



# Congiuntura e Mercati

Economic Research and Markets Strategy

Aprile 2018



# Congiuntura e Mercati

- Per il 2018 si conferma lo scenario di crescita vigorosa, pressoché sgombrato da rischi macroeconomici di rilievo. Il consolidamento della congiuntura su basi elevate e la sincronizzazione delle traiettorie percorse dai maggiori paesi rendono il ciclo difficilmente attaccabile nel breve periodo. Sono invece le incognite a medio – lungo termine a risultare più pressanti, affiancandosi al consolidamento di un ciclo ormai maturo, nel proiettare un certo rallentamento dell'espansione oltre l'orizzonte del prossimo biennio.
- Su questo sfondo, la questione legata ad un'ascesa imprevista dell'inflazione che determini un aumento dei rendimenti e faccia crollare i mercati finanziari rimane rischio superiore rispetto alla minaccia di una caduta del commercio internazionale per l'avvio di guerre protezionistiche.
- Alla fine di marzo Trump ha decretato l'innalzamento di tariffe che riguardano 1300 categorie di prodotti, che in termini di valore raggiungono 50/60 miliardi di dollari di beni importati dalla Cina, che ha risposto con dazi su prodotti americani per un controvalore di 3 miliardi di dollari. L'evento ha avuto eco poderosa, risuonando come

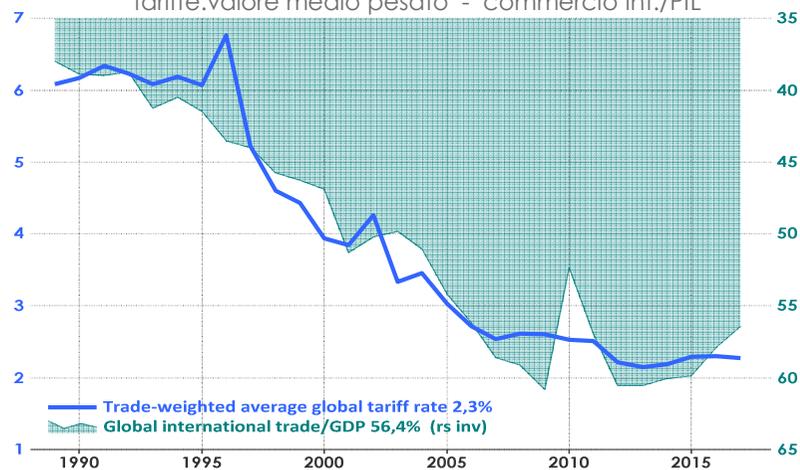
segnale di recrudescenza di un processo montante, costituito da attacchi in sequenza al libero scambio su scala globale.

Dall'inizio dell'anno, l'Amministrazione americana ha innalzato una serie di dazi e tariffe: a gennaio ha imposto dazi su pannelli solari (30%) e su lavatrici (50%), per importazioni prevalentemente cinesi e sudcoreane, mentre ai primi di marzo, adducendo ragioni di sicurezza nazionale, ha applicato un dazio del 25% su import di acciaio e del 10% su import di alluminio. Nella sostanza, la strategia statunitense mira a costringere i partner commerciali a trattative condotte in situazione di pressione al fine di spuntare condizioni migliori di commercio e a salvaguardia del proprio know how tecnologico.

- Gli effetti depressivi della riduzione della crescita del commercio sulla crescita del reddito sono difficili da valutare prima che venga definito l'effettivo perimetro dei provvedimenti. Tuttavia, l'attacco al multilateralismo, che ha scosso l'immagine del commercio mondiale che aveva dominato negli ultimi decenni, sta già producendo effetti negativi attraverso il canale della fiducia, incrinando il sentiment delle imprese, secondo dinamiche anticipate dall'evoluzione di molti indicatori qualitativi.

## TARIFE E COMMERCIO INTERNAZIONALE

tariffe:valore medio pesato - commercio int./PIL



## OCSE - CRESCITA GLOBALE

Interim Economic Outlook - Marzo 2018

	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	diff.	2019e	diff.
PIL (% a/a)									
<b>CRESCITA GLOBALE</b>	3.3	3.4	3.2	3.2	3.7	<b>3.9</b>	0.2	<b>3.9</b>	0.3
<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	2.3	<b>2.9</b>	0.4	<b>2.8</b>	0.7
EUROZONA	-0.3	0.9	2.0	1.8	2.5	<b>2.3</b>	0.2	<b>2.1</b>	0.2
GERMANIA	0.2	1.6	1.5	1.9	2.5	<b>2.4</b>	0.1	<b>2.2</b>	0.3
FRANCIA	0.3	0.6	1.3	1.2	2.0	<b>2.2</b>	0.4	<b>1.9</b>	0.2
ITALIA	-1.7	-0.3	0.7	0.9	1.5	<b>1.5</b>	=	<b>1.3</b>	=
SPAGNA	-1.2	1.4	3.2	3.3	3.1	nd		nd	
GIAPPONE	1.6	0.0	1.2	0.9	1.7	<b>1.5</b>	0.3	<b>1.1</b>	0.1
REGNO UNITO	1.7	3.1	2.2	1.9	1.7	<b>1.3</b>	0.1	<b>1.1</b>	=
CANADA	2.0	2.5	0.9	1.4	3.0	<b>2.2</b>	0.1	<b>2.0</b>	0.1
<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	<b>1.8</b>	-0.1	<b>1.5</b>	=
CINA	7.8	7.3	6.9	6.7	6.9	<b>6.7</b>	0.1	<b>6.4</b>	=
INDIA	6.9	7.2	7.6	7.1	6.6	<b>7.2</b>	0.2	<b>7.5</b>	0.1
BRASILE	2.7	0.1	-3.8	-3.5	1.0	<b>2.2</b>	0.3	<b>2.4</b>	0.1
SUDAFRICA	2.2	1.6	1.3	0.3	1.2	<b>1.9</b>	0.9	<b>2.1</b>	0.6

Differenze rispetto Outlook Nov'17

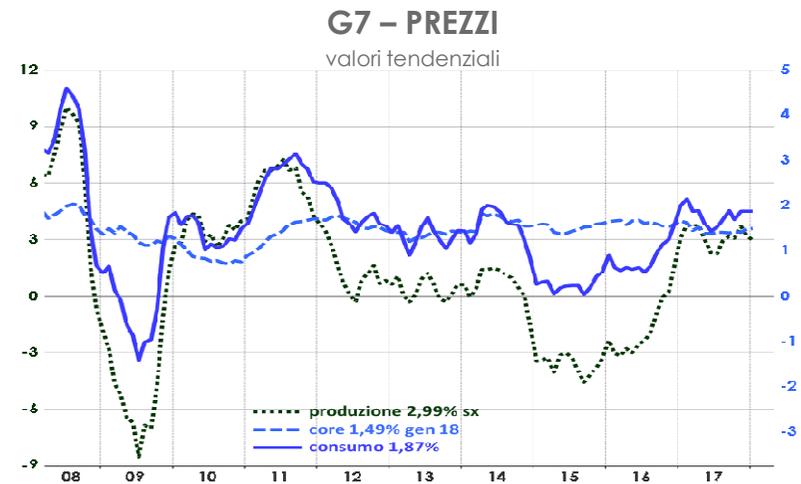
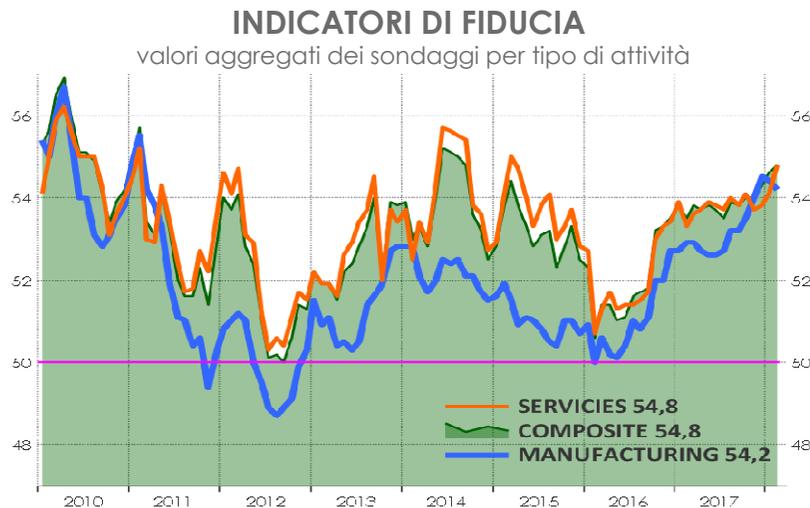
Per Economie avanzate, emergenti e Spagna non è disponibile l'aggiornamento rispetto a Nov'17

# Congiuntura e Mercati

Questa perdita di impulso ha modesti effetti reali immediati, poiché incide su traiettorie di crescita storicamente alte, ma ovviamente in caso scoppiasse davvero una guerra commerciale con smottamenti sui tassi di cambio, le implicazioni sarebbero differenti. Al di là della risonanza anche mediatica, sembra comunque prevalere la volontà di procedere a trattative che non dovrebbero incrinare il potenziale espansivo accumulato, così come definito, ad esempio, nell'ultimo rapporto dell'OCSE.

- Nell'aggiornamento diffuso a marzo, l'OCSE ha indicato una proiezione di crescita del reddito globale pari al 3.9% per l'anno in corso, in rialzo di due decimi rispetto al precedente dato di novembre; anche la proiezione sul 2019 è stata innalzata allo stesso livello (+0.3), accreditando il biennio in corso dei massimi saggi di espansione dell'ultimo quinquennio. Numericamente, le stime si sovrappongono a quelle già prodotte a gennaio dal FMI, suggerendo la significativa confidenza dei maggiori previsori internazionali relativamente allo stato di salute del ciclo mondiale.

- Nell'ambito di una generalizzata revisione migliorativa delle stime, spicca per intensità la correzione apportata con riferimento agli Stati Uniti, riconducibile agli effetti di sostegno alla domanda della riforma fiscale. La magnitudo della variazione è davvero imponente, con un aumento per 11 decimi complessivi nel biennio, di cui quattro riferibili all'anno corrente (2.9%) e ben sette a quello venturo (2.8%). Eurozona ha beneficiato di un aumento delle stime per quattro decimi complessivi nel biennio, insufficienti tuttavia ad assicurare la sostenibilità dell'impulso espansivo sviluppatosi nel 2017, che si conferma pertanto anno di picco ciclico. Rispetto alla crescita del 2.5% realizzata nell'anno passato, la previsione per il 2018 è pari al 2.3%, mentre quella per il 2019 si ferma al 2.1%. Dentro l'Unione, le stime sono state riviste al rialzo per Germania (2.4% nel 2018 e 2.2% nel 2019; +0.4 in totale) e Francia (2.2% e 1.9%; +0.6), mentre l'Italia ha visto confermate le precedenti stime, 1.5% nel 2018 e 1.3% nel 2019. Tra le aree emergenti le variazioni apportate alle previsioni sono di segno misto, anche se prevalgono nettamente quelle positive e il tenore macroeconomico è complessivamente assai più elevato rispetto all'anno passato.

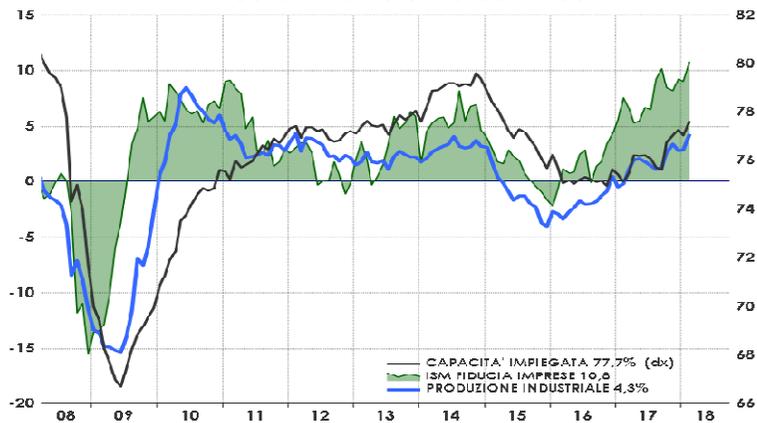


# Congiuntura e Mercati

- Negli Stati Uniti, il prodotto totale è aumentato del 2.9% nel quarto trimestre del 2017, valore rivisto al rialzo apprezzabilmente dalla precedente stima di 2.5%, per un tasso tendenziale pari al 2.6%, massimo dal 2015; la crescita media annua nel 2017 è rimasta invariata al 2.3%.
- Il tono delle statistiche diffuse nel primo trimestre 2018 è stato inferiore alle attese, tratteggiando un'evoluzione dell'attività piuttosto dimessa all'esordio del nuovo anno. Si tratta, tuttavia, di un'inflexione quasi certamente temporanea, in parte riconducibile ad effetti stagionali. Il clima di fiducia costantemente ancorato su massimi pluriennali, gli effetti espansivi della riforma fiscale e la solidità del mercato del lavoro sono congruenti con elevati valori di sviluppo nei prossimi mesi. L'inflazione rilevata ad inizio 2018 è risultata in graduale consolidamento; gli incrementi congiunturali degli indici dei prezzi sono stati superiori alle attese a gennaio (+0.5% vs +0.3% per il tasso generale; +0.35% vs +0.2% per quello core, variazione massima dal 2005) ed allineati a febbraio (+0.2% per entrambi gli indici), ma i valori tendenziali siano rimasti sin qui relativamente moderati: 2.2% e 1.8%, rispettivamente.
- La riunione della Fed del 21 marzo – la prima presieduta da Powell - si è conclusa con un nuovo aumento del costo del denaro, il sesto dall'avvio del ciclo di normalizzazione (uno nel 2015, uno nel 2016 e tre nel 2017, prima dell'ultimo); il tasso di riferimento è stato elevato nel range 1.5-1.75%, ha raggiunto il livello presente ad ottobre 2008. Il miglioramento del giudizio qualitativo sulla congiuntura, fondato sulla solidità dei parametri strutturali, si è accompagnato ad un innalzamento delle proiezioni di crescita, che ora si attestano a 2.7% per il 2018 (da 2.5% a dicembre), 2.4% per il 2019 (da 2.1%) ed infine 2.0% per il 2020 (invariato).
- La previsione mediana del saggio ufficiale di interesse a fine 2018 è rimasta invariata a 2.125%, valore compatibile ancora con due aumenti ulteriori del costo del denaro. La mediana risulta invece più elevata per il 2019 (2.875% da 2.675%), segnalando la congruenza con tre rialzi, in luogo dei due indicati in precedenza. La traiettoria dei tassi scontata dal mercato è vicina a quella indicata dalla Federal Reserve , con l'aspettativa adeguatamente prezzata di altri due interventi restrittivi nel 2018 ed una minima probabilità che sconta un ulteriore rialzo

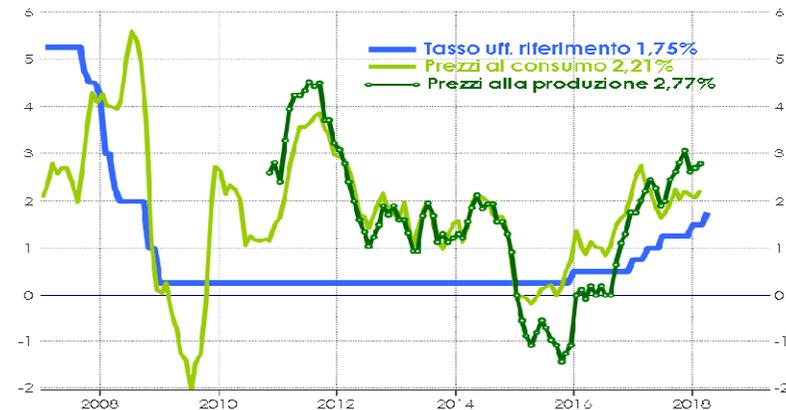
## ATTIVITA' INDUSTRIALE E FIDUCIA

indice ISM: differenza da liv. 50



## POLITICA MONETARIA E INFLAZIONE

prezzi alla produzione e prezzi al consumo - variazioni annue

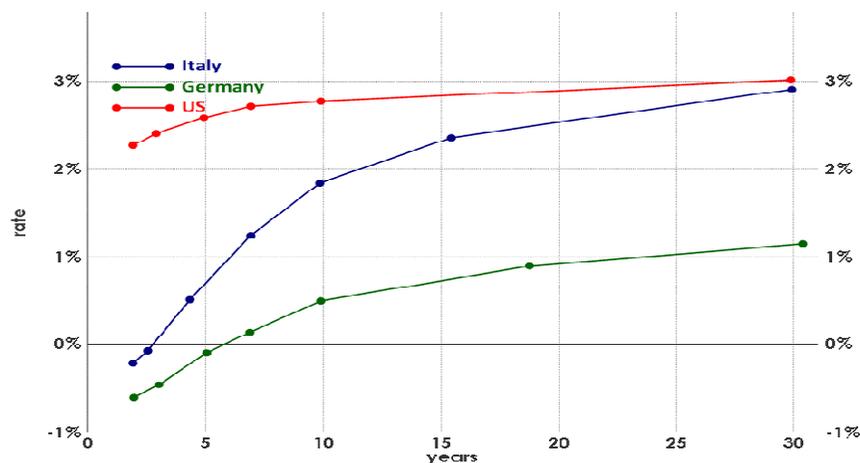


# Congiuntura e Mercati

- Le rilevazioni del clima di fiducia relative all'Unione Monetaria (IFO, PMI, ESI) sono state accomunate da una moderata inflessione del *sentiment* delle imprese. Letture ancora storicamente alte ma inferiori ai massimi pluriennali segnati alla fine dell'anno passato hanno trasmesso l'immagine di una congiuntura ancora assai vigorosa, ma che probabilmente sta percorrendo l'area 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 moderare, normalizzandosi infine nel prossimo, quando anche il tenore più blando del ciclo mondiale riporterà la crescita 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'1.1%, al minimo da dicembre 2016, mentre quella relativa all'indice nettato delle componenti più volatili (inflazione core) fatica a risollevarsi da livelli ancora più modesti (1.0%).
- La riunione della BCE dell'8 marzo si è conclusa come da attese senza alcuna variazione al corridoio dei tassi di interesse, ma con una significativa modifica alla comunicazione formale impiegata nel testo finale di accompagnamento, approvata dall'unanimità dal Consiglio Direttivo. Si tratta della rimozione di quella parte della *forward guidance* denominata "QE easing bias" e faceva riferimento alla possibilità di incrementare l'importo o la durata degli acquisti di attività finanziarie, qualora l'evoluzione della situazione lo avesse richiesto.
- Draghi, nel corso della conferenza stampa, ha derubricato la mossa a semplice adeguamento della comunicazione ufficiale alla effettiva condizione del sistema. Lo staff degli esperti ha posto una revisione delle proiezioni macroeconomiche complessivamente prudente. La stima di crescita per il 2018 è stata in effetti aumentata a 2.4% da 2.3%, quella per il 2019 e 2020 sono rimaste invariate a 1.9% e 1.7% rispettivamente; per l'inflazione, invece, la stima per il 2018 è invariata all'1.4%, mentre la correzione è al ribasso per il 2019 (1.4% da 1.5%), con la previsione per il 2020 ferma all'1.7%.

## CURVE DI RENDIMENTO

rilevazione del 29/03/2018



## RENDIMENTI DECENNALI GOVERNATIVI DAL 2007



# Congiuntura e Mercati

- Ad eccezione del tasso biennale in \$, sostenuto dall'azione restrittiva della Fed sui livelli di picco dal 2008 (2.3%), i rendimenti obbligazionari hanno subito un generalizzato ritracciamento nella seconda metà di marzo per effetto di flussi di marca assicurativa rivolti alla carta governativa, sullo sfondo dell'incertezza generatasi sui mercati. Il saggio decennale statunitense è scivolato sotto 2.8%, sui minimi da quasi due mesi, quello in euro ha raggiunto la soglia dello 0.5%, ai minimi di quasi tre mesi ed infine quello in sterline è caduto sotto 1.4%, minimo da fine gennaio. L'indice delle emissioni in euro dei mercati emergenti è aumentato dai minimi pluriennali segnati ad inizio 2018, riportandosi in area 2.3%; l'indice relativo a società con profilo rischio/rendimento più elevato (*high yield*) si è attestato a fine marzo in area 3.35%, 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 0.98%, picco da luglio '17. La carta italiana (1.8%) sottostà a condizioni distese nonostante l'esito incerto delle elezioni e l'affermazione di forze poco inclini al progetto di maggiore integrazione comunitaria; lo spread permane in area 130bps.
- L'eurodollaro ha registrato anche a marzo andamento volatile tra 1.22 ed 1.25, oscillando a ridosso dell'area dei massimi triennali. 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 e da segnali di tensione sul mercato del lavoro, che hanno portato il mercato a prezzare con probabilità un rialzo dei tassi a maggio, soprattutto all'indomani della bozza di accordo tra UE e Regno Unito e destinato a disciplinare il periodo di transizione prima dell'uscita definitiva dalla UE a gennaio 2021.
- Tra febbraio e marzo, gli indici azionari globali sono stati colpiti da elevata instabilità, con strappi direzionali al ribasso aggressivi e repentini, che hanno condotto i mercati statunitensi ai minimi di cinque mesi e quelli europei di oltre un anno. I picchi di volatilità, originariamente innescati dai timori di inflazione, sono stati amplificati dalle tensioni commerciali e da cadute del settore tecnologico. Benché la ripetizione di episodi simili non possa essere esclusa nel corso dell'anno, 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.

