

Congiuntura e Mercati

Economic Research and Markets Strategy

Giugno 2018



Congiuntura e Mercati

- Nell'aggiornamento diffuso alla fine di maggio OCSE, pur confermando l'evoluzione favorevole della congiuntura, ha apportato una limatura alle previsioni di crescita del reddito globale relativamente dall'anno in corso, per effetto dell'incorporazione di rischi che si sono manifestati e che potrebbero ulteriormente influenzare il sistema. In questo contesto, in scia alla lievitazione delle tensioni commerciali, all'aumento dei prezzi petroliferi (WTI oltre 70\$ al barile, massimo dal 2014) ed all'accenuata volatilità dei mercati finanziari, il tasso di incremento del PIL mondiale è stato corretto al 3.8% nel 2018, con conferma al 3.9% per il 2019.
- Si tratta di valori di per sé ragguardevoli, corrispondenti ai tassi di espansione massimi dell'ultimo quinquennio, pertanto evocativi di un tenore ciclico alto; l'erosione del potenziale espansivo fra i principali paesi industrializzati è generalizzata ed evidente ma ha risparmiato gli Stati Uniti, forte della spinta generata dall'espansione fiscale con i suoi indubbi effetti moltiplicativi di breve periodo.
- In effetti, mentre la massima economia mondiale dovrebbe sperimentare un'espansione del prodotto pari al 2.9% quest'anno e al 2.8% nel prossimo (valori invariati rispetto a tre mesi fa), descrivendo così la traiettoria più elevata tra le aree avanzate, Eurozona sperimenterebbe una graduale moderazione dell'impulso espansivo, rallentando dal 2.6% dell'anno passato (massimo decennale) al 2.2% di quello corrente (-0.1), sino al 2.1% nel prossimo (invariato). Il dato aggregato è frutto di correzioni sistematiche per il 2018, con un taglio di tre decimi per la Germania (2.1%), la Francia (1.9%) e la Spagna (2.8%) e di un solo decimo per l'Italia (1.4%); descrive, invece, un quadro più composito per il 2019, ove al taglio per due decimi delle stime sull'Italia (1.1%) e per uno della Germania (2.1%), si affiancano la previsione invariata per la Francia (1.9%) ed un modesto rialzo per la Spagna (2.4%). Confrontando le stime relative al 2017 (picco del ciclo) e al 2019, la perdita di impulso è di quattro decimi per Germania e Francia, cinque per l'Italia e sette per la Spagna.

OECD - CRESCITA GLOBALE

Economic Outlook - Maggio 2018

	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	var.	2019e	var.
	PIL (% a/a)								
CRESCITA GLOBALE	3,3	3,4	3,2	3,2	3,7	3,8	-0,1	3,9	=
ECONOMIE AVANZATE	1,4	1,9	2,1	1,7	2,4	nd		nd	
STATI UNITI	2,2	2,4	2,6	1,5	2,3	2,9	=	2,8	=
EUROZONA	-0,3	0,9	2,0	1,8	2,6	2,2	-0,1	2,1	=
GERMANIA	0,2	1,6	1,5	1,9	2,5	2,1	-0,3	2,1	-0,1
FRANCIA	0,3	0,6	1,3	1,2	2,3	1,9	-0,3	1,9	=
ITALIA	-1,7	-0,3	0,7	0,9	1,6	1,4	-0,1	1,1	-0,2
SPAGNA	-1,2	1,4	3,2	3,3	3,1	2,8	-0,3	2,4	0,1
GIAPPONE	1,6	0,0	1,2	0,9	1,7	1,2	-0,3	1,2	0,1
REGNO UNITO	1,7	3,1	2,2	1,9	1,8	1,4	0,1	1,3	0,2
CANADA	2,0	2,5	0,9	1,4	3,0	2,1	-0,1	2,2	0,2
ECONOMIE EMERGENTI	5,0	4,6	4,1	4,4	4,6	nd		nd	
RUSSIA	1,3	0,7	-3,7	-0,2	1,5	1,8	=	1,5	=
CINA	7,8	7,3	6,9	6,7	6,5	6,7	=	6,4	=
INDIA	6,9	7,2	7,6	7,1	6,6	7,4	0,2	7,5	=
BRASILE	2,7	0,1	-3,8	-3,5	1,0	2,0	-0,2	2,8	0,4
SUDAFRICA	2,2	1,6	1,3	0,3	1,3	1,9	=	2,2	0,1

Differenze rispetto Outlook Mar'18, Spagna rispetto Nov'17

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

INDICATORI DI FIDUCIA – AREE

valori aggregati nei vari paesi per gruppo di appartenenza

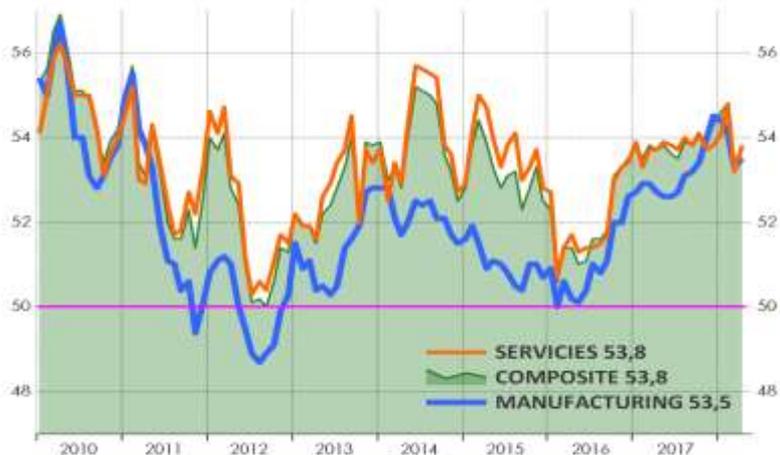


Congiuntura e Mercati

- Fra le aree emergenti, è solo il Brasile a connotarsi per una certa variabilità delle stime, frutto di un ciclo difficile da prevedere in forza del drastico cambio di passo rispetto al precedente triennio, improntato a toni recessivi: mentre la proiezione per il 2018 è tagliata di due decimi ma rimane decisamente ragguardevole (2.0%), quella per il prossimo risulta accresciuta per ben quattro decimi, sino al 2.8%, valore che riporta il tasso di crescita del prodotto del paese sudamericano ai livelli abbandonati nel 2013 (2.7%).
- Per il resto, l'aggregato delle economie di nuova industrializzazione è contrassegnato da stime stabili o in moderato rialzo rispetto allo scorso marzo, per un quadro d'insieme che indica come il gruppo operi complessivamente da stabilizzatore del ciclo globale. Nel dettaglio, gli esperti hanno integralmente confermato le previsioni per la Russia (1.8% nell'anno in corso ed 1.5% nel prossimo) e per la Cina (6.7% quest'anno, 6.4% il prossimo), mentre l'India, già caratterizzata da passo superiore, ha beneficiato di un'ulteriore aumento per il 2018 (7.4%), con conferma di quelle per il 2019 (7.5%).
- Alla fine di maggio, gli sviluppi sul fronte politico hanno dato enfasi ai rischi segnalati. Dalla mezzanotte del 31 maggio, gli Stati Uniti hanno annunciato l'attivazione dei dazi sulle importazioni di acciaio ed alluminio dalla UE, dal Canada e dal Messico; le tariffe sulle due classi merceologiche saranno rispettivamente del 25% e del 10%. Le misure, che pongono fine ad un periodo di sospensione durato due mesi, hanno sollecitato l'immediata reazione dell'Unione, che ha preannunciato contromisure, riaccendendo i timori di una guerra commerciale globale.
- Gli effetti dei provvedimenti annunciati e di quelli presi assommati all'incertezza hanno avuto un primo riscontro nei dati di rallentamento del commercio estero. Per quanto un poco datate, le rilevazioni disponibili in merito al commercio mondiale indicano un passo di crescita in netto rallentamento al 2.1% a marzo su base annua, lontano dal 5.9% di febbraio, massimo dal 2011. La prosecuzione della fase di crescita del reddito globale non è a rischio, ma vi è conferma che calerà la velocità di crociera sostenuta sino alla fine del 2017.

INDICATORI DI FIDUCIA

valori aggregati dei sondaggi per tipo di attività



COMMERCIO INTERNAZIONALE DAL 2012

Tassi tendenziali di crescita – valori puntuali



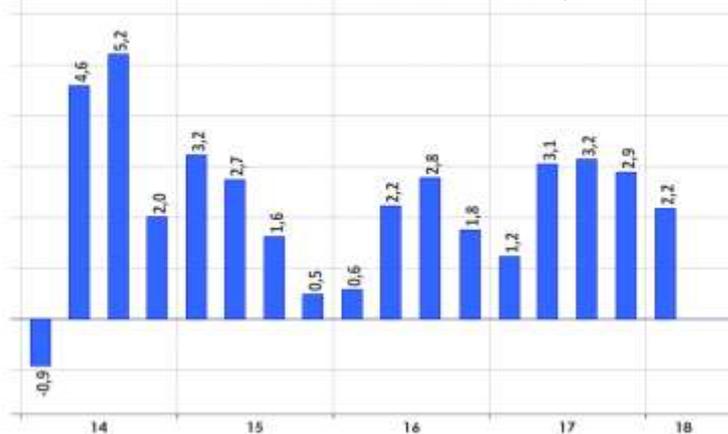
Congiuntura e Mercati

- La moderata frenata dell'economia statunitense nel primo trimestre del 2018, con un aumento del reddito limitato al 2.2%, passo più lento dell'ultimo anno, è stata estemporanea, frutto in gran parte dell'impatto di fattori avversi legati al clima. Il tono alto delle statistiche congiunturali diffuse tra aprile e maggio conferma che sono in essere le condizioni per una rapida accelerazione della crescita già nel secondo trimestre, per il quale formuliamo una stima d'incremento nell'ordine del 3.0-3.4%.
- Il buon andamento delle vendite presso i negozi al dettaglio (+0.3% ad aprile), i livelli elevati del clima di fiducia presso le famiglie, con indicatori persistentemente attestati su massimi pluriennali e soprattutto la straordinaria solidità del mercato del lavoro, con l'ulteriore flessione del tasso di disoccupazione al 3.8%, nuovo minimo degli ultimi diciotto anni, definiscono nell'insieme un quadro compatibile con un deciso rafforzamento del contributo dei consumi privati, sufficiente a sovvertire la debolezza dei primi tre mesi dell'anno (allorquando si è verificato il riassorbimento del picco di domanda che aveva fatto seguito agli uragani nell'autunno 2017).

- L'attività industriale ha 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 manifatturiero che viaggiano sui ritmi massimi di almeno un triennio (intorno al 2%); 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 ai massimi di un anno: 2.5% il dato generale, 2.15% quello core, secondo la rilevazione di aprile. Nella riunione del 2 maggio, la Fed non ha apportato modifiche all'assetto della policy, con tasso sui fondi federali confermato (1.50-1.75%); il mercato prezza quasi pienamente un rialzo da 25bps nel FOMC del 13 giugno (oltre 80%), con le aspettative degli investitori solo lievemente intaccate dal riverbero delle turbolenze finanziarie italiane, ma pur sempre allineate rispetto al posizionamento della banca centrale con tre aumenti complessivi nel 2018 (2.25-2.5% a fine anno). La probabilità di un quarto rialzo entro la fine dell'anno è bassa, ma non nulla.

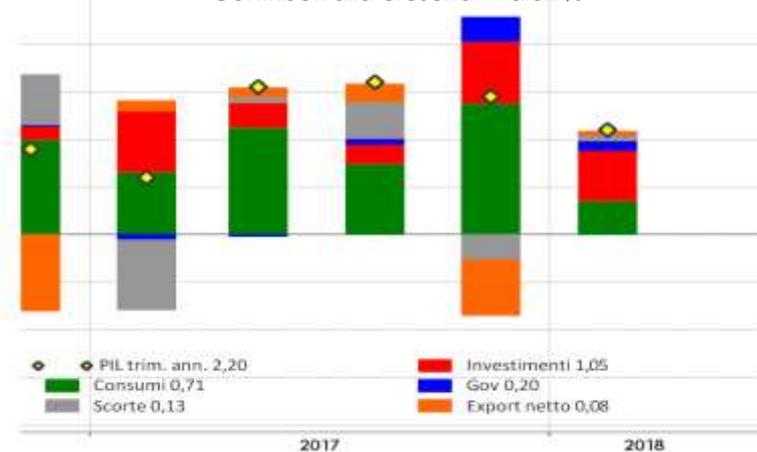
STATI UNITI – PIL Q1-18

tassi trimestrali annualizzati – valori %



STATI UNITI - PIL Q1-18

Contributi alla crescita - valori %



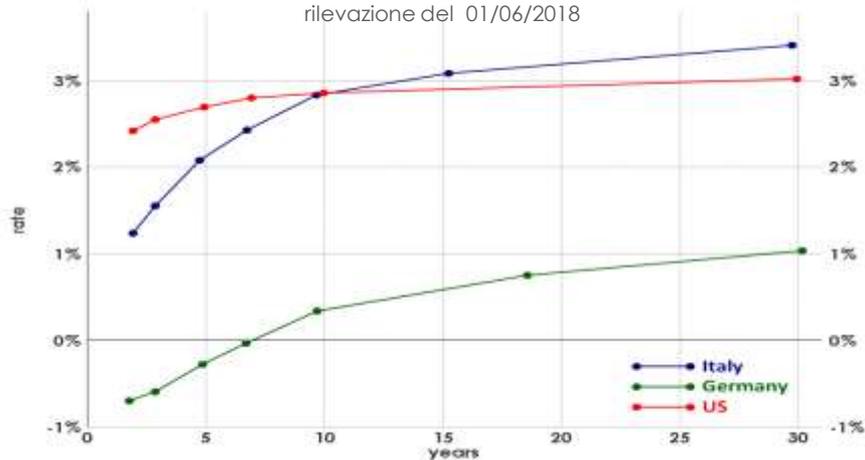
Congiuntura e Mercati

- Nel primo trimestre, il prodotto aggregato di Eurozona è aumentato dello 0.4%, valore che segna una frenata piuttosto marcata rispetto al passo costante dello 0.7%, tenuto dal sistema per quasi tutto l'anno scorso; il saggio tendenziale ha così moderato al 2.5%, cedendo tre decimi rispetto alla rilevazione precedente. La moderazione dell'impulso espansivo ha interessato in modo particolare la Germania (+0.3% da +0.6%) e la Francia (+0.2% da +0.7%), mentre Spagna (+0.7%) ed Italia (+0.3%) hanno confermato il ritmo del periodo precedente.
- Le prime indagini relative al mese di maggio hanno confermato che il processo di inflessione del clima di fiducia relativo ad Eurozona sta proseguendo, per una dinamica che indica piuttosto chiaramente come la fase di colmo del ciclo sia alle spalle. L'indice PMI composito, forse il più importante termometro si è attestato a 54.1, in calo per il quarto mese consecutivo: il valore corrisponde al minimo da novembre 2016 ed indica uno scarto già sufficientemente ampio (quasi cinque punti) dal picco di 58.8 dello scorso gennaio.

- I dati rappresentano il fisiologico assestamento di un sistema che per qualche tempo ha viaggiato oltre il proprio potenziale. Lungo i prossimi mesi la crescita aggregata sarà meno intensa (nostra previsione +2.2% da 2.4% realizzato nel 2017), secondo una tendenza che acquisirà maggiore spessore nel 2019 (crescita tra 1.7% e 2%).
- La dinamica dei prezzi permane insoddisfacente, con inevitabili ripercussioni sulla politica monetaria. Gli ampi rimbalzi dell'inflazione a maggio (+2.2% da 1.6% in Germania, +2.0% da 1.6% in Francia, 1.1% da 0.5% in Italia e 1.9% da 1.2% il dato aggregato di Eurozona) sono frutto di distorsioni di calendario ed hanno natura temporanea. 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, con aumento dei tassi solo a 2019 inoltrato. Sotto questo aspetto, si segnala l'impatto sulle aspettative della turbolenza finanziaria che ha colpito l'Italia a fine maggio: la probabilità di un aumento del tasso dopo a giugno 2019 è crollata dal 70 al 40%, mentre una mossa restrittiva è prezzata ora solo da ottobre.

CURVE DI RENDIMENTO

rilevazione del 01/06/2018



RENDIMENTI DECENNALI GOVERNATIVI DAL 2007



Congiuntura e Mercati

- L'incertezza generata dalla situazione politica italiana ha determinato forti movimenti sui mercati, con episodi di flight to quality per il rischio che il mancato rispetto dei principi comunitari su deficit e debito conducesse a derive sovraniste estreme. Nonostante lo slancio della congiuntura statunitense e le attese restrittive sui tassi, i rendimenti in \$ hanno corretto apprezzabilmente dai picchi di metà maggio (decennale al 3.1%, picco dal 2011 e biennale al 2.6%, massimo dal 2008), scivolando sino a 2.8% e 2.3% rispettivamente. In Europa, la situazione ha prodotto un drastico aumento del premio al rischio sui titoli statali e sul mercato obbligazionario domestico: nell'estensione massima, il tasso decennale è schizzato al 3.15%, picco dal 2014, il differenziale rispetto al bund si è allargato a 320bps, ai massimi dal 2013, mentre il credit default swap Italia ha registrato il massimo di circa cinque anni; queste dinamiche hanno mostrato segni di rientro, con la nascita del nuovo governo. Il rischio Italia può facilmente montare a valenza sistemica per l'intera Eurozona, soprattutto alla luce del graduale disimpegno della BCE dall'azione di sostegno al ciclo, che priverà (anche) il debito italiano della protezione assicurata da un acquirente certo.
- L'aumento dell'avversione al rischio riconducibile all'Italia ha prodotto un effetto complessivamente favorevole al dollaro e penalizzato la moneta europea, pure indebolita da un differenziale congiunturale; i rischi segnalati hanno determinato la discesa dell'euro rispetto a tutte le maggiori controparti. L'eurodollaro è scivolato sino a 1.15, minimo degli ultimi dieci mesi; il rapporto tra euro e franco svizzero ha perforato 1.14, raggiungendo i minimi di quasi otto mesi; quello tra euro e yen ha sfiorato 125, punto più basso di undici mesi. La dinamica potrebbe proseguire, ma si stanno prefigurando condizioni di eccesso che potrebbero saldarsi con la prospettiva del cambio (graduale) d'indirizzo della BCE.
- I principali mercati azionari continuano ad oscillare tra i massimi di inizio anno ed i minimi di febbraio-marzo. Nell'ultimo mese ha prevalso un diffuso recupero degli indici statunitensi (2%-5%), mentre i mercati europei hanno pagato le tensioni italiane, con il FTSEMIB negativo oltre 9% e l'IBEX spagnolo oltre il 4,5% (anche qui crisi e cambio di governo). Una maggiore volatilità resterà tratto dominante, per l'aggiustamento delle aspettative a livelli di inflazione più elevati e relative attese sui tassi. Si conferma giudizio positivo sul comparto, per quanto diminuito rispetto all'anno scorso.

MERCATI AZIONARI DAL 2006

investitore eurobasato – valori pari a 100 dal 2006



EURODOLLARO DAL 2001

