

Congiuntura e Mercati

Economic Research and Markets Strategy

Gennaio 2018

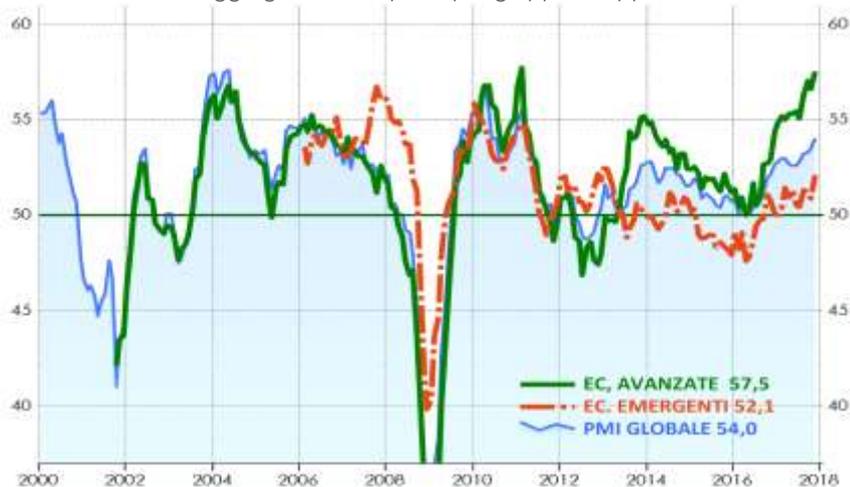


Congiuntura e Mercati

- Politiche economiche fortemente espansive perseguite a lungo hanno prodotto lungo il 2017 un tono elevato di attività economica a livello globale, elemento che costituisce tratto saliente del ciclo in avvio del 2018. Il forte slancio congiunturale che proietta saggi di crescita finalmente allineati alle medie di lungo periodo (3.7% la stima OCSE per l'anno in corso, pari al dato medio dal 1990), è frutto anche della crescente sincronizzazione delle traiettorie percorse dai maggiori Paesi, le cui performance tendono verso standard sensibilmente più elevati rispetto a quelli sperimentati nel recente passato, conferendo tenore sistemico ad impulsi di ripresa un tempo sfasati, insufficienti o comunque intermittenti.
- Da un lato i segnali propulsivi si rafforzano vicendevolmente, trovando reciproca validazione attraverso il moltiplicatore degli scambi commerciali, dall'altro, lievita la sostenibilità del processo di espansione nel tempo, via l'accresciuta resilienza del ciclo internazionale a shock avversi su base locale.
- Il ciclo mondiale si affaccia dunque sul nuovo anno in ottime condizioni, tra passo robusto dell'attività reale e clima di fiducia storicamente alto. L'indice PMI composito, uno dei termometri più importanti della temperatura ciclica, ha raggiunto la soglia dei 54 punti, massimo dal 2011, trainato dalla contestuale crescita della serie relativa ai paesi avanzati (57.5, massimo dal 2011) e di quella delle aree emergenti (52.1, picco dal 2013), perseguendo dinamiche interpretabili quale segnale emblematico di una forza propulsiva diffusa e pervasiva.
- Il contributo simultaneo delle principali aree economiche, radicando le aspettative positive degli agenti economici, riproduce proiezioni di crescita convergenti anche in chiave prospettica, con implicita convalida inerziale dei modelli di sviluppo virtuosi sin qui seguiti. Non sorprende quindi la piena sovrapposizione delle stime di aumento del reddito globale generate dai tre maggiori previsori (FMI, OCSE e Commissione Europea), che accreditano il 2018 di una performance che è la massima dell'ultimo quinquennio, accompagnandola con un grado di confidenza assai elevato.

INDICATORI DI FIDUCIA – SONDAGGIO PMI

valori aggregati nei vari paesi per gruppo di appartenenza



PRODUZIONE IND. COMMERCIO E FIDUCIA

Tassi tendenziali di crescita – Pmi diff. da 50 – medie a tre mesi



Congiuntura e Mercati

- Negli Stati Uniti, la decennale fase espansiva successiva alla crisi del 2008-09 culminerà con ogni probabilità in un acuto picco ciclico nel 2018, quando gli effetti di breve periodo della riforma tributaria voluta dal presidente Trump daranno ulteriore vigore all'aumento già importante del reddito, spingendo il saggio medio annuo vicino al 3%. Il Tax Cuts and Jobs Act, passato dal Congresso a fine dicembre dopo un'accelerazione legislativa in parte inattesa, costituisce in effetti la prima importante vittoria della nuova Amministrazione, una riforma fiscale che produce effetti immediati a livello domestico e modula nuovi parametri per la concorrenza a livello internazionale.
- Il nucleo del provvedimento è la drastica riduzione permanente dell'aliquota sui profitti delle società, al 21% dal 35%. La misura in oggetto, tuttavia, è solo il cardine di un più vasto insieme di disposizioni volto ad accrescere la competitività delle imprese, tra le quali segnaliamo il nuovo regime di tassazione territoriale per gli utili, uno scudo per il rientro dei capitali (8% per le attività illiquide e 15.5% per quelle liquide) e la possibilità (fino al 2022) di ammortizzare integralmente ed in via immediata gli investimenti in macchinari. La detrazione degli interessi su debiti sono limitate. Per le società di per-

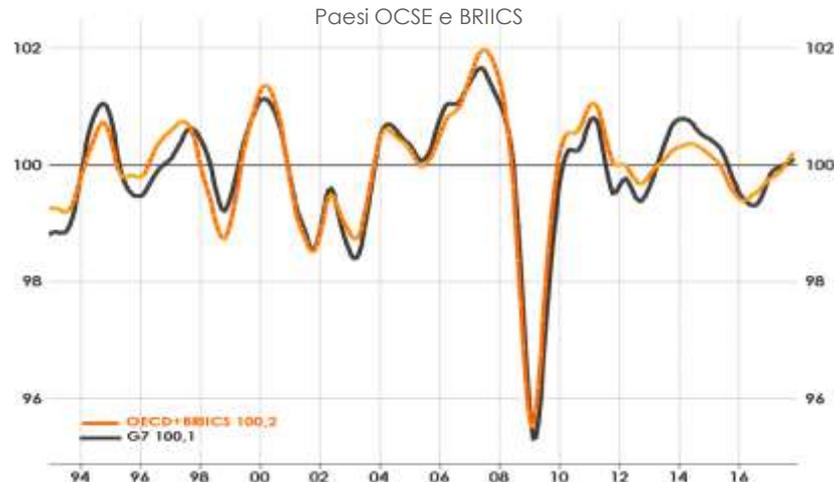
sone (pass-through) il trattamento diventa più favorevole con detrazione del 20% che aumenta oltre il 25% con la modifica dell'aliquota massima individuale. Per le famiglie, il taglio è di gran lunga meno aggressivo e di natura temporanea, poiché nel 2025 la riduzione delle aliquote di imposta scadrà per tutti gli scaglioni di reddito (che restano sette); l'aliquota massima scende dal 39.6% al 37%, quella minima rimane invariata al 10%, mentre quelle intermedie sono confermate o subiscono tagli piuttosto marginali. Raddoppiano il credito d'imposta per i figli e la franchigia per l'imposta di successione, mentre decade l'obbligo dell'assicurazione sanitaria. Gli effetti redistributivi nel comparto sono controversi, per via dell'eliminazione di molte detrazioni per imposte statali o locali (al netto di una franchigia).

- Il segno della riforma è certamente espansivo nel breve termine, con un impatto accrescitivo sul reddito stimabile nell'ordine di 0.3-0.4 nell'anno in corso, in graduale rientro nel periodo successivo; la stima del Tesoro di un rialzo della crescita per 0.8 punti all'anno, appare improbabile, in forza dei profili di transitorietà e regressività del taglio di imposte per le famiglie, che rischiano di attenuare lo slancio che il provvedimento produce sul versante delle imprese.

G7 – PREZZI GENERALI E CORE



OCSE INDICATORI ANTICIPATORI

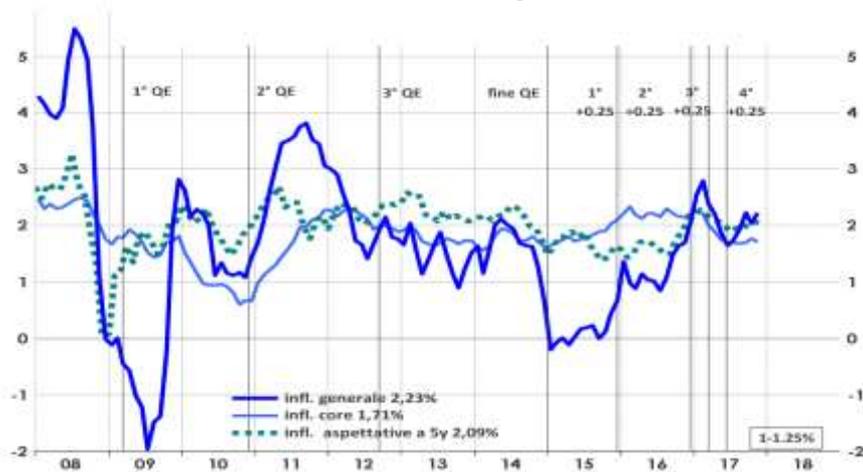


Congiuntura e Mercati

- Più in generale, le maggiori incognite del disegno di riforma tributaria riguardano la stabilità dei conti pubblici. Secondo le stime del *Joint Committee on Taxation*, il costo totale delle misure è nell'ordine di 1.000 miliardi di dollari nei prossimi dieci anni, ma gli effetti di ampliamento del deficit potrebbero gonfiarsi di altri 400-500 miliardi qualora le misure a vantaggio delle famiglie – come accaduto per i tagli di Bush - fossero estese per ulteriori due anni (sino al 2027).
- Nel periodo più recente, il flusso dei dati macroeconomici è stato positivo negli Stati Uniti; le statistiche hanno sovente battuto il consenso, segnalando un tono congiunturale alto. In particolare, la prorompente dinamica delle vendite al dettaglio (+0.8% l'aumento congiunturale a novembre, dopo il balzo dello 0.5% di ottobre e del 2.0% a settembre; +5.8% su anno, massimo dal 2012) proietta un ampio sostegno dei consumi privati al reddito anche nel trimestre finale del 2017, per un aumento del PIL che rivediamo al rialzo al 3.2% tra settembre e dicembre. In forza di tale dinamica, il 2017 dovrebbe chiudere con un saggio medio pari al 2.3%, mentre per l'impatto della riforma fiscale la crescita per il 2018 si eleva di almeno tre decimi al 2.9%.

STATI UNITI- INFLAZIONE E ATTESE

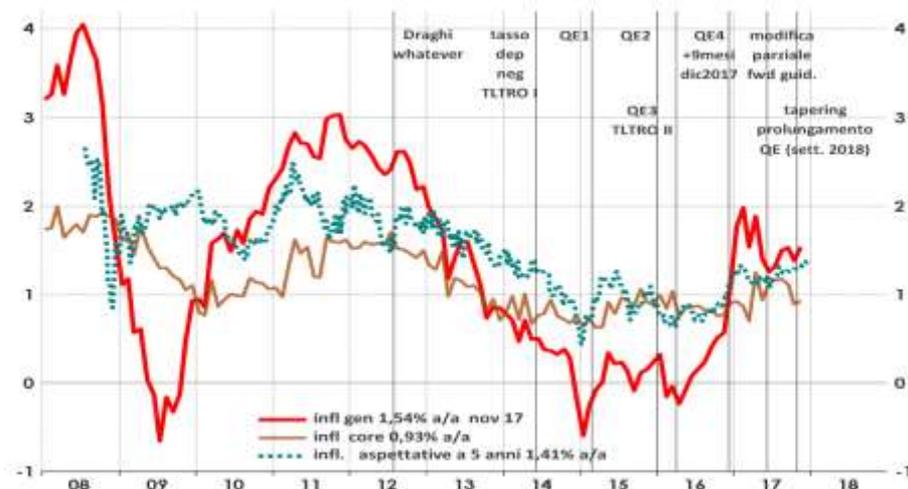
valori tendenziali degli indici



- Gli indici qualitativi convalidano i segnali di forza rilevati, con le principali misure del clima di fiducia delle famiglie, delle imprese manifatturiere e di servizi che hanno tutti chiuso l'anno a ridosso di quote di picco pluriennale; il mercato del lavoro è robusto, con un tasso di disoccupazione al 4.1%, minimo dal 2001; la produzione industriale mostra ritmi di incremento tendenziale del 3.4%, mai così alti dalla fine del 2014. L'inflazione resta moderata, con un saggio al consumo pari al 2.2% a novembre, ma un dato core in flessione all'1.7%, per un quadro d'insieme dei prezzi ancora insufficiente rispetto agli obiettivi della banca centrale.
- Nella riunione del 13 dicembre, la Fed ha aumentato come da attese il costo del denaro per la terza volta nell'anno, portandolo nel range 1.25-1.50%, nuovo massimo dal 2008, accompagnando la decisione con una valutazione positiva dell'economia e variazioni modeste al comunicato finale rispetto a quello del 1 novembre: vi si ritrova l'aspettativa di una dinamica occupazionale vigorosa ed un'attività in espansione moderata anche nel prossimo futuro, mentre si continua a prevedere che l'inflazione resti sotto target nell'immediato, per convergere al 2% nel medio termine.

EUROZONA - INFLAZIONE E ATTESE

valori tendenziali degli indici



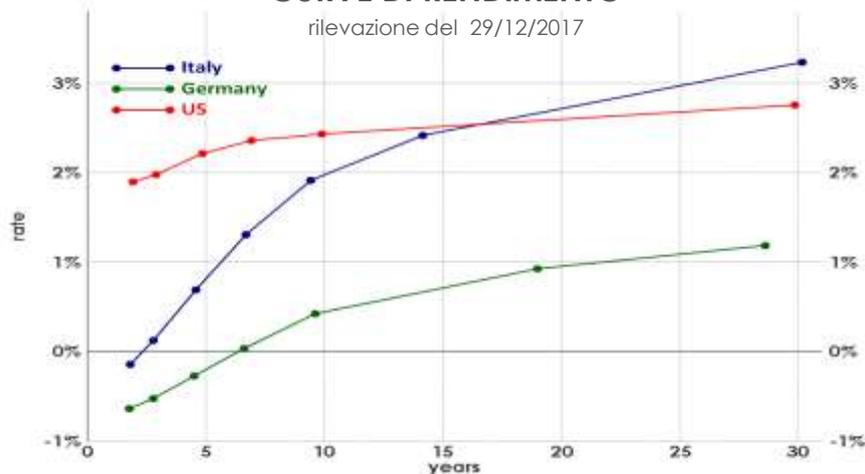
Congiuntura e Mercati

- La decisione della banca centrale non è stata unanime, per l'opposizione di due membri (Evans e Kashkari) che hanno votato per tassi fermi. Anche riguardo alle prospettive future della policy non vi è consenso: la mediana delle stime dei membri del FOMC – cui ci allineamo - indica ancora tre nuovi aumenti del costo del denaro per il 2018 (poi tre anche nel 2019 e due nel 2020), ma la dispersione intorno al valore centrale è decisamente ampia, tra un minimo di 1-1.25% (valore che implicherebbe addirittura un taglio del costo del denaro) ed un massimo di 2.5-2.75 (cinque aumenti).
- Tra luglio e settembre, il prodotto di Eurozona è aumentato dello 0.6%, mentre il tasso tendenziale ha accelerato al 2.6%, passo massimo dal 2011; la domanda interna ha offerto ancora una volta il contributo preponderante, in linea con la tendenza in corso, validando un *pattern* di sviluppo solido e fondato su forze primariamente endogene. Gli indicatori qualitativi confermano un clima di ottimismo (PMI composito di dicembre in ulteriore rialzo ai nuovi massimi di sei anni, 58 punti), proiettando un'evoluzione vigorosa del reddito anche nell'ultimo trimestre (nostra stima +0.6%) e saggi medi annui del 2.4% nel 2017 (massimo dal 2007) e del 2.3% nel prossimo.

- Nella riunione del 14 dicembre, la BCE ha confermato integralmente l'assetto di policy elaborato ad ottobre, funzionale alla definizione di una regola di graduale normalizzazione delle condizioni monetarie accompagnato da un grado di accomodamento comunque alto, con acquisti per 30 miliardi al mese sino a settembre, reinvestimento integrale dei titoli a scadenza e tassi fermi a lungo anche dopo la fine del QE. L'opportunità di un tale assetto discende dall'assenza di pressioni di rilievo sui prezzi, con conseguente convergenza troppo lenta dell'inflazione (1.5% a novembre; 0.9% il saggio core) verso il target (2.0%). In effetti la BCE, a fronte di una consistente revisione migliorativa delle proiezioni di crescita del reddito (2.4% da 2.2% per il 2017; 2.3% da 1.8% per il 2018), ha lasciato nella sostanza invariate le stime di inflazione generale (1.5% per il 2017; 1.4% nel 2018), diminuendo addirittura quelle per il tasso core (1.0% da 1.1% e 1.1% da 1.3% rispettivamente). Per il biennio 2019-2020, le proiezioni di inflazione sono pari rispettivamente a 1.5% e 1.7% per il saggio generale, 1.5%-1.8% per il dato core, valori congruenti con un graduale *tapering* degli acquisti dopo settembre ed il mantenimento di tassi ufficiali invariati lungo tutto l'anno e differimento della prima mossa restrittiva a 2019 inoltrato.

CURVE DI RENDIMENTO

rilevazione del 29/12/2017



RENDIMENTI DECENNALI GOVERNATIVI DAL 2007



Congiuntura e Mercati

- L'intensificazione della congiuntura globale, la nuova mossa restrittiva della Fed ed il varo della riforma tributaria hanno prodotto diffuse spinte ai rendimenti governativi, palesi anche nell'Eurozona. Mentre, infatti, la carta statunitense a due anni ha portato il rendimento all'1.9%, pari al massimo dal 2008, e quella decennale al 2.5%, vicino al picco del 2017, il saggio a dieci anni tedesco si è elevato a 0.5%, picco di due mesi, mentre quello a due anni sino a -0.6%, massimo da giugno.
- L'indice delle emissioni in euro dei mercati emergenti ha accentuato la correzione avvicinando quota 2.0%, sui minimi da maggio 2015; l'indice relativo a società con profilo rischio/rendimento più elevato (*high yield*) ha chiuso l'anno al 3.1%, appena sopra i minimi assoluti (2.8%, novembre 2017); quello relativo alle società più solide (*investment grade*) si è aggiustato al rialzo allo 0.8%, appena sopra i minimi di un anno. Le pressioni sui tassi hanno spinto al rialzo i rendimenti della carta italiana per quasi 30bps dai minimi di dicembre (1.95%), con modesto allargamento dello spread BTP-Bund sopra 150bps (massimo da fine ottobre), valori che incorporano un basso rischio domestico all'indomani dello scioglimento delle Camere e dell'annuncio delle elezioni generali per il 4 marzo.

MERCATI AZIONARI DAL 2006

investitore eurobasato – valori pari a 100 dal 2006



- L'eurodollaro ha registrato un ampio recupero nella seconda metà di dicembre, sino in area 1.20, per una chiusura d'anno su posizioni di forza relativa elevata per la moneta unica, non distanti dalle quote di picco da inizio 2015 (1.2092, 8 set. 2017). Alle favorevoli sollecitazioni della congiuntura, si è sovrapposta la percezione di un generalizzato miglioramento delle condizioni macro-finanziarie nella periferia dell'Unione Monetaria, un tempo fattore di instabilità: a fine anno, Fitch ha innalzato il rating del Portogallo a BBB da BB+, contribuendo a contenere gli impulsi potenzialmente destabilizzanti di vicende come quella catalana - il fronte indipendentista ha vinto il voto regionale del 21 dicembre - sempre percepite comunque come fattore di rischio locale.
- I mercati azionari statunitensi hanno proseguito a dicembre la fase espansiva, guadagnando nuovi massimi assoluti, in scia ai segnali di forza della congiuntura e alla crescita degli utili; gli indici giapponesi hanno consolidato i massimi dal 1992 (ciclo in accelerazione e condizioni fiscali e monetarie ultra-accomodanti); quelli europei, invece, hanno subito correzioni (uno/due punti percentuali) legate all'euro forte. Confermiamo il giudizio favorevole sul comparto, soprattutto in quelle aree dove la spinta dei fondamentali è alimentata da politiche maggiormente espansive.

EURODOLLARO DAL 2001

