

Congiuntura e Mercati

Economic Research and Markets Strategy

Maggio 2018



Congiuntura e Mercati

- Nell'aggiornamento diffuso ad aprile, il FMI ha confermato l'evoluzione favorevole della congiuntura, lasciando invariate al 3.9% le proiezioni di crescita del reddito globale, tanto per l'anno in corso, quanto per il prossimo; i valori segnalati corrispondono ai saggi di espansione massimi dal 2011 e definiscono un'ulteriore accelerazione rispetto alla performance del 2017 (3.8%). In forza di tale dinamica, l'economia globale è finalmente accreditata di una performance superiore a quella media di lungo periodo (3.7%, calcolata dal 1990).
- Complessivamente, con riferimento al 2018, la stabilità delle proiezioni di crescita del prodotto mondiale appare addirittura conservativa, dal momento che all'invarianza delle stime per le aree emergenti (4.9%), si affianca un aumento significativo per due decimi della previsione per le economie avanzate (2.5%). Sul 2019, la stima è invariata rispetto a gennaio per queste ultime (2.2%) e postula un aumento di un decimo per quelle emergenti (5.1%).
- Le dinamiche indicate proiettano direzioni dissimili per i due aggregati. Mentre i sistemi tradizionali sperimenteranno pressoché simultaneamente il punto di massimo ciclico nell'anno in corso, avviandosi in quello successivo ad una blanda moderazione dell'impulso espansivo, i paesi di nuova industrializzazione seguiranno traiettorie in accelerazione della crescita nel biennio, guadagnando intensità dei valori di crescita non più sperimentati dal 2013.
- Gli esperti del FMI accreditano gli Stati Uniti di un potenziale di aumento del reddito apprezzabilmente superiore rispetto a gennaio, con quattro decimi in più, equamente distribuiti tra 2018 e 2019 (+0,2 per entrambi gli anni, rispettivamente al 2.9% e 2.7%), in scia alle favorevoli sollecitazioni impartite dalla riforma tributaria e dal programma di investimenti pubblici lanciati alla fine del 2017 dal presidente Trump. Per Eurozona, l'aumento delle stime è limitato a due decimi concentrati nel 2018 (2.4%), mentre è invariata al 2.0% l'aspettativa per il 2019.

FMI - CRESCITA GLOBALE

World Economic Outlook - Aprile 2018

	2013	2014	2015	2016	2017	2018a	2019a
	PMI (% a/a)						
CRESCITA GLOBALE	3.3	3.4	3.2	3.2	3.8	3.9 0.0	3.9 0.0
ECONOMIE AVANZATE	1.4	1.9	2.1	1.7	2.3	2.5 0.2	2.2 0.0
STATI UNITI	2.2	2.4	2.6	1.5	2.3	2.9 0.2	2.7 0.2
EUROZONA	-0.3	0.9	2.0	1.8	2.3	2.4 0.2	2.0 0.0
GERMANIA	0.2	1.6	1.5	1.9	2.5	2.5 0.2	2.0 0.0
FRANCIA	0.3	0.6	1.3	1.2	1.8	2.1 0.2	2.0 0.1
ITALIA	-1.7	-0.3	0.7	0.9	1.5	1.5 0.1	1.1 0.0
SPAGNA	-1.2	1.4	3.2	3.3	3.1	2.8 0.4	2.2 0.1
GIAPPONE	1.6	0.0	1.2	0.9	1.7	1.2 0.0	0.9 0.0
REGNO UNITO	1.7	3.1	2.2	1.9	1.8	1.6 0.1	1.5 0.0
CANADA	2.0	2.5	0.9	1.4	3.0	2.1 -0.2	2.0 0.0
ECONOMIE EMERGENTI	5.0	4.6	4.1	4.4	4.8	4.9 0.0	5.1 0.1
RUSSIA	1.3	0.7	-3.7	-0.2	1.5	1.7 0.0	1.5 0.0
CINA	7.8	7.3	6.9	6.7	6.9	6.6 0.0	6.4 0.0
INDIA	6.9	7.2	7.6	7.1	6.7	7.4 0.0	7.8 0.0
BRASILE	2.7	0.1	-3.8	-3.5	1.0	2.3 0.4	2.5 0.4
MESSICO	1.4	2.2	2.6	2.9	2.0	2.3 0.0	3.0 0.0
SUDAFRICA	2.2	1.6	1.3	0.3	1.3	1.5 0.6	1.7 0.8

WEO Apr'18 - diff. rispetto Gen'18

INDICATORI DI FIDUCIA - AREE

valori aggregati nei vari paesi per gruppo di appartenenza

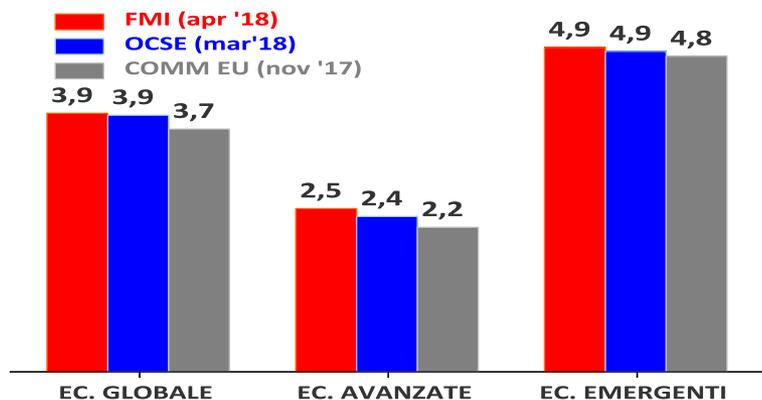


Congiuntura e Mercati

- All'interno dell'Unione Monetaria, l'economia che ha beneficiato del più consistente aumento delle previsioni è la Spagna, che ha guadagnato cinque decimi complessivi nel biennio, dei quali quattro riferiti all'anno corrente (2.8%) ed uno al prossimo (2.2%); si contano, poi, tre decimi in più per la Francia (2.1% nel 2018, +0.2; 2.0% nel 2019, +0.1), due per la Germania (2.5%, +0.2; 2.0%, invariato) ed infine uno per l'Italia (1.5%, +0.1; 1.1%, invariato). Secondo il FMI, pertanto, lungo l'orizzonte considerato il passo dell'economia italiana rimane di quasi un punto inferiore a quello dell'intero aggregato di Eurozona.
- Tra le aree avanzate, l'unico sistema che ha sofferto una modesta limatura delle stime è il Canada (-0.2 nel 2018 a 2.1%; poi 2.0% nel 2019, invariato), mentre il quadro previsto è rimasto pressoché inalterato per il Regno Unito (1.6% e 1.5%), come pure per il Giappone (1.2% e 0.9%). Sotto queste ipotesi, l'economia nipponica definisce il punto di minimo della crescita nel gruppo di riferimento ed è l'unica accreditata dal FMI di un potenziale espansivo inferiore alla soglia del punto percentuale sull'orizzonte del 2019.
- Fra le economie emergenti, variazioni significative delle previsioni per Brasile e Sudafrica si stagliano su uno sfondo improntato a perdurante stabilità dell'espansione per le altre economie maggiori. Così, da un lato il Brasile beneficia di un aumento delle stime per ben otto decimi totali nel biennio (2.3% nel 2018, +0.4; 2.5% nel 2019, +0.4), consolidando la traiettoria di ripresa dopo la caduta recessiva del biennio 2015-16; dall'altro il Sudafrica vanta un aumento delle proiezioni ancor più robusto, quasi un punto e mezzo in più tra 2018 (1.5%, +0.6) e 2019 (1.7%, +0.8), ancora insufficienti, tuttavia, a raggiungere il tenore congiunturale antecedente la fase critica tra il 2014 ed il 2016.
- La Cina è vista in crescita del 6.6% nell'anno in corso e del 6.4% nel prossimo; l'India del 7.4% e del 7.8%; la Russia dell'1.7% e dell'1.5%; tutte queste previsioni sono confermate rispetto ai valori di gennaio, segnalando l'elevato grado di confidenza del FMI sull'apporto stabilizzatore di questo gruppo di paesi rispetto alle sorti dell'economia globale.

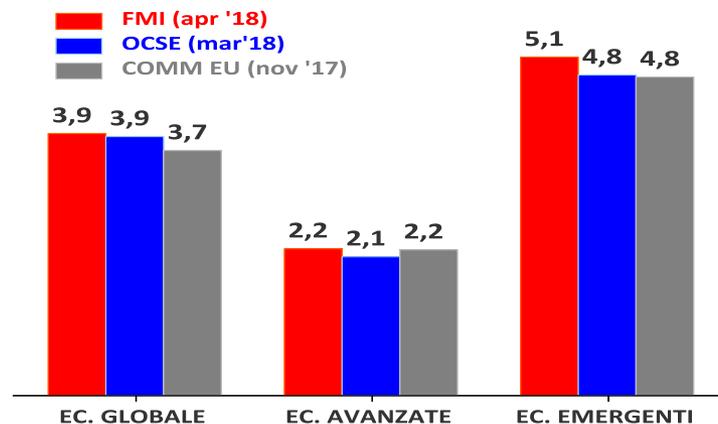
Previsioni di crescita 2018

Confronto FMI, OCSE e Commissione



Previsioni di crescita 2019

Confronto FMI, OCSE e Commissione

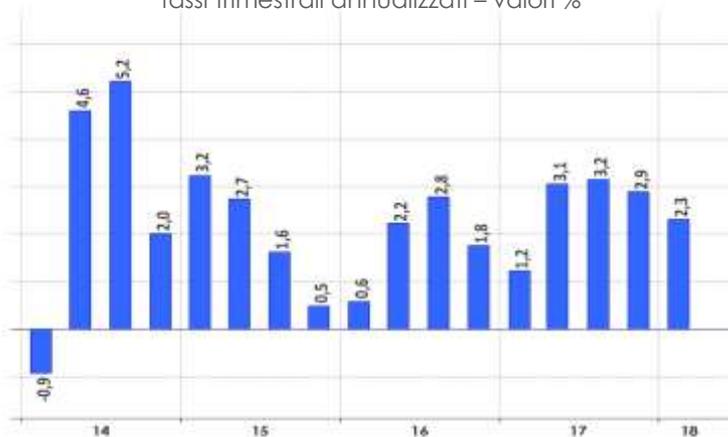


Congiuntura e Mercati

- FMI ritiene che il ciclo sia soggetto a rischi al ribasso riconducibili alla vulnerabilità delle condizioni finanziarie, alla tenuta del debito (privato e pubblico, pari a \$164 mila miliardi) rispetto al rialzo dei tassi e alle ricadute negative su fiducia ed investimenti, fattori considerati tuttora prevalenti rispetto alle minacce al libero scambio o alle tensioni di natura geopolitica. La solidità attuale offre un cuscinetto di sicurezza sufficientemente robusto che rende difficilmente sovvertibile la condizione corrente dell'economia mondiale, confinando i rischi recessivi nelle estreme code della distribuzione.
- Dopo una striscia di tre trimestri consecutivi con aumento del reddito prossimo al 3%, l'economia statunitense ha sperimentato una crescita più lenta nei primi tre mesi del 2018, espandendosi del 2.3%, per via dell'impatto avverso di fattori estemporanei, legati al clima, che si ribalteranno di segno nei periodi successivi; l'effetto di compressione è riconducibile, in particolare, ai consumi privati, per progressivo riassorbimento del picco di domanda che aveva fatto seguito agli uragani nell'autunno 2017. La solidità del mercato del lavoro, la fiducia elevata, il basso tasso di risparmio dovrebbero assicurare la ripresa dell'attività di spesa delle famiglie sin dai mesi primaverili, sostenendo la crescita.
- L'attività industriale ha invece conservato ritmo di espansione prossimo ai massimi degli ultimi quattordici anni, con l'indice ISM della manifattura a quota 57.3 ad aprile (da 59.3 picco dal 2004), e saggi tendenziali di crescita dell'output pari al 4.3%, massimo dal 2012; altro elemento di rilievo è rappresentato dalla progressiva saturazione della capacità produttiva installata, cresciuta sino al 78%, valore di picco dal 2015, per un quadro d'insieme congruente con un graduale aumento dei prezzi. Grazie anche ad effetti statistici favorevoli, l'inflazione è in aumento moderato, ai massimi di un anno (2.4% il dato generale, 2.1% quello core, secondo la rilevazione di marzo).
- Dopo l'aumento deciso dalla Fed nel corso del primo FOMC presieduto dal Governatore Powell (21 marzo), che ha portato il costo del denaro nel range 1.5-1.75%, ai massimi dal 2008, la moderata risalita dei prezzi è stata bilanciata da più alti fattori di rischio, correlati alle tensioni sul fronte del commercio globale, per un effetto complessivo di contenimento delle aspettative sul futuro sentiero di policy. Il mercato sconta attualmente uno scenario centrale nella sostanza allineato a quello della Fed, con due ulteriori aumenti dei tassi nell'anno, secondo una visione che condividiamo. La probabilità di quattro rialzi complessivi nel 2018 è bassa, ma non nulla (intorno 40%).

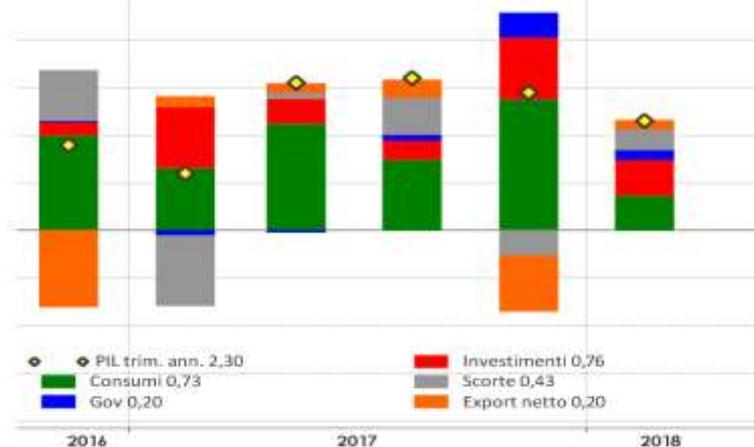
STATI UNITI – PIL Q1-18

tassi trimestrali annualizzati – valori %



STATI UNITI - PIL Q1-18

Contributi alla crescita - valori %



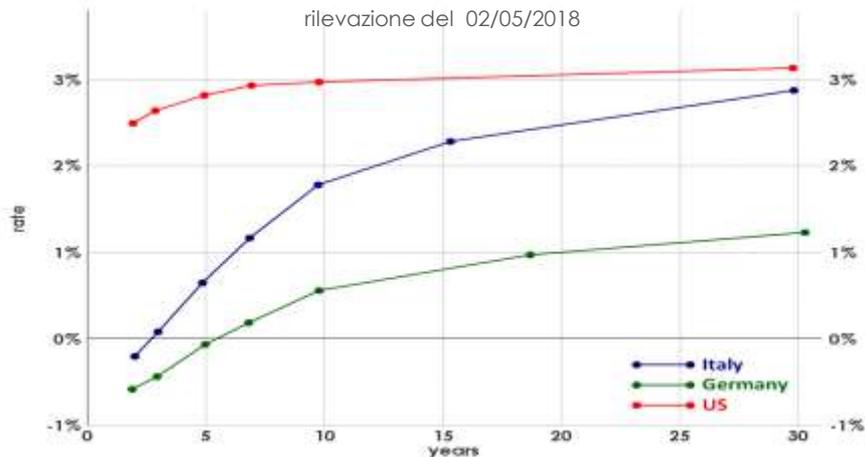
Congiuntura e Mercati

- Tra marzo ed aprile, il processo di inflessione del clima di fiducia relativo ad Eurozona si è intensificato, con aumento del numero degli indicatori qualitativi interessati da una traiettoria di ripiegamento dai massimi e conseguente aumento delle probabilità di moderazione dell'impulso espansivo che ha assicurato al sistema, nell'anno passato, la performance massima sull'arco dell'ultimo decennio (+2.5%). Letture ancora storicamente alte, ma ormai distanti dai picchi pluriennali di fine 2017, trasmettono l'immagine di una congiuntura ancora elevata, ma che sta scavallando l'area di massimo ciclico.
- Nel primo trimestre, il prodotto aggregato di Euroarea ha registrato un aumento limitato allo 0.4%, inferiore al passo medio trimestrale tenuto l'anno passato (0.68%), per effetto di un rallentamento piuttosto diffuso. La pubblicazione dei dati della contabilità nazionale, in effetti, è ancora incompleta, dal momento che si sono resi disponibili, al momento, i dati relativi alla Spagna (PIL +0.7% sul trimestre precedente, con tendenziale al 2.9%), alla Francia (+0.3%, tendenziale 2.1%) e all'Italia (+0.3%, 1.4%), mentre la Germania pubblicherà le statistiche solo intorno alla metà di maggio.

- I dati rappresentano il fisiologico assestamento di un sistema che per qualche tempo ha viaggiato oltre il potenziale. Il 2018, in questo contesto, sarà contrassegnato da crescita ancora robusta e sopra l'equilibrio, ma la lenta moderazione attesa nei saggi trimestrali eroderà la capacità espansiva rispetto all'anno passato (nostra previsione +2.2%), secondo una tendenza che acquisirà maggiore spessore nel prossimo (crescita tra 1.7% e 2%).
- La dinamica dei prezzi permane insoddisfacente in rapporto alle pressioni del ciclo, priva dei segnali di forza riscontrabili negli Stati Uniti. La stima di Eurostat ha segnalato che l'inflazione generale al consumo si è attestata all'1.3% a marzo, mentre quella core è rimasta stabile all'1.0%, vincolando la BCE ad una gestione molto cauta della normalizzazione delle condizioni finanziarie. Nella riunione del 26 aprile, il Presidente Draghi ha confermato integralmente l'assetto previgente, proiettando l'orientamento accomodante ben oltre la fine del regime di quantitative easing, per uno scenario centrale che difficilmente vedrà il primo aumento dei tassi prima di metà 2019.

CURVE DI RENDIMENTO

rilevazione del 02/05/2018



RENDIMENTI DECENNALI GOVERNATIVI DAL 2007



Congiuntura e Mercati

- La moderata ripresa dell'inflazione negli Stati Uniti, frutto di pressioni del ciclo e da effetti favorevoli legati alla stagionalità, sta sollecitando la graduale traslazione verso l'alto delle curve di rendimento in dollari. I tassi sui governativi, schiacciati ad aprile per le incertezze sulle prospettive correlate al montare delle tensioni protezionistiche, sono aumentati: il tasso decennale ha lambito la soglia del 3.0%, massimo dall'inizio del 2014 e quello biennale il 2.50%, valore di picco dal 2008.
- Più blando l'impulso nel comparto in euro, con il decennale a 0.6% e il biennale saldamente in territorio negativo. L'indice delle emissioni in euro dei mercati emergenti è aumentato in misura significativa, spingendosi in area 3.97%, sui massimi da metà 2017; l'indice relativo a società con profilo rischio/rendimento più elevato (*high yield*) si è attestato a fine marzo in area 3.35%, confermandosi piuttosto stabile sul mese precedente; aumenti dei rendimenti hanno riguardato anche l'indice relativo alle società più solide (*investment grade*), salito a 1.05%, picco da luglio '17. La carta italiana (BTP decennale 1.75%) sottostà a condizioni distese nonostante la protratta assenza di un governo; lo spread con il bund è sceso in area in area 115bps, sui minimi da aprile 2016.
- L'aumento dei rendimenti statunitensi ha prodotto effetti di sostegno evidenti al dollaro. A fine aprile, violando la base inferiore dell'area di oscillazione laterale tra 1.22-1.25, che dallo scorso febbraio ne conteneva le escursioni, ha raggiunto i livelli massimi degli ultimi tre mesi in rapporto all'euro (area 1.20). A breve, la modifica della struttura apre spazi di ulteriore apprezzamento per il dollaro, tuttavia il trend primario rimane orientato a favore della moneta unica. Anche la sterlina si è indebolita perforando 1.38\$ e 0.88€: dati macro, governo in difficoltà ed esternazioni della BoE hanno portato ad escludere un rialzo dei tassi a maggio, in precedenza scontato.
- I mercati azionari stanno sperimentando una fase ancora incerta, con frequenti correzioni di rotta. Nell'ultimo mese si registra, tuttavia, un diffuso recupero dei corsi, con saldi positivi praticamente per tutti i maggiori indici; le quotazioni restano piuttosto distanti dai massimi di fine gennaio. Una maggiore volatilità resterà tratto dominante, per il processo di graduale aggiustamento delle aspettative degli investitori a livelli di inflazione più elevati e relative attese sui tassi. Si conferma giudizio positivo sul comparto, soprattutto in quelle aree dove la spinta dei fondamentali è alimentata anche da condizioni finanziarie più favorevoli.

MERCATI AZIONARI DAL 2006

investitore eurobasato – valori pari a 100 dal 2006



EURODOLLARO DAL 2001

