

Congiuntura e Mercati

Economic Research and Markets Strategy

Giugno 2017

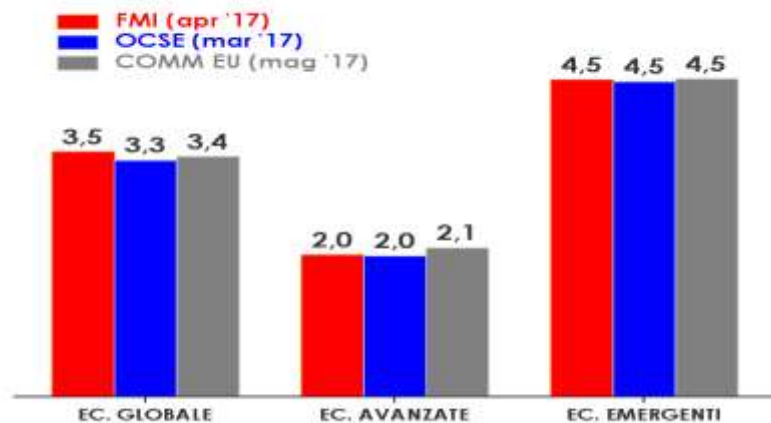


Congiuntura e Mercati

- Il rapporto di previsione diffuso a maggio dalla Commissione Europea tratteggia un quadro piuttosto favorevole della congiuntura globale. Rispetto allo scenario formulato a febbraio, il tono del ciclo risulta complessivamente più elevato ed il segno delle variazioni apportate alle stime è generalmente positivo. Dopo il 3% d'incremento realizzato nel 2016, il reddito globale dovrebbe aumentare del 3.4% quest'anno e consolidare al 3.6% nel 2018, valori che risultano sostanzialmente allineati a quelli segnalati nello scorso mese di aprile dal FMI (3.5% e 3.6%).
- Fra le economie avanzate, il ciclo accelera in misura contenuta, dall'1.8% stimato per il 2016 (+0.1), al 2.1% nell'anno corrente (+0.1), per poi assestarsi al 2.0% nel prossimo (invariato); i saggi di crescita restano tuttavia ancora sensibilmente inferiori a quelli sperimentati nel 2015 (2.4%). Per le economie emergenti, invece, la crescita aumenta con più vigore, dal 4.1% del 2016 (+0.1), al 4.5% (invariato) nel 2017, sino al 4.8% (anch'esso invariato) nel 2018. Per ritrovare valori di crescita simili bisogna risalire al 2013 (4.9%).
- I principali paesi maggiormente industrializzati hanno simultaneamente beneficiato di un aumento delle stime nel biennio di previsione, seppure con l'importante eccezione degli Stati Uniti, penalizzati dall'avvio d'anno particolarmente debole; per questi ultimi, la traiettoria del reddito rimane in significativa accelerazione rispetto alla performance dell'1.6% conseguita nell'anno passato, ma la previsione per il 2017 è stata ridotta di un decimo al 2.2%, bilanciata tuttavia da una crescita lievemente più robusta nel prossimo anno (2.3%, +0.1). Entrambi questi valori sono prudenziali rispetto a quelli segnalati dal FMI (2.3% e 2.5% rispettivamente).
- Per Eurozona viene indicata una crescita dell'1.7% quest'anno (+0.1) e dell'1.8% nel prossimo (invariato), per una traiettoria contrassegnata da intensità pressoché costante in tutto il triennio 2016-18; il Giappone passa dall'1.0% del 2016 (+0.1) all'1.2% di quest'anno (+0.2), per poi dimezzare il passo nel prossimo (0.6%, comunque +0.1); il Regno Unito, ha realizzato una performance più debole nel 2016 (1.8%, -0.2), ma cresce per converso di più nel 2017 (1.8%, +0.3) e nel 2018 (1.3%, +0.1).

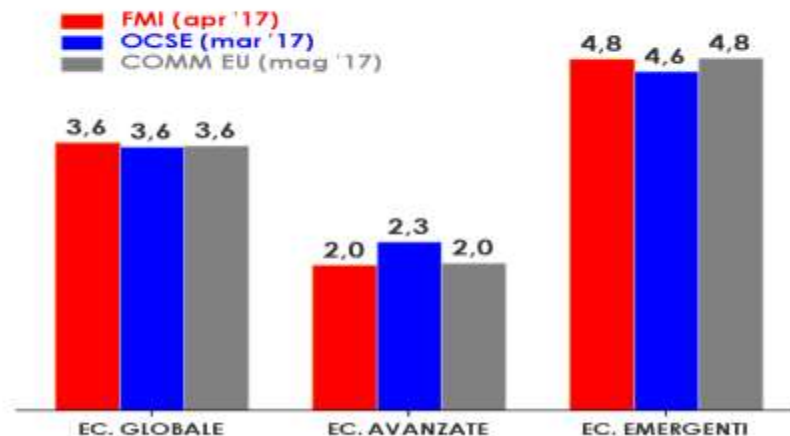
Previsioni di crescita 2017

confronto FMI, OCSE e Commissione



Previsioni di crescita 2018

confronto FMI, OCSE e Commissione

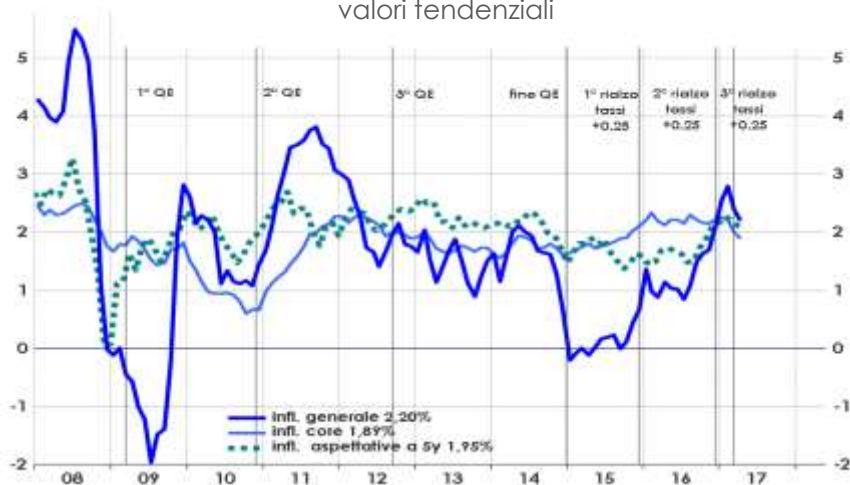


Congiuntura e Mercati

- Più uniforme la situazione per i mercati emergenti, tutti interessati da saldi di chiusura invariati o migliori per il 2016 e da indicazioni di crescita più solide per il biennio 2017-18. La Cina vanta due decimi in più nella stima per l'anno in corso (6.6%) ed uno in quella per il prossimo (6.3%), confermando una traiettoria di rallentamento ordinato rispetto alla crescita del 6.7% conseguita nel 2016 (dato confermato), mentre l'India registra un passo vigoroso del 7.2% quest'anno (+0.1) e del 7.5% nel prossimo, per un'accelerazione insistita dopo la crescita del 7.1% dell'anno passato (quest'ultimo valore risulta per due decimi superiore alla stima comunicata dalla Commissione a febbraio).
- Per quanto riguarda Brasile ed India, la Commissione, in sintonia con il FMI, conferma il definitivo superamento della fase recessiva a partire dall'anno in corso ed un moderato consolidamento della crescita nel prossimo. Il Brasile passa infatti dalla gravissima contrazione del 3.6% del 2016, ad un incremento del reddito per mezzo punto percentuale quest'anno e per l'1.8% nel 2017; la Russia, in forte ristagno nell'anno passato (PIL in calo dello 0.2%), è vista in crescita dell'1.2% quest'anno e dell'1.4% nel prossimo.
- Le condizioni macroeconomiche globali risultano correntemente soddisfacenti, con parametri fondamentali in generalizzato consolidamento; nei sistemi più avanzati, il diffuso processo di reflazione si sta stabilizzando, generando impulsi positivi su scala mondiale; tutto ciò va conformando uno scenario compatibile con la lenta rimozione dello stimolo monetario impartito dalle banche centrali, ovviamente con tempi e modi differenziati per ciascuna economia.
- Eppure a fine maggio, i mercati finanziari sono stati caratterizzati da una discreta instabilità, una recrudescenza dell'avversione al rischio che ha alterato temporaneamente sentieri evolutivi per tassi e cambi, mossi in precedenza da aspettative di aumenti significativi del reddito e dei prezzi nella prima economia mondiale. Paradossalmente, infatti, sono stati proprio gli Stati Uniti, ove il ciclo è più solido e maturo che altrove, ad insillare dosi di incertezza tra gli investitori, a causa di un temporaneo indebolimento dei dati congiunturali, assolutamente non pregiudizievole per la tendenza di fondo, un fenomeno che si è saldato con l'emersione potenziale di un grave rischio politico per il Presidente Trump.

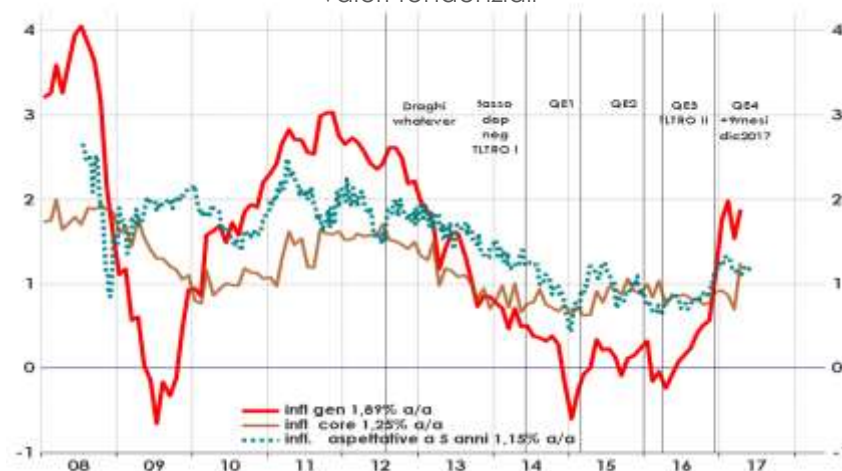
STATI UNITI – PREZZI E ASPETTATIVE

valori tendenziali



EUROZONA – PREZZI E ASPETTATIVE

valori tendenziali

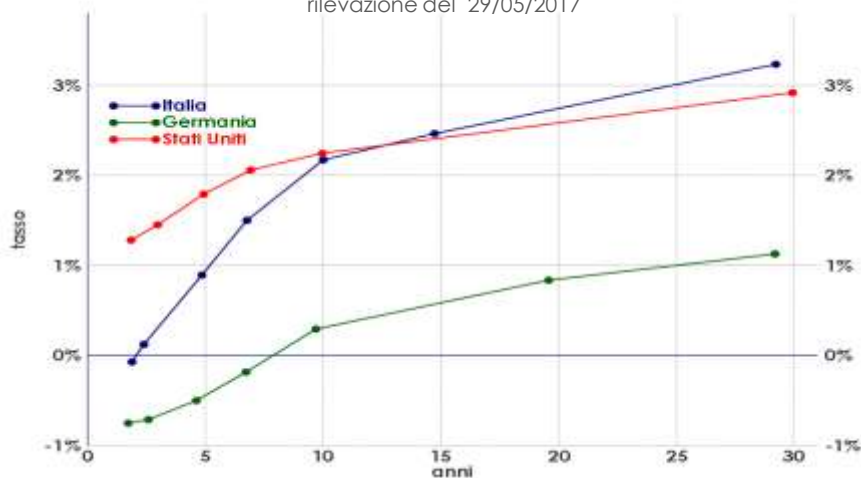


Congiuntura e Mercati

- Nel mese di maggio, l'amministrazione Trump è incappata in una sequenza di infortuni e passi azzardati che hanno scosso le fondamenta stesse della Casa Bianca: Trump ha revocato l'incarico al capo dell'FBI, J. Comey, indicando una certa inadeguatezza che è sembrata pretestuosa, soprattutto alla luce della successiva nomina di un procuratore speciale, da parte del Dipartimento di Giustizia, col mandato di indagare sull'oscura vicenda che lega persone dell'entourage di Trump alla Russia e ai rapporti intrattenuti durante e dopo la campagna elettorale. Le indagini dureranno molti mesi e le probabilità di *impeachment* sono limitate, ma tanto è bastato ai mercati per effettuare correzioni importanti ai reflation trades in corso.
- Le basi stesse della *Trumpnomics* potrebbero risultare corrose, con gli obiettivi di aumento della spesa infrastrutturale e del taglio delle tasse a rischio di ridimensionamento, poiché la mancanza di coperture ed il correlato ricorso al bilancio federale presuppone un Congresso molto più coeso di quanto sia attualmente ed un sostegno che potrebbe sfaldarsi ancor più, se davvero si aprisse un procedimento giudiziario a carico del Presidente.
- La debole crescita dell'economia statunitense nel primo trimestre (+1.2%, rivisto al rialzo da 0.7%) è frutto di stagionalità e fattori climatici sfavorevoli, che hanno inibito l'emergere di fenomeni di tutto rilievo quali il risveglio degli investimenti privati (contributo massimo degli ultimi cinque anni alla formazione del reddito), l'accelerazione della produzione industriale (+2.2% annuo, passo record dal 2015), la persistenza del clima di fiducia dei consumatori sui picchi decennali, la pervicace solidità del quadro occupazionale, tutti elementi evocativi di un tessuto macroeconomico oltremodo robusto. Assumiamo, quindi, un forte rimbalzo del reddito (3% circa) nel secondo trimestre, per saggi annui superiori al 2% quest'anno e del 2.7% nel prossimo.
- Per la Fed, il sentiero della policy sembra tracciato nel breve termine, con incorporazione piena di un aumento dei tassi nel FOMC del 14 giugno; la retorica adoperata in queste settimane ha avuto presa sugli investitori, spingendoli ad intravedere la forza del sistema oltre la volatilità corrente. I mercati scontano solo in misura modesta (probabilità 30%) un ulteriore rialzo a settembre, scenario che in questa sede consideriamo invece centrale, in sintonia con le linee-guida tracciate dal Comitato (tre rialzi in tutto nel 2017).

CURVE DI RENDIMENTO

rilevazione del 29/05/2017



RENDIMENTI DECENNALI GOVERNATIVI DAL 2007



Congiuntura e Mercati

- Il ciclo è alto anche nell'Unione Monetaria ove i dati della contabilità nazionale del primo trimestre hanno ribadito un ampio ventaglio di intensità di crescita: 0.8% il PIL in Spagna, 0.6% in Germania, 0.45% in Francia, solo 0.24% in Italia, per un incremento aggregato comunque importante dello 0.5%; gli indici di fiducia ai massimi di sei anni suggeriscono l'estensione dell'impulso espansivo alla restante parte dell'anno, per saggi medi a ridosso del 2% (1.9% quest'anno, 1.8% il prossimo). L'evoluzione dei prezzi è congruente con una fase reflazionistica soggetta ad una certa volatilità, ancora grandemente riconducibile alla componente energetica (inflazione generale 1.9%, core 1.2%). La BCE avvierà nel secondo semestre la discussione sulla normalizzazione della politica monetaria, calibrando i passi di uscita dalla fase emergenziale, ma la variazione della *forward guidance* e l'eliminazione del riferimento ai "tassi bassi per un lungo periodo di tempo" rimarranno con ogni probabilità gli unici mutamenti formali nell'anno. Da gennaio 2018 la BCE ridurrà il ritmo mensile degli acquisti di *asset*, mentre un cambiamento del tasso depo (attualmente -0.4%) è prezzato dal mercato solo dall'estate 2018.

- Il rendimento decennale in \$ ha ripiegato, per ben 25bps in pochi giorni, sino al 2.2%, verso i minimi del 2017; il tasso in €, sgravato dall'incertezza politica francese (Macron Presidente) è passato da 0.45% a 0.30%; il rendimento italiano ha oscillato tra 2.0 e 1.8%, mentre lo spread BTP-Bund in area 170-190. Il Dollar Index che misura il valore rispetto alle maggiori controparti commerciali ha patito l'incertezza politica scendendo ai minimi di sette mesi; l'eurodollaro ha raggiunto e superato 1.12 (picco semestrale) frutto anche dell'incorporazione di una BCE meno accomodante, ma i livelli raggiunti appaiono un po' eccessivi e una fase riflessiva pare adeguata.
- I mercati azionari hanno subito un picco di volatilità intorno alla metà di maggio (Indice VIX ai massimi periodali ed S&P500 ai minimi di un mese) in scia alla turbolenza politica; l'episodio è rientrato, lasciando intatto il favorevole *trend* di fondo, per cui S&P500 di nuovo ai massimi e indici in diffuso guadagno da gennaio. Nasdaq è il mercato migliore negli Stati Uniti (+15%) così come FTSE-MIB italiano (+16%) lo è in Europa (Eurostoxx50 +8%). Pur considerando livelli valutativi molto elevati, confermiamo le indicazioni positive, soprattutto in quelle aree dove la spinta dei fondamentali è alimentata da politiche espansive.

MERCATI AZIONARI DAL 2006

investitore eurobasato – valori pari a 100 dal 2006



BANCA ALETTI
GRUPPO BANCO BPM

EURODOLLARO DAL 2001

