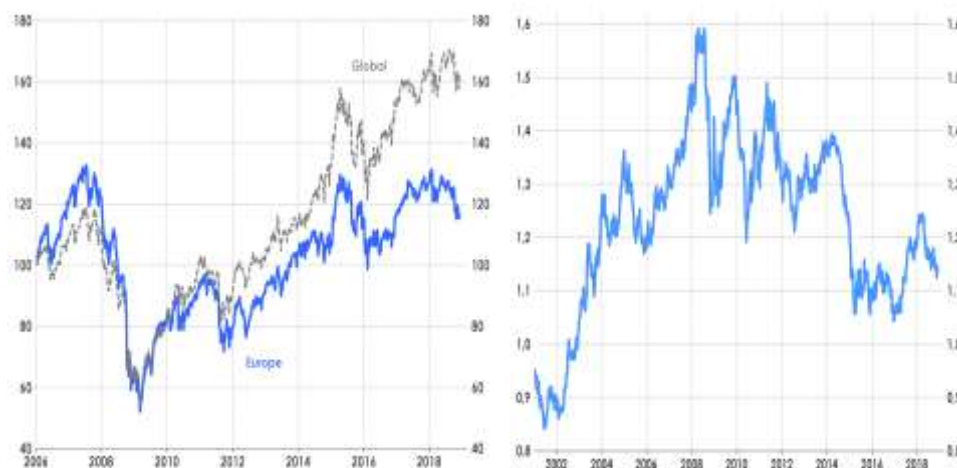
- La Commissione Europea ha respinto la manovra italiana, aprendo formalmente la strada ad una procedura di infrazione per debito eccessivo; successivamente, alcuni segnali di apertura del governo italiano hanno promosso una discesa dello spread (verso 280pb da 330 di metà novembre), con il biennale domestico a 0.50-0.70% da 1.50% ed il decennale da 3.60% sino ad area 3.10%. Tutto ciò non altera la criticità di una manovra che determina una deviazione dalle regole e dagli indirizzi europei difficilmente emendabile da qui a dicembre.
- Flussi di avversione al rischio hanno alimentato la discesa dei rendimenti su scala globale, con il decennale in \$ sotto al 3% ed il biennale al 2.8% e creato volatilità sulle quotazioni azionarie, con gli indici mondiali di nuovo sui minimi periodali di ottobre. Protezionismo, timori legati all'evoluzione politica in Europa e Brexit (la bozza di accorda con l'UE rischia di non essere ratificata dal Parlamento inglese) manterranno compresso l'appetito al rischio, tuttavia confermiamo un giudizio positivo sul comparto, alla luce della condizione macro e dei fondamentali microeconomici e di valutazioni più convenienti dopo i recenti storni.

## RENDIMENTI DECENNALI GOVERNATIVI DAL 2008



## INDICI AZIONARI

investitore eurobasato – 100=2006



## **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.*