

---

# Congiuntura**ref.**

---

ANALISI

20 DICEMBRE 2018

[www.refricerche.it](http://www.refricerche.it)

---

## Verso il 2019, con le borse in affanno

Il 2018 si chiude all'insegna delle tensioni sui mercati. All'origine un insieme di diversi fattori: le conseguenze dell'aumento dei tassi d'interesse, dopo l'avvio della "normalizzazione" delle politiche monetarie; i segnali di decelerazione della congiuntura globale; le incertezze sulle politiche economiche, legate anche all'aumento delle tensioni politiche in diversi paesi.

Le ultime settimane dell'anno non hanno visto una attenuazione della volatilità delle borse. L'eredità che l'anno trasmette al 2019 non è quindi positiva.

Le incertezze sulle tendenze del prossimo anno sollevano anche dubbi sulle scelte delle banche centrali. Quello che sino a poche settimane fa era un percorso scontato, è diventato improvvisamente meno chiaro, dati i segnali di decelerazione della congiuntura e l'irrigidimento delle condizioni finanziarie a livello internazionale. Anche le tendenze dell'inflazione, dopo la recente caduta del prezzo del petrolio, sembrano consentire scelte attendiste tanto negli Usa quanto nell'area euro. Nel 2019 dovrebbe completarsi la fase di aumenti dei tassi d'interesse da parte della Fed. La Bce potrebbe non riuscire neanche ad iniziare il ciclo dei rialzi.

# Congiunturaref.

---

## **Direttore Responsabile**

Fedele De Novellis

.....

## **Gruppo di lavoro**

Valentina Ferraris

(e-mail: [vferraris@refricerche.it](mailto:vferraris@refricerche.it))

Marina Barbini

(e-mail: [mbarbini@refricerche.it](mailto:mbarbini@refricerche.it))

.....

## **Segreteria e Abbonamenti**

Telefono: 02.87078150

e-mail: [congiunturaref@refricerche.it](mailto:congiunturaref@refricerche.it)

.....

## **Editore**

REF Ricerche srl, Via Saffi 12  
20123 Milano

.....

**ISSN 1722 - 7275**

# Verso il 2019, con le borse in affanno

## Mercato orso

Sino a alcuni mesi fa le prospettive sulla congiuntura economica del 2019 apparivano moderatamente positive. La crescita sembrava destinata a protrarsi, e l'ipotesi prevalente era che il prossimo anno avrebbe visto le banche centrali impegnate nella normalizzazione della politica monetaria.

In particolare, a rafforzare l'esigenza di un rientro dalle politiche straordinarie degli anni scorsi, emergevano anche i primi segnali di inversione di tendenza del costo del lavoro. L'accelerazione dei salari, per ora appena accennata, ha riflesso la caduta della disoccupazione degli ultimi

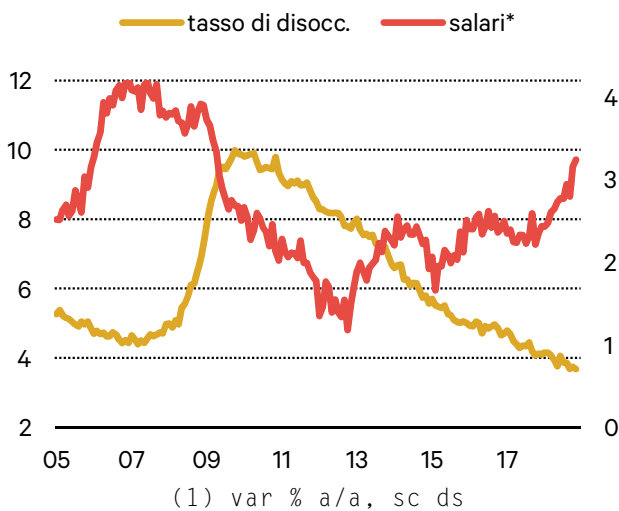
anni, risultata particolarmente pronunciata soprattutto negli Stati Uniti; nell'area euro si è trattato di una tendenza circoscritta soprattutto alla Germania, dove sono stati siglati rinnovi contrattuali che comporteranno incrementi salariali relativamente sostenuti anche nel 2019.

L'avvio dopo molti anni di una fase di ripresa delle retribuzioni avrebbe potuto decretare, secondo diversi commentatori, l'uscita definitiva dai rischi di deflazione che avevano a lungo afflitto le economie avanzate durante gli ultimi dieci anni. A settembre Mario Draghi nella testimonianza trimestrale al Parlamento europeo aveva parlato di un "aumento vigoroso dell'inflazione core nel 2019".

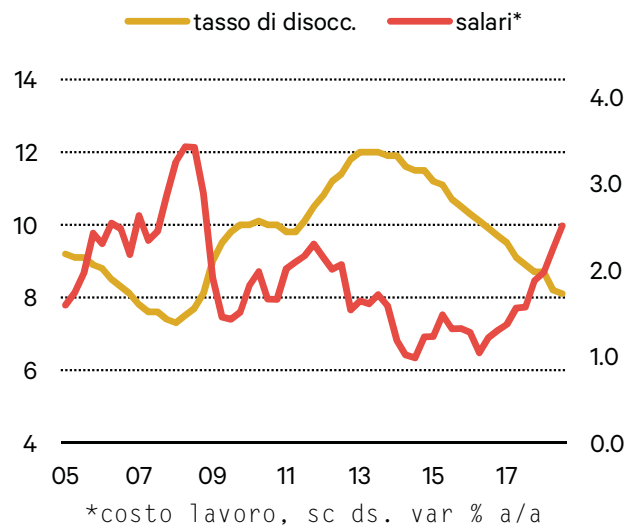
Lo scenario di normalizzazione delle politiche moneta-

## Il 2018 è stato l'anno del ritorno dell'inflazione salariale...

Usa: disoccupazione e salari

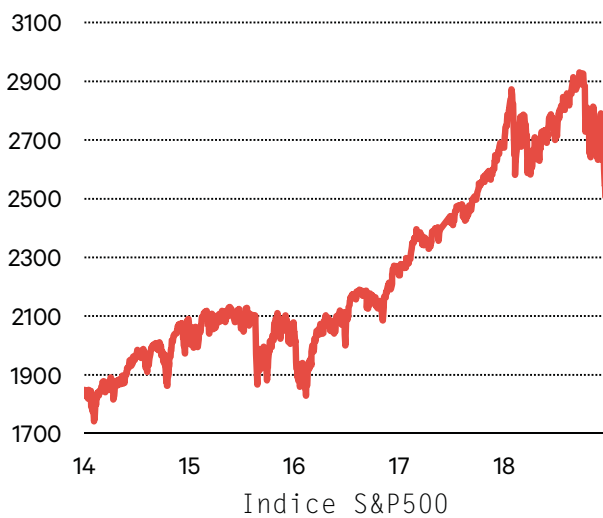


Area euro: disoccupazione e salari

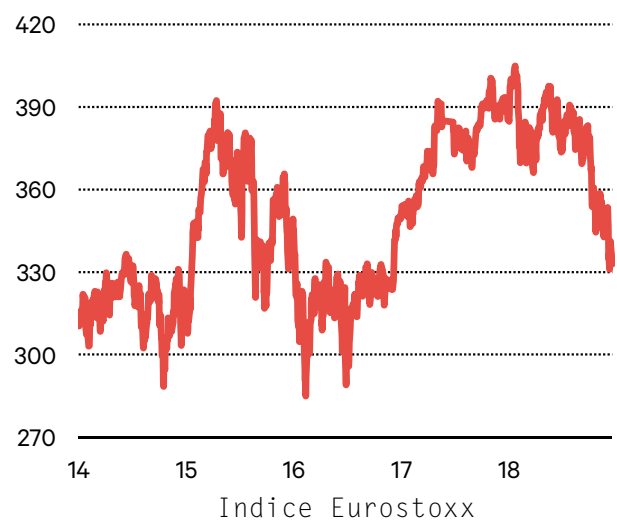


## ...ma la normalizzazione delle politiche monetarie non sta piacendo alle borse

La borsa Usa



La borsa europea



rie contemplava altri tre o quattro aumenti dei tassi da parte della Fed nel corso del 2019, e l'inizio di una fase di graduali aumenti anche da parte della Bce, dalla metà del prossimo anno.

Questo quadro, ben delineato, ha iniziato a sgretolarsi progressivamente, soprattutto perché la reazione dei mercati all'aumento dei tassi Usa è stata pesante. Le perdite si sono protratte negli ultimi mesi, anche perché l'attesa di una politica monetaria meno accomodante si è sovrapposta a un insieme di altri fattori avversi.

### Aumentano i segnali di frenata del ciclo

Uno degli aspetti che hanno contrassegnato la fase più recente sono i segnali di frenata del ciclo economico internazionale. Le ragioni della frenata sono diverse, ma al momento sembrano prevalere due canali: le difficoltà delle

economie emergenti, colpite dalla fuoriuscita di capitali attratti dai tassi Usa in aumento; la frenata degli investimenti a livello globale come reazione delle imprese all'incertezza innescata dall'avvio delle guerre commerciali.

Uno degli aspetti più significativi è che alla decelerazione della parte centrale del 2018 sembra seguire un peggioramento nei mesi finali, quando diversi indicatori congiunturali hanno continuato a deteriorarsi, interessando un numero crescente di economie.

Va detto che la decelerazione dell'attività economica non è stata sinora condivisa da tutte le economie: fra le economie avanzate, è stata piuttosto marcata la frenata dell'area euro e del Giappone, mentre negli Stati Uniti la crescita è rimasta piuttosto vivace. Anche i principali indicatori congiunturali suggeriscono che la crescita Usa si protrae nel breve; chiari segnali di rallentamento si colgono soltanto dagli indicatori del ciclo delle costruzioni,

la filiera più sensibile a variazioni dei tassi d'interesse. In prospettiva comunque una decelerazione appare fisiologica, una volta esauritesi le spinte alla domanda interna derivanti dai massicci tagli alle imposte.

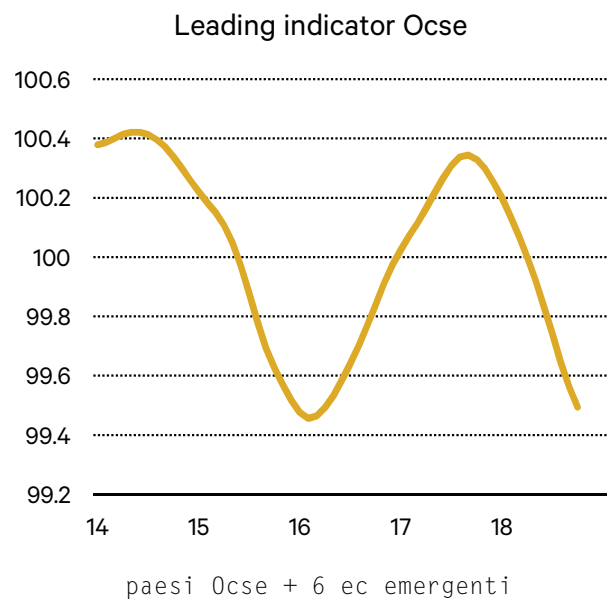
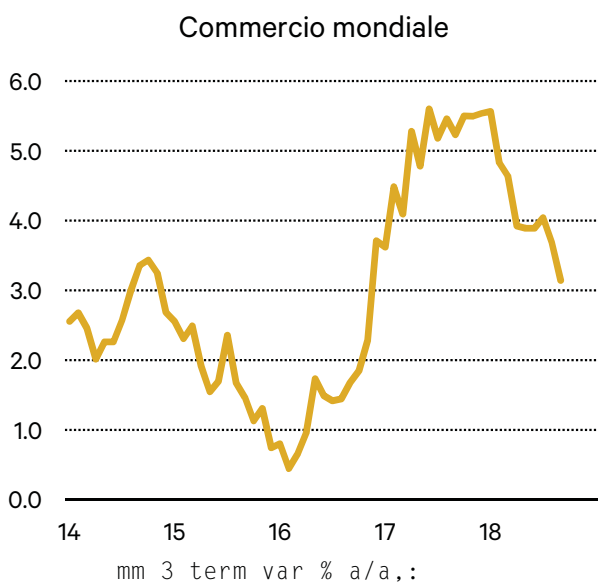
Nell'area euro la frenata del terzo trimestre è stata inizialmente interpretata come un fatto transitorio, anche perché sull'attività dei mesi scorsi ha inciso l'effetto del cambiamento della normativa sulle vetture diesel in Germania. Gli indicatori relativi all'ultima parte dell'anno hanno però confermato che la frenata sta continuando, spingendo a ridimensionare anche le valutazioni sulle tendenze dei primi mesi del 2019.

Gli indicatori anticipatori dell'Ocse, che sintetizzano l'evoluzione di diverse variabili, e che quindi tengono anche conto del cambiamento delle condizioni finanziarie, segnalano un rallentamento soprattutto nell'area euro e nei paesi asiatici, ad eccezione dell'India fra i maggiori. Particolarmente rilevanti le indicazioni di decelerazione dell'economia cinese.

## Cade il prezzo del petrolio

Tra i sensori del ciclo globale, vi sono certamente i prezzi delle materie prime. Tra i più sensibili all'evoluzione dell'attività produttiva, i metalli sono da tempo entrati in una fase di relativa debolezza. Recentemente anche le quotazioni del petrolio hanno registrato una brusca correzione, invertendo la tendenza positiva dei mesi precedenti. Tutto l'anno si era difatti caratterizzato per un andamento crescente dei prezzi, legato alla bassa crescita dell'offerta di greggio e al timore che l'unica area con produzione in aumento, il Nord America, potesse andare incontro a una fase di saturazione degli impianti. L'accelerazione dei prezzi era stata però impressa da una scelta politica, ovvero l'uscita degli Usa dall'accordo sul nucleare iraniano promosso da Obama nel 2015 e quindi dai timori di una caduta dell'offerta di greggio da parte dell'Iran in una fase in cui già l'offerta di altri paesi produttori, come Venezuela e Libia, è condizionata dall'instabilità politica

## Si moltiplicano i segnali di decelerazione dell'economia mondiale

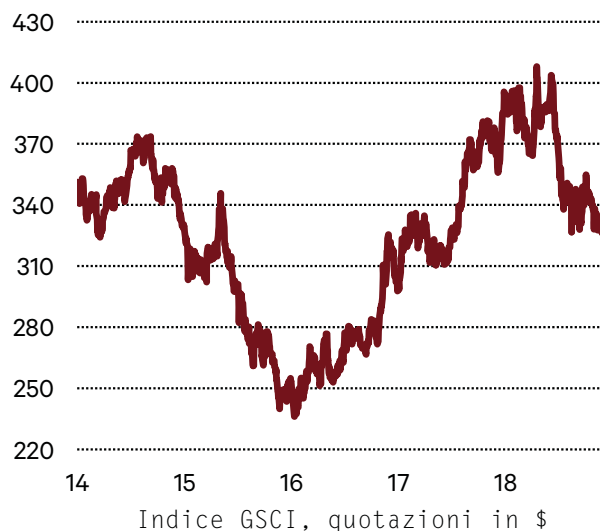


## Cadono i prezzi delle materie prime

### Quotazioni del petrolio



### Prezzi dei metalli



interna.

La crescita dei prezzi del 2018 è andata quindi in controtendenza rispetto alla fase riflessiva che ha caratterizzato la domanda mondiale. La correzione è partita a metà ottobre sulla spinta della decelerazione della domanda e a seguito della concessione di alcune deroghe all'import di greggio iraniano da parte di alcuni paesi. Il calo delle quotazioni è stato brusco: in meno di due mesi il petrolio ha perso più di 20 dollari al barile.

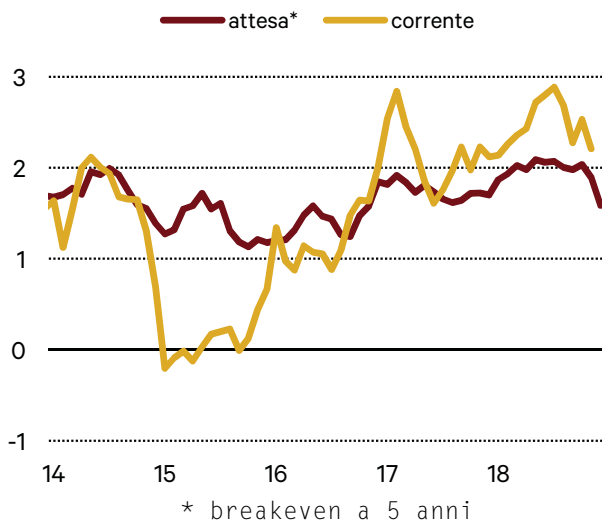
Allo scopo di contrastare il collasso delle quotazioni, nei giorni scorsi i paesi membri dell'Opec hanno trovato un accordo per limitare i livelli produttivi; all'accordo ha concorso anche la Russia, paese esterno al cartello, che ha quindi contribuito a rafforzare la credibilità dei tetti produttivi da parte dell'Opec. L'accordo è riuscito a stabilizzare le quotazioni, ma non è comunque riuscito a determinare un rimbalzo dei prezzi. La flessione dei prezzi del petrolio ha contagiato anche le quotazioni del gas,

portando quindi a un mutamento del quadro complessivo per i prezzi dell'energia.

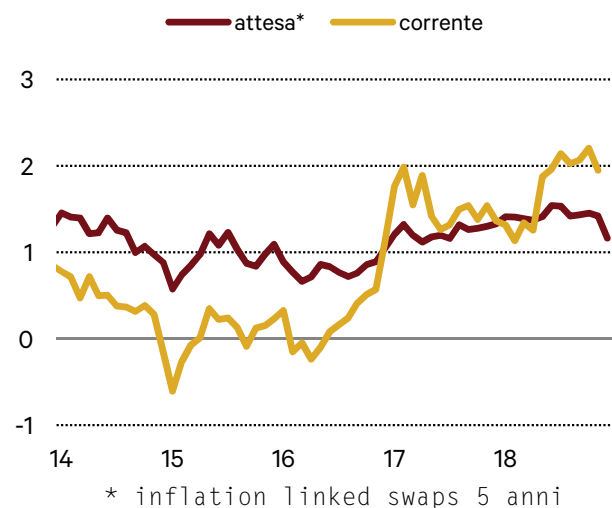
La caduta dei corsi del greggio ha depotenziato il principale canale di formazione di spinte inflazionistiche dell'ultimo anno. La corsa della componente energy del paniere, che aveva giocato il ruolo di traino dell'inflazione negli ultimi mesi, dovrebbe rapidamente spegnersi. Negli ultimi giorni si sono ridimensionate anche le aspettative sull'andamento della dinamica dei prezzi nel medio termine.

## Le attese d'inflazione restano basse

Stati Uniti, inflazione corrente e attesa



Area euro, inflazione corrente e attesa



### La Bce

I cambiamenti nel quadro economico materializzatisi nel corso delle ultime settimane hanno naturalmente posto le banche centrali dinanzi all'esigenza di modificare le proprie strategie. La fase di rientro dal Qe e la normalizzazione del livello dei tassi d'interesse potrebbero quindi subire un rallentamento o, nelle ipotesi peggiori, una battuta d'arresto. Per questa ragione appaiono anche significative le previsioni di crescita e inflazione che tanto la Bce, quanto la Fed, hanno diffuso nel corso degli ultimi giorni. Dal punto di vista della Bce, la posizione per ora è di tipo interlocutorio. Da una parte inizia a materializzarsi un quadro in cui la riduzione dei titoli detenuti dalla banca centrale avverrà con tempi lunghi e i tassi non aumenteranno presto; dall'altra le previsioni della Bce sul quadro macro del 2019 sono state ancora relativamente ottimiste.

Nei prossimi mesi l'interruzione della fase di acquisti netti di titoli di Stato farà posto comunque a reinvestimenti man mano che i titoli detenuti giungono a scadenza. Il lasso temporale di questa strategia è relativamente esteso, considerando che si protrarrà anche dopo i primi rialzi dei tassi e che Draghi stesso ha indicato una certa incertezza su quando questi potranno avvenire. E' comunque molto probabile che, dato il quadro che si sta materializzando, e tenuto conto della cautela espressa dalla stessa Fed, non se ne farà nulla, almeno per tutto il 2019.

D'altra parte, la stessa Bce è in oggettiva difficoltà nel proporre una diagnosi dell'attuale fase congiunturale. Le previsioni diffuse la scorsa settimana sono nel complesso ancora relativamente ottimiste, e incorporano l'ipotesi che ha frenata del terzo trimestre sia legata soprattutto a fattori di carattere estemporaneo, destinati a essere prontamente recuperati. La crescita del Pil secondo la Bce

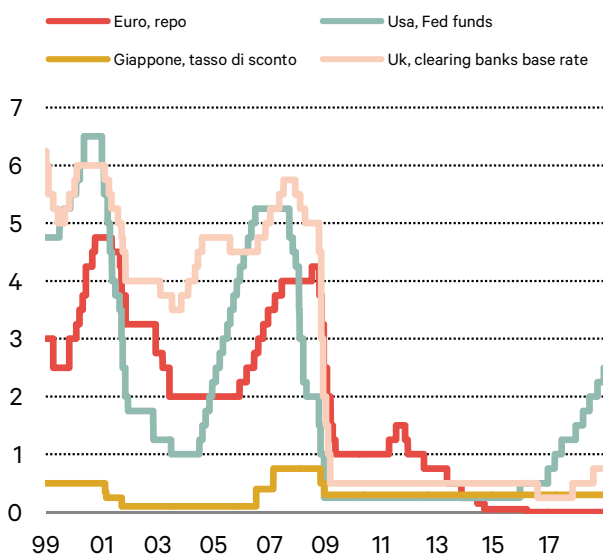
dovrebbe risultare pari all'1.7 per cento il prossimo anno, un valore in linea con quello che dovrebbe caratterizzare la chiusura del 2018. Si tratta di un incremento ovviamente possibile, ma solo a condizione di un rimbalzo in tempi brevi, con un quarto trimestre già relativamente vivace. Difatti, la Bce ha apportato una revisione solo marginale alle stime di crescita per il 2019; considerando che a settembre scorso veniva indicata una crescita del 2 per cento quest'anno e dell'1.8 il prossimo, la revisione del quadro macro non è andata molto oltre la presa d'atto del rallentamento alle nostre spalle, ma non include uno scenario di debolezza nei trimestri a venire.

Alla luce dell'evoluzione recente dei principali indicatori del clima di fiducia delle imprese, valutiamo più probabile una chiusura dell'anno ancora sotto tono, con un incremento del Pil che l'anno prossimo potrebbe arrestarsi sotto l'1.5 per cento.

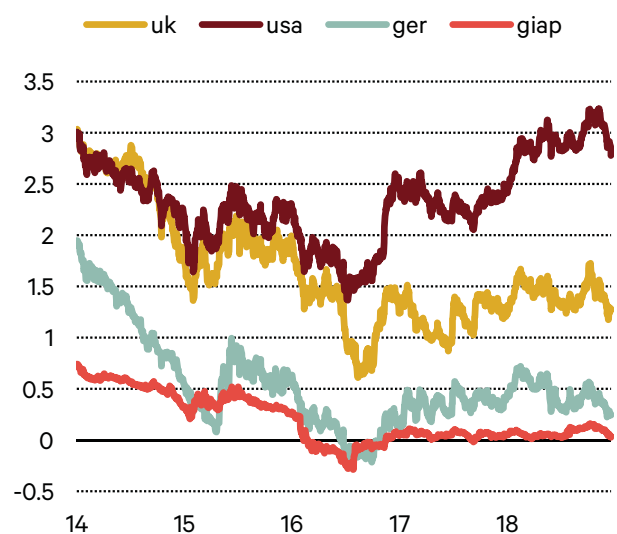
Anche la previsione d'inflazione appare piuttosto alta, alla luce delle tendenze più recenti. La Bce indica un tasso d'inflazione all'1.8 per cento quest'anno e all'1.6 per cento nel 2019; anche in questo caso con scostamenti marginali dello scenario di settembre (1.7 per cento in entrambi gli anni); la core inflation è attesa in aumento dall'1 all'1.4 per cento (era dall'1.1 all'1.5 nello scenario di settembre), anche in questo caso un dato coerente con un'economia in crescita vivace, e che potrebbe facilmente subire una revisione al ribasso. Nelle nostre valutazioni, allo stato delle cose, l'inflazione dell'area euro il prossimo anno non raggiungerà l'1.5 per cento.

## La fase di aumento dei tassi Usa si avvicina al termine, quella dei tassi euro potrebbe non iniziare neanche

Tassi d'interesse ufficiali



Tassi d'interesse a 10 anni





## La Federal Reserve

La posizione della Fed è diversa da quella della Bce per diverse ragioni. Fra le più significative, vi sono il fatto che i segnali di un prossimo rallentamento nel caso americano sono meno evidenti rispetto alle tendenze dell'eurozona; il fatto che i tassi Usa sono comunque già aumentati più volte dai minimi; l'atteggiamento del Presidente Usa, Trump, che ha pubblicamente esibito il proprio disappunto nei confronti della politica della Fed.

Naturalmente, anche negli Usa i timori di una frenata dell'economia sono aumentati. La correzione delle borse apre a uno scenario in cui le condizioni finanziarie assumono una intonazione di segno restrittivo, rendendo più rischiosa la politica della Fed.

Il 28 novembre scorso il Presidente della Fed, Powell, era intervenuto, sorprendendo in parte il mercato, con dichiarazioni molto tranquillizzanti sull'andamento dei tassi d'interesse. In particolare, la posizione espressa è stata che il livello dei tassi d'interesse Usa sia oramai prossimo al valore ritenuto "neutrale" da parte della Fed.

A tali esternazioni è seguita l'ultima riunione della Fed, nella quale, oltre ad innalzare i tassi di un altro quarto di punto sono state indicate previsioni più caute sul 2019, con due incrementi previsti, rispetto ai tre indicati nelle precedenti previsioni.

Anche le previsioni di crescita e inflazione sono state riviste al ribasso. Analogamente a quanto accaduto nel caso della Bce, si è però trattato di revisioni al margine; per il 2019 la crescita prevista passa dal 2.5 al 2.3 per cento, mentre l'inflazione scende da 2 a 1.9 (per entrambe le variabili le stime della Fed si riferiscono alla variazione anno su anno nel quarto trimestre del prossimo anno).

Anche in questo caso, come visto per l'area euro, la posizione della Fed appare a nostro avviso piuttosto conservativa. I rischi che si stanno materializzando riguardano soprattutto l'eventualità che il prossimo anno il rallentamento possa risultare ben più pronunciato.

Un altro aspetto da segnalare è che si sta gradualmente allentando l'enfasi rispetto alla "forward guidance"; la banca centrale Usa nelle proprie decisioni seguirà un percorso orientato sempre più dalle statistiche sul quadro macro. La politica monetaria naviga dunque "a vista" anziché rispettando un percorso annunciato, divenendo quindi meno prevedibile, e anche questo contribuisce a aumentare la volatilità.

Non a caso, nonostante la revisione al ribasso del profilo atteso dei tassi d'interesse, la reazione immediata dei mercati alle decisioni della Fed è stata negativa. Il percorso di normalizzazione della politica monetaria resta quindi difficile da gestire, e i rischi per il 2019 stanno aumentando.

Ricordiamo ai nostri abbonati che Congiuntureref. e tutti gli aggiornamenti quindicinali sono disponibili sul nostro sito [www.refricerche.it](http://www.refricerche.it)

La presente pubblicazione è riservata ai soli abbonati per uso personale e non commerciale. Non è, pertanto, consentito modificare, duplicare, distribuire, divulgare, vendere, trasmettere, riprodurre, pubblicare su qualsiasi mezzo, sotto qualsiasi forma o per qualsivoglia ragione, in tutto o in parte, i contenuti della pubblicazione senza l'autorizzazione scritta di REF Ricerche.

Agli abbonati è consentita la stampa di una copia della pubblicazione per uso esclusivamente personale e non commerciale senza, tuttavia, apportarne alcuna modifica. Ogni violazione verrà perseguita a norma di legge ed autorizzerà REF Ricerche a sospendere l'invio della pubblicazione senza alcun avviso.

È vietato diffondere riproduzioni della presente pubblicazione