

Congiuntura e Mercati

Economic Research and Markets Strategy

Luglio 2018



Congiuntura e Mercati

- Alla fine del primo semestre, lo stato di salute dell'economia mondiale è ancora decisamente buono, contrassegnato dalla sostanziale tenuta delle proiezioni di crescita del reddito globale formulate dai maggiori previsori internazionali verso livelli coincidenti con i massimi dell'ultimo quinquennio. Il passo del 3.9% segnalato dal FMI ad aprile e dalla Commissione Europea a maggio è solo per un decimo superiore alla più recente stima dell'OCSE (3.8%, giugno), ma in ogni caso quei ritmi tratteggiano un'espansione decisamente solida, al di sopra della media di lungo periodo, pari al 3.7% se calcolata dal 1990.
- Impulsi espansivi ampi e persistenti stanno quindi tuttora alimentando il ciclo globale, ma le indicazioni prospettiche risultano gravate da un carico di incertezza in aumento per via di una serie di rischi che si sono materializzati nel periodo più recente: restrizioni al commercio globale, tensioni in Europa, aumenti dei prezzi petroliferi, volatilità accentuata dei mercati finanziari.
- Se il clima geopolitico internazionale si è in parte disteso, per l'avvicinamento fra le due Coree e i colloqui di pace/denuclearizzazione guidati dagli Stati Uniti (storico l'incontro fra il Presidente Trump e il dittatore nord-coreano Kim Jong-Un), gli investitori hanno invece dovuto confrontarsi con la rottura dell'accordo nucleare Iran – Stati Uniti (rottura unilaterale del solo paese nordamericano), al quale va principalmente ricondotta la lievitazione delle quotazioni petrolifere sino ai massimi da fine 2014.
- Il vertice OPEC tenutosi a Vienna lo scorso 22 giugno, allargato ad altri principali paesi produttori (11 in totale, fra cui Russia, Messico ed Kazakhstan) si è concluso con un'intesa per un incremento dei volumi produttivi fino ad un milione di barili al giorno con effetto a far tempo dal 1 luglio, ma il riverbero calmierante sui prezzi è stato alquanto limitato, per la diffusa percezione che a breve l'allargamento dell'offerta possa essere nell'ordine dei 600mila barili al giorno, un quantitativo non sufficiente a sopperire ai deficit produttivi sopravvenuti

INDICATORI DI FIDUCIA

valori aggregati dei sondaggi per tipo di attività



INDICATORI DI FIDUCIA – AREE

valori aggregati nei vari paesi per gruppo di appartenenza

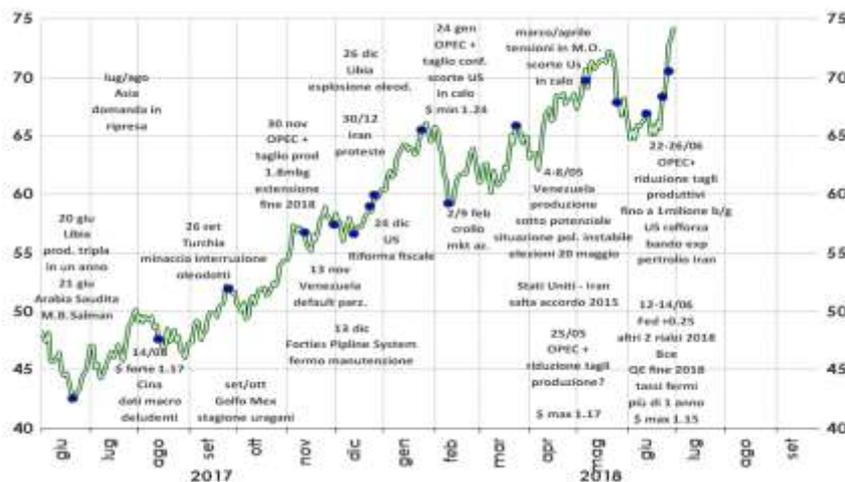


Congiuntura e Mercati

- L'esito finale del vertice, che ha partorito un comunicato ufficiale volutamente generico (si parla di "aumento nominale collettivo", senza alcun riferimento alle quote di competenza di ciascun paese) definisce un fragile punto di equilibrio tra le pressioni di Russia e Arabia Saudita per un rapido aumento della produzione finalizzato a strappare nuove quote di mercato ai concorrenti meno attrezzati e la difesa dello status-quo dei paesi più deboli nell'attuale congiuntura: Venezuela (crisi economica), Nigeria e Libia (contrasti politici e guerra civile), e soprattutto Iran (embargo statunitense). Correntemente, i prezzi del greggio di qualità WTI si mantengono sopra ai 70 \$/barile, su livelli significativamente superiori al dato medio dal 2017 (55.5) e ancor più dal 2015 (50.1), evidenza di uno scarto strutturale rispetto al regime che ha contrassegnato l'ultimo triennio, con ripercussioni potenziali sulle dinamiche dell'economia reale, via una più forte attenzione delle politiche monetarie, una più aggressiva reflazione ed una conseguente moderazione del potere di acquisto delle famiglie.
- L'aspetto più critico montato per intensità nelle ultime settimane inerisce però al rischio di inflessione nel clima di fiducia globale, per effetti di attacchi sistematici al regime di libero scambio. L'annuncio di nuovi provvedimenti restrittivi da parte degli Stati Uniti e misure ritorsive della Cina si è succeduto secondo ritmi serrati, sino a configurare un aumento di scala del fenomeno che accresce la valenza deterrente rispetto alla crescita mondiale.
- Dalla mezzanotte del 31 maggio, gli Stati Uniti hanno annunciato dazi sulle importazioni di acciaio ed alluminio anche dalla UE, dal Canada e dal Messico con tariffe del 25% e del 10%; intorno alla metà di giugno Trump ha preannunciato l'imposizione di una tariffa del 25% su 50 miliardi di beni cinesi che includono tecnologie industrialmente significative; il 19 giugno l'amministrazione statunitense ha ventilato una tariffa del 10% sempre su beni cinesi del valore di 200 miliardi di dollari, innescando un pronto avvertimento di ritorsione da parte di Pechino. Infine, da venerdì 22 giugno sono scattate le contromisure della UE che colpiranno prodotti made in US per circa 2.8 mld di dollari.

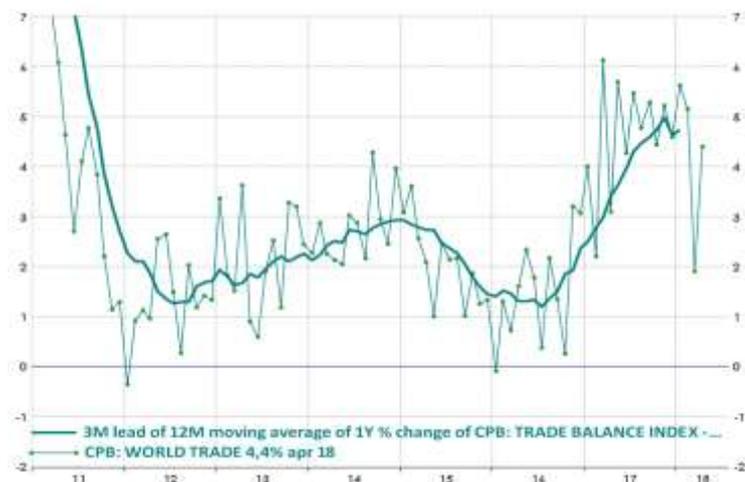
PREZZI PETROLIFERI E PRINCIPALI EVENTI

principali eventi da giugno 2017



COMMERCIO INTERNAZIONALE DAL 2012

Tassi tendenziali di crescita - valori puntuali

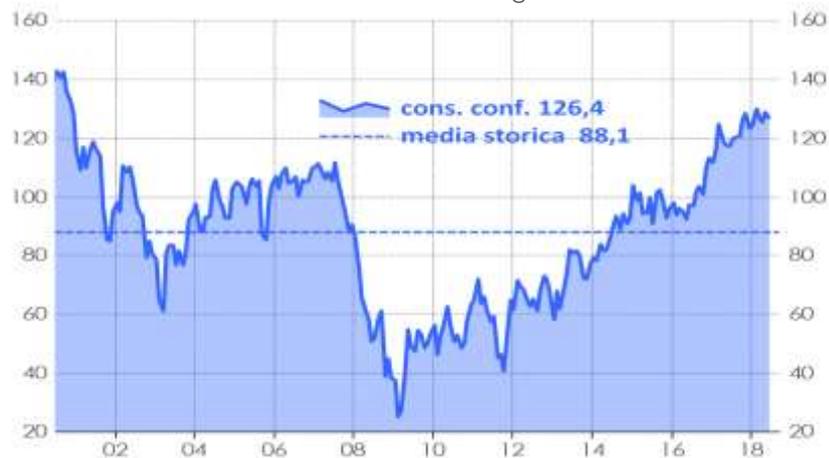


Congiuntura e Mercati

- La prosecuzione della fase di crescita non è a rischio, ma un flusso di statistiche congiunturali inferiori alle aspettative nelle aree avanzate (ad eccezione degli Stati Uniti) come in quelle emergenti e l'evoluzione declinante degli indici qualitativi additano traiettorie espansive meno elevate rispetto a quelle recentemente percorse.
- Negli Stati Uniti, il tono alto delle statistiche congiunturali segnala una accelerazione della crescita già nel secondo trimestre (nostra stima 3.5% da 2% realizzato nel primo trimestre). Il buon andamento delle vendite al dettaglio (+0.8% a maggio), i livelli elevati di fiducia delle famiglie e la solidità del mercato del lavoro (tasso di disoccupazione al 3.8%, minimo di quarantacinque anni), definiscono un quadro compatibile con un deciso rafforzamento dell'attività economica; le pressioni sui prezzi sono aumentate ed il tasso tendenziale di inflazione ha raggiunto a maggio i massimi di sei anni (2.8%). Nella riunione del 13 giugno, la Fed ha aumentato il costo del denaro per la seconda volta nel corso dell'anno, portandolo all'interno del range 1.75-2.0% (massimo dal 2008); si tratta del settimo rialzo dall'avvio della fase di normalizzazione della politica monetaria nel tardo 2015.
- Le proiezioni mediane dei membri del FOMC segnalano l'aumento da tre a quattro del numero di rialzi dei tassi complessivamente previsti nel corso dell'anno, con tre ulteriori incrementi nel 2019 (come già a marzo) ed infine uno nel 2020 (uno in meno). Sulla base di queste proiezioni, che lasciano di fatto invariato il punto di arrivo finale della stretta monetaria, la banca centrale avrebbe correntemente cominato al sistema poco più della metà della restrizione prevista. Il comunicato finale che ha accompagnato la decisione si è rivelato particolarmente sintetico, privo di quei riferimenti che precedentemente costituivano nell'insieme una sorta di "forward guidance": in particolare è stata soppressa l'indicazione che "i tassi rimarranno per un certo tempo sotto i livelli prevalenti nel lungo periodo", a segnalare il progressivo avvicinamento ad un'area di neutralità. Powell ha però annunciato che dal 2019 il numero delle conferenze stampa raddoppierà, passando da quattro ad otto (una per ogni riunione), in una sorta di bilanciamento tra una comunicazione più tempestiva, ma probabilmente meno segnaletica.

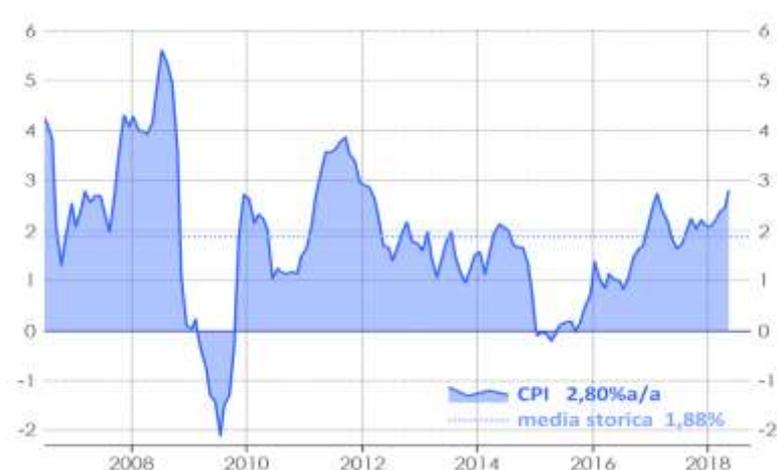
FIDUCIA DEI CONSUMATORI

Conference Board – indice generale



INDICE D'INFLAZIONE GENERALE

variazione tendenziale

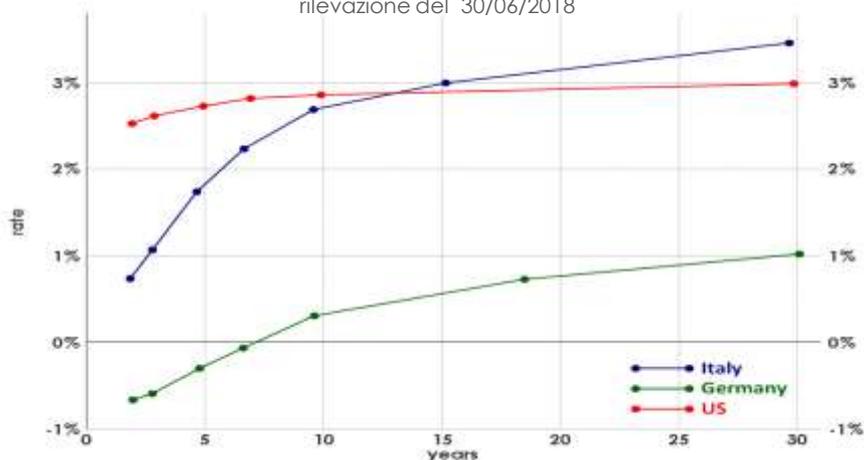


Congiuntura e Mercati

- Le risultanze dell'indagine PMI per il mese di giugno hanno offerto le prime indicazioni di stabilizzazione della crescita nell'Eurozona, segnalando quantomeno una pausa nella dinamica in riduzione dell'impulso espansivo che ha contrassegnato la prima parte dell'anno: l'indice composito per l'Unione è salito a 54.8 da 54.1, primo incremento da gennaio; il rafforzamento deriva tuttavia dal comparto dei servizi, mentre il manifatturiero ha perso ancora terreno. Per quanto favorevoli, questi dati non cancellano la prospettiva di una crescita meno forte e solida rispetto all'anno passato, soprattutto alla luce dell'evoluzione delle decisioni americane sui dazi (e delle risposte ritorsive fornite), e delle fibrillazioni politiche: questione migranti, riforma della governance ed incertezza sull'Italia. L'inflazione ha mostrato una ripresa generalizzata nelle rilevazioni per i mesi di maggio (1.9%) e giugno (2.0%), ma rimane modesta a livello core (1.0%). Valori vicini agli obiettivi della BCE non rappresentano tuttavia evidenza sostanziale di un definitivo conseguimento della stabilità dei prezzi, dal momento che le ultime letture sono in parte riconducibili ad effetti di raffronto destinati a moderare, mentre le pressioni più strutturali derivanti dal ciclo sono ancora modeste.
- La riunione della BCE del 14 giugno ha avuto conclusioni non scontate. La banca centrale ha ufficializzato la data di fine del QE spostandola avanti di tre mesi (dicembre 2018); rispetto al termine precedente, è stato definito un "tapering", via acquisti per importo dimezzato rispetto a quelli correnti, pari a 15 miliardi al mese e poi il mantenimento del valore dell'attivo di bilancio raggiunto. Una seconda modifica di rilievo ha riguardato la forward guidance: i tassi verranno mantenuti agli attuali livelli (refi a zero, dopo -0.4%) almeno fino a tutta l'estate del 2019, per una decisione che ha ovviamente impattato sulle attese del mercato: la probabilità di un aumento del tasso ufficiale a luglio dell'anno venturo entro il (basso valore) del 30% ha abbassato rendimenti e tasso di cambio dell'euro, una reazione per certi versi contraria al segnale di modifica in senso meno espansivo dell'assetto di politica monetaria (per quanto non immediato).
- A giugno, la banca centrale inglese ha lasciato invariato l'assetto della policy, confermando allo 0.5% il tasso ufficiale, tuttavia tre membri (uno in più rispetto alle riunioni precedenti), hanno votato in favore di una stretta immediata. Nonostante le incognite della Brexit, il mercato si attende un aumento ad agosto.

CURVE DI RENDIMENTO

rilevazione del 30/06/2018



RENDIMENTI DECENNALI GOVERNATIVI DAL 2007



Congiuntura e Mercati

- L'incertezza generata dalla situazione politica italiana si è ridotta, ma non spenta; resta evidente che 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. In questo quadro, gli investitori hanno continuato a richiedere un premio per la detenzione di obbligazioni domestiche (tasso decennale 2.86%, biennale 0.97%) proprio mentre le maggiori incognite sulle prospettive europee imponevano flessioni ai rendimenti della carta core (0.3% e -0.7% rispettivamente, minimi di un mese per i titoli tedeschi di pari scadenza), per uno spread a dieci anni in allargamento oltre 250bps. Flussi di marca assicurativa hanno interessato anche il Tesoro US, con il decennale in area 2.8%, 30bps al di sotto dei massimi di fine maggio, ed il biennale a 2.5%, circa 10bps in meno rispetto al picco post-rialzo Fed.
- Il rischio Italia e l'incertezza politica in Germania sulla questione migranti, con il ministro dell'interno Seehofer a minacciare la tenuta del governo, hanno indotto nuova debolezza all'euro. La valuta comunitaria, già fiaccato dal differenziale ciclico negativo ri-

spetto agli USA, ha raggiunto 1.15 sul dollaro (minimi di 11 mesi). Deboli le divise legate al commercio internazionale, in scia alle tensioni, con il dollaro canadese, australiano e neozelandese ai minimi di due anni rispetto al \$ US; lo yuan cinese, ha raggiunto i minimi di sei mesi, anche a motivo di una politica monetaria più rilassata.

- L'aumento dei tassi in dollari, una più forte avversione al rischio e qualche paese con criticità specifiche sono alla base di un significativo aumento dei rendimenti obbligazionari: l'indice delle emissioni Emergenti in euro è aumentato oltre 5% (massimi dal 2014); l'indice relativo a società con profilo rischio/rendimento più elevato (*high yield*) si è attestato a fine giugno in area 3.8% (picco da aprile 2017); anche l'indice relativo alle società più solide (*investment grade*) è salito in termini di rendimento a 1.05% (max oltre due anni).
- I principali mercati azionari hanno subito flessioni nell'ultimo mese, per il risk-off prevalente; tra gli indici peggiori il DAX tedesco, in calo per quattro punti percentuali, ai minimi da aprile. Una maggiore volatilità resterà tratto dominante, in scia al protezionismo montante ed all'azione più o meno restrittiva delle banche centrali. Si conferma giudizio positivo sul comparto, per quanto diminuito.

MERCATI AZIONARI DAL 2006

investitore eurobasato – valori pari a 100 dal 2006



EURODOLLARO DAL 2001

