

# Congiuntura e Mercati

Economic Research and Markets Strategy

Marzo 2018

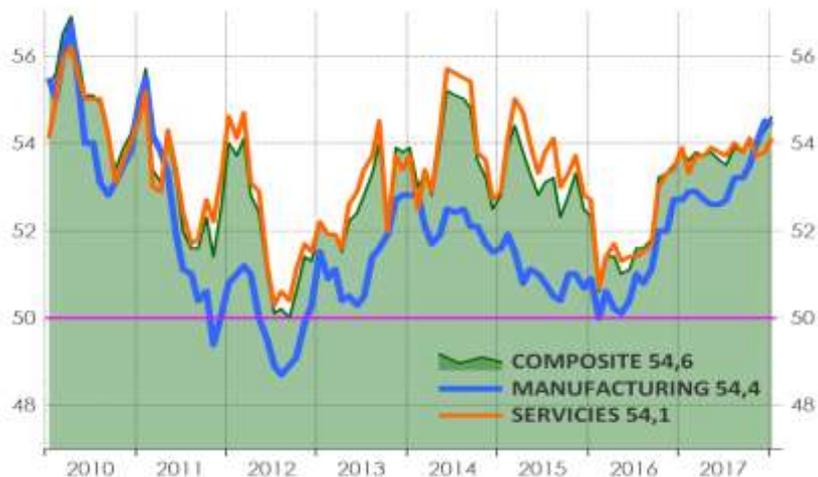


# Congiuntura e Mercati

- All'inizio del 2018, forti e diffuse sollecitazioni alla crescita caratterizzano l'economia mondiale, spinta da impulsi espansivi persistenti e sincronizzati. La massa critica guadagnata ha conferito spessore e solidità alla congiuntura, rendendola sempre più forte e generando uno scenario pressoché sgombro da rischi macroeconomici di rilievo a breve termine.
- Le condizioni sono positive al punto tale da creare il prolungamento dal punto di vista temporale e la dilatazione geografica dei confini in cui il ciclo evolve al di sopra del potenziale grazie al moltiplicatore degli scambi internazionali; l'aumento del numero di paesi in fase di espansione dell'economia induce una maggiore resistenza a shock avversi su base locale. La previsione del FMI (WEO di gennaio) di un aumento del reddito mondiale del 3.9% nel biennio 2018-19, passo massimo dell'ultimo quinquennio, trova piena giustificazione su queste basi.
- La crescita sopra potenziale di molti sistemi sta determinando il riassorbimento delle risorse inutilizzate presenti, con taluni mercati del lavoro prossimi all'equilibrio di pieno impiego. In questa situazione quasi ideale di consolidamento su basi elevate di molti parametri macroeconomici, l'ambiente risulta omogeneamente ricettivo a pulsioni reflazionistiche più definite, secondo canoni già espressi lungo il 2017 ed in linea con gli obiettivi di politica economica fissati.
- Risulta apparentemente strano allora che l'accelerazione dei salari americani al 2.9% a/a, picco pluriennale per una serie che finalmente esprime una tendenza congruente con detti obiettivi abbia agito da catalizzatore per un crollo dei mercati quale manifestatosi ai primi di febbraio, un colpo che ancora risulta essere non completamente assorbito e che potrebbe ripetersi ancora lungo il 2018.

## INDICATORI DI FIDUCIA

valori aggregati dei sondaggi per tipo di attività



## PRODUZIONE IND. COMMERCIO E FIDUCIA

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



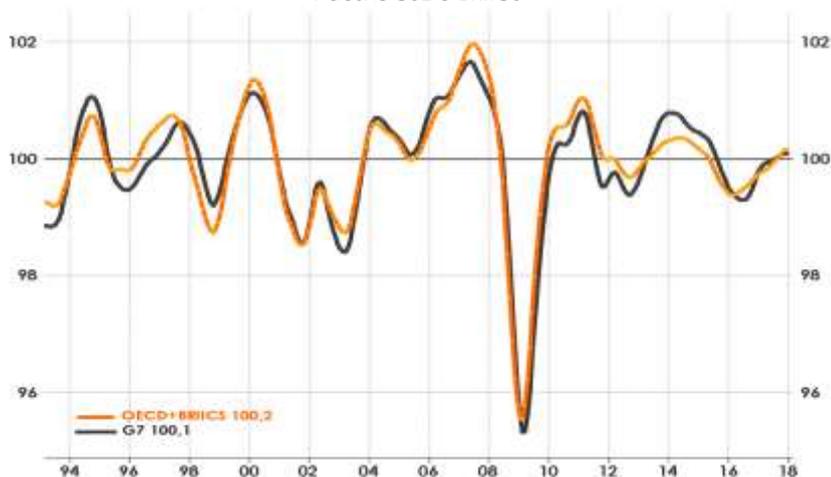
# Congiuntura e Mercati

- Insomma, la progressiva sedimentazione degli impulsi inflazionistici, aveva lasciato abbastanza indifferenti i mercati finché contenuta al di sotto di un livello soglia, ma appena varcato tale limite si sono prodotte reazioni scomposte. Quotazioni elevate e bassa volatilità che caratterizzavano da mesi i comparti hanno fornito una miscela che è esplosa istantaneamente, innescata dai cosiddetti algoritmi d'investimento e poi acuita da operatori che si sono trovati eccessivamente esposti ed in grado di muovere importanti masse di capitali in pochi minuti. Il disordine finanziario intervenuto tra gennaio e febbraio è paradossalmente la conseguenza di una crescita robusta del reddito e della ricchezza investita fino al punto da rendere eccessiva l'accondiscendenza del mercato rispetto alle valutazioni
- L'indice PMI composito, uno dei termometri più importanti della temperatura ciclica complessiva, ha raggiunto a gennaio 2018 la ragguardevole quota di 54.4 punti, massimo dall'inizio del 2015, trainato dalla contestuale crescita della serie relativa alla manifattura (54.5, picco dal 2011) e ai servizi (53.9, in linea con i valori registrati lungo tutto il 2017). L

- Le dinamiche permangono largamente positive anche per quanto concerne le variabili reali, con tassi di crescita nell'ordine del 4.5% per il commercio mondiale e del 3.7% per la produzione: entrambi i valori sono appena inferiori ai massimi dal 2011 segnati nei mesi finali dello scorso anno.
- L'evoluzione dei prezzi, infine, permane tuttora morbida. Considerando l'aggregato relativo ai Sette Paesi maggiormente industrializzati, l'inflazione al consumo è pari all'1.9%, mentre l'indice core si è assestato all'1.5%, valori emblematici di pressioni certamente non ancora eccessive che impongono gradualità all'azione normalizzatrice delle banche centrali. L'insufficiente spesa per investimenti (infrastrutturale pubblica e quella privata) e la bassa produttività che ne è derivata negli ultimi anni, sono i fenomeni strutturali che limitano la partenza delle dinamiche salariali e che contengono la crescita dei prezzi secondo impulsi congruenti con il ciclo.

## OCSE INDICATORI ANTICIPATORI

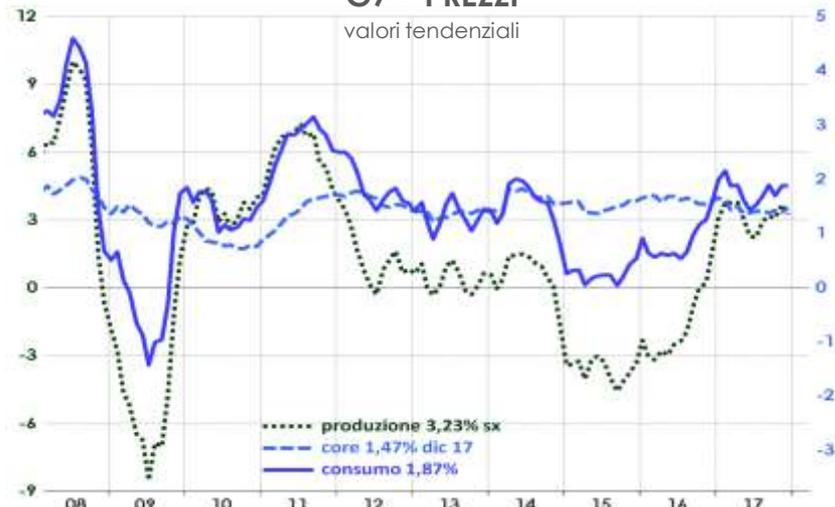
Paesi OCSE e BRIICS



**BANCA ALETTI**  
GRUPPO BANCO BPM

## G7 - PREZZI

valori tendenziali



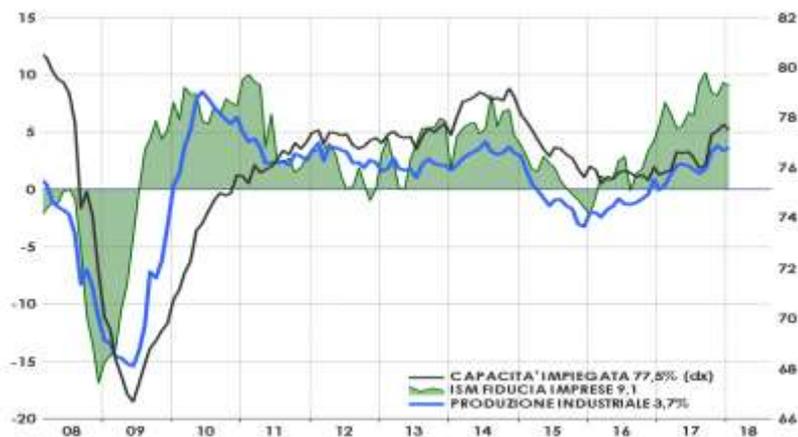
# Congiuntura e Mercati

- Negli Stati Uniti, il prodotto è aumentato del 2.5% nel quarto trimestre del 2017, un decimo in meno rispetto alla stima preliminare; il tasso tendenziale è invariato al 2.5%, massimo dal 2015, per una crescita media annua pure confermata al 2.3%. Diversamente dai mesi precedenti, il tono delle statistiche diffuse a gennaio è stato inferiore alle attese, tratteggiando un'evoluzione dell'attività reale piuttosto dimessa all'esordio del nuovo anno, con blande contrazioni per produzione (-0.1%) e vendite al dettaglio (-0.3%), tuttavia condizionate da avversità climatiche. Ai dati in oggetto non va quindi attribuito alcun particolare rilievo, come confermato dalla robustezza dei tendenziali (+3.7% per entrambe).
- La sorpresa a gennaio è invece stata positiva per i dati di inflazione. Gli incrementi congiunturali degli indici di prezzo sono stati superiori al consenso (+0.5% vs +0.3% per il tasso generale; +0.35% vs +0.2% per quello core, variazione massima dal 2005), sebbene i numeri tendenziali siano rimasti invariati (2.1% e 1.8%, rispettivamente). La sterzata verso l'alto dei prezzi è congruente allo scenario centrale della Fed di graduale aumento delle pressioni lungo la filiera e non rappresenta di per sé condizione sufficiente per imputare automaticamente un superiore grado di restrizione monetaria.

- L'ultima riunione della Fed, che ha chiuso l'era della Yellen alla guida della banca centrale, si è tenuta lo scorso 31 gennaio e si è conclusa senza variazioni alla politica monetaria; il terreno, tuttavia, è ormai pronto perché il primo FOMC presieduto da J. Powell coincida con un nuovo intervento restrittivo sul costo del denaro. L'aumento per un quarto di punto nel range 1.50-1.75% è da tempo prezzato dai mercati con probabilità piena; un secondo rialzo entro giugno ha probabilità decisamente alta (80%), così come il terzo incremento entro dicembre (oltre 70%).
- Il sentiero dei tassi scontato dagli investitori si è quindi avvicinato sensibilmente a quello ipotizzato dalla banca centrale, che ha segnalato tre aumenti dei tassi in corso d'anno e che in questa sede condividiamo. Va però rilevato che la prima testimonianza ufficiale del nuovo governatore (Commissione Servizi Finanziari della Camera, 27 febbraio), che ha enfatizzato la solidità della crescita ed i segnali di convergenza dell'inflazione verso il target, ha finito col fornire una sponda a chi presume la possibilità di un quarto rialzo entro dicembre 2018.

## ATTIVITA' INDUSTRIALE E FIDUCIA

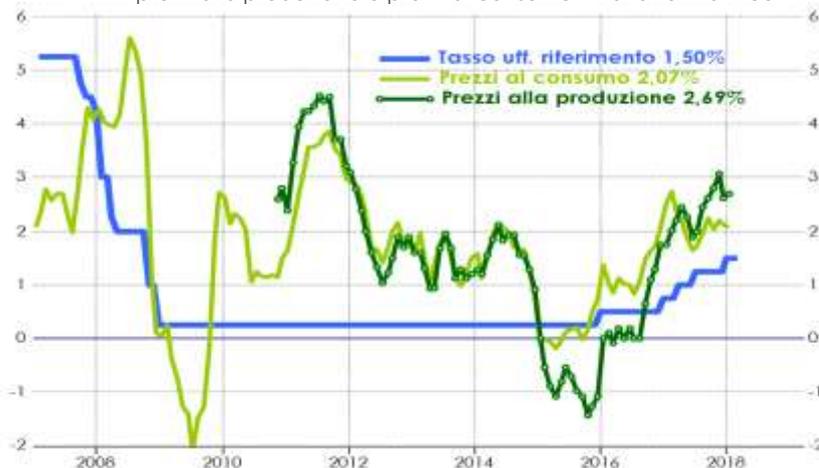
indice ISM: differenza da liv. 50



**BANCA ALETTI**  
GRUPPO BANCO BPM

## POLITICA MONETARIA E INFLAZIONE

prezzi alla produzione e prezzi al consumo - variazioni annue

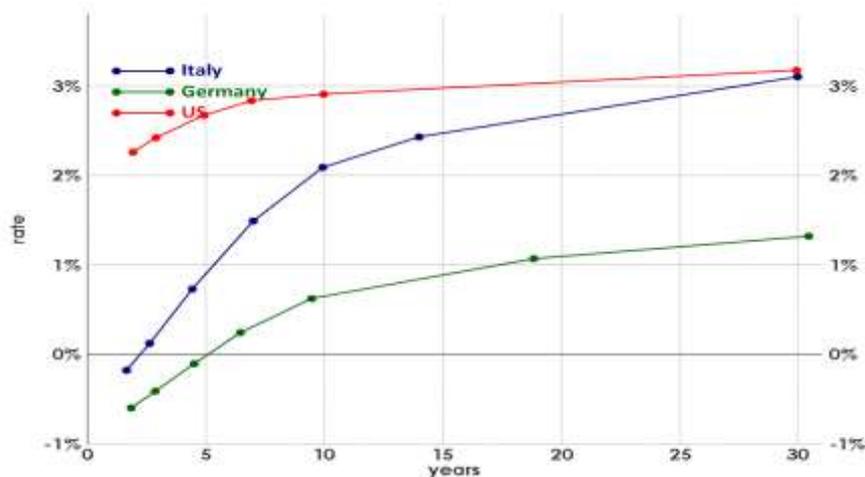


# Congiuntura e Mercati

- Le prime rilevazioni del clima di fiducia per il mese di febbraio (IFO, PMI, ESI) sono state accomunate da una moderata inflessione del sentiment delle imprese dentro l'Unione Monetaria. Letture ancora storicamente alte ma inferiori ai massimi pluriennali segnati alla fine dell'anno passato hanno trasmesso l'immagine di una congiuntura assolutamente vigorosa, ma che probabilmente sta scavallando il punto di massimo ciclico. Il 2018 sarà contrassegnato da crescita robusta e sopra potenziale per Eurozona (nostra previsione +2.6%), apparentabile a quella impulsiva dell'anno passato (+2.5%), ma essa tenderà a smorzarsi lentamente in corso d'anno, normalizzandosi infine nel prossimo, quando il tenore più blando del ciclo mondiale riporterà l'aumento del prodotto intorno al 2%.
- La dinamica dei prezzi permane largamente insoddisfacente in rapporto alle pressioni del ciclo. La stima preliminare di Eurostat per il mese di febbraio ha segnalato che l'inflazione generale al consumo si è attestata all'1.2%, in calo di un decimo al minimo da dicembre 2016, mentre quella core fatica a risollevarsi da livelli ancora più modesti (1.0%).

## CURVE DI RENDIMENTO

rilevazione del 28/02/2018



**BANCA ALETTI**  
GRUPPO BANCO BPM

- Nella riunione del 25 gennaio, la BCE ha confermato integralmente l'assetto 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.
- Dai verbali relativi a quella riunione, diffusi a fine febbraio, si rileva che gli esponenti del Consiglio hanno ritenuto prematuro modificare il messaggio di politica monetaria per segnalare una prossima normalizzazione, nonostante la crescente fiducia della risalita dell'inflazione verso il target. E' stata tuttavia esplicitata la possibilità di correggere la comunicazione già nella prima parte di quest'anno, condizione che segnala come il dibattito sulle modalità di uscita dalla fase emergenziale sia pienamente avviato dentro la banca centrale. Già dalla primavera la forward guidance potrebbe quindi subire le prime modifiche, mentre qualunque ritocco sui tassi è rinviato all'anno venturo.

## RENDIMENTI DECENNALI GOVERNATIVI DAL 2007



# Congiuntura e Mercati

- La forza del ciclo ed i timori di inflazione hanno ulteriormente alimentato la propulsione ascendente dei rendimenti, che hanno raggiunto picchi pluriennali in tutti i comparti. Il tasso decennale in \$ ha raggiunto il 2.95%, sui massimi da inizio 2014, mentre il biennale ha toccato il 2.25%, picco dal 2008; sul versante europeo, il rendimento del bund tedesco ha toccato quota 0.75%, rinnovando i massimi da fine 2015, mentre il benchmark quinquennale ha registrato rendimento positivo per la prima volta da oltre due anni, raggiungendo un tasso dello 0.15%.
- L'indice delle emissioni in euro dei mercati emergenti si è rialzato dai minimi da maggio 2015, che aveva segnato ad inizio 2018, riportandosi in area 2.25%; l'indice relativo a società con profilo rischio/rendimento più elevato (*high yield*) si è attestato a fine febbraio in area 3.25%, anche in questo caso in significativo rialzo rispetto ai minimi assoluti (2.8%, novembre 2017); aumenti dei rendimenti hanno riguardato anche l'indice relativo alle società più solide (*investment grade*), salito allo 0.95%, picco da luglio '17. La carta italiana (2%) sottostà a condizioni ancora distese nonostante l'imminenza delle elezioni, con rendimento superiore al Bund di 130bps.

- L'eurodollaro ha registrato nel mese di febbraio andamento volatile tra 1.22 ed 1.25, oscillando a ridosso dell'area dei massimi triennali; la punta estrema del movimento è stata segnata a 1.2555, lo scorso 16 febbraio. Anche la sterlina ha conservato forza relativa elevata, muovendosi non distante dai massimi post-Brexit rispetto al dollaro: la frenata del ciclo domestico è affiancata dai toni insistentemente aggressivi della BoE, che ha portato il mercato a prezzare con probabilità significativa (maggiore 60%) un rialzo dei tassi a maggio, nonostante sia più forte l'incertezza che domina le condizioni di uscita dalla UE.
- In poche sedute ai primi di febbraio gli indici azionari americani hanno raggiunto i minimi di cinque mesi, quelli europei addirittura di un anno. La fase di discesa è stata contrastata da una rapida azione di recupero, che ha portato i mercati a riassorbire due terzi delle perdite (circa la metà per quelli europei). L'assestamento è ancora in fase di definizione. Confermiamo il giudizio favorevole sul comparto, soprattutto in quelle aree dove la spinta dei fondamentali è alimentata da politiche maggiormente espansive e valutazioni più contenute.

## MERCATI AZIONARI DAL 2006

investitore eurobasato – valori pari a 100 dal 2006



## EURODOLLARO DAL 2001

