

# Congiuntura e Mercati

Economic Research and Markets Strategy

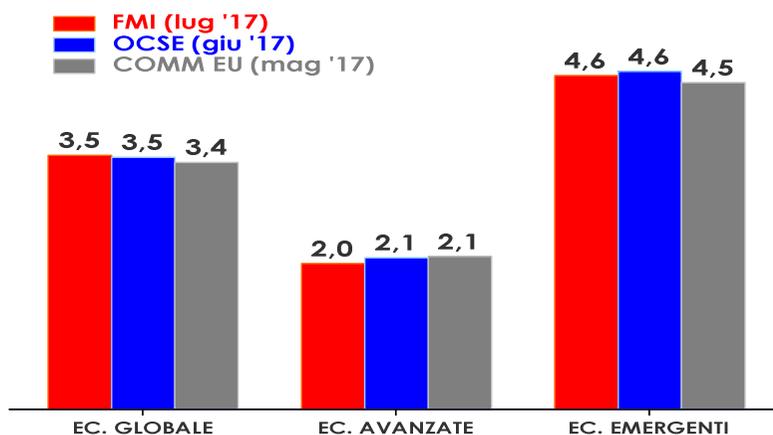
Agosto 2017



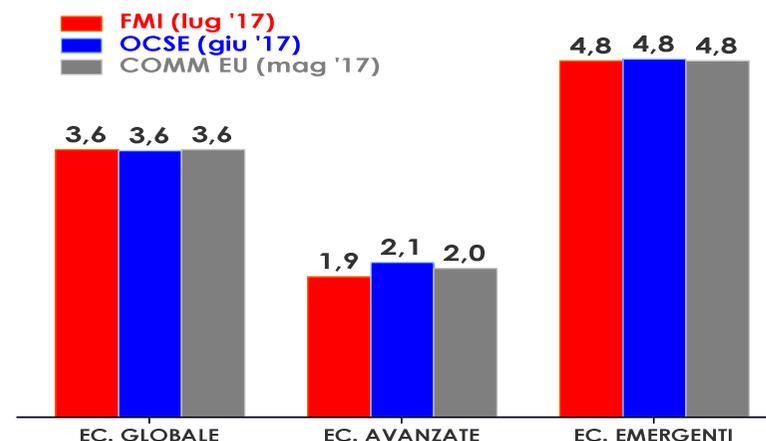
# Congiuntura e Mercati

- Il rapporto di previsione diffuso a luglio dal FMI traccia un'evoluzione conservativa della congiuntura macroeconomica rispetto al quadro elaborato ad aprile; la stima di crescita del reddito globale per il 2017 è stata infatti confermata al 3.5%, come pure è rimasta invariata al 3.6% quella per il 2018. Un profilo siffatto attribuisce all'economia mondiale il massimo tasso di espansione dell'ultimo quinquennio ed indica per l'anno in corso una performance per tre decimi superiore a quella realizzata l'anno scorso (3.2%), in linea con le indicazioni favorevoli espresse dagli altri maggiori esperti internazionali.
- Confrontando 2016 e 2017, in effetti, il FMI segnala un'accelerazione della crescita nella misura di tre decimi tanto per le economie avanzate, quanto per quelle emergenti. Per le prime, si ipotizza un aumento del prodotto del 2.0% (dato invariato da aprile); per le seconde, del 4.6% (+0.1). Con riferimento al 2018, le traiettorie tendono a differire, cosicché i paesi di nuova industrializzazione accelerano ulteriormente al 4.8% (invariato), mentre quelli progrediti frenano all'1.9% (-0.1).
- Fra le economie maggiormente avanzate, si registra una significativa ridefinizione delle traiettorie di crescita per gli Stati Uniti e per Eurozona, avvicinando quest'ultima al primo sistema, nell'intorno del 2%. Mentre, infatti, i primi subiscono un'apprezzabile decurtazione per sei decimi complessivi sull'arco del biennio (-0.2 nel 2017 al 2.1%, -0.4 nel 2018 ancora al 2.1%), le stime per l'UME beneficiano di una revisione migliorativa per tre decimi totali, rispetto a quanto segnalato in precedenza, ed indicano un'espansione del reddito aggregato dell'1.9% (+0.2) quest'anno e dell'1.7% (+0.1) nel prossimo.
- Secondo i nuovi dati, dunque, lo scarto tra le previsioni fra le due aree ammonta ora solamente a due decimi di punto, mentre risultava di otto ad aprile; per il 2018 è di quattro decimi, a fronte dei nove precedenti. Sia Stati Uniti che Eurozona, in ogni caso, accelerano rispetto a quanto fatto nel 2016, quando la crescita era stata dell'1.6% (quindi cinque decimi in più) e dell'1,8% (un decimo in più) rispettivamente

**Previsioni di crescita 2017**  
confronto FMI, OCSE e Commissione



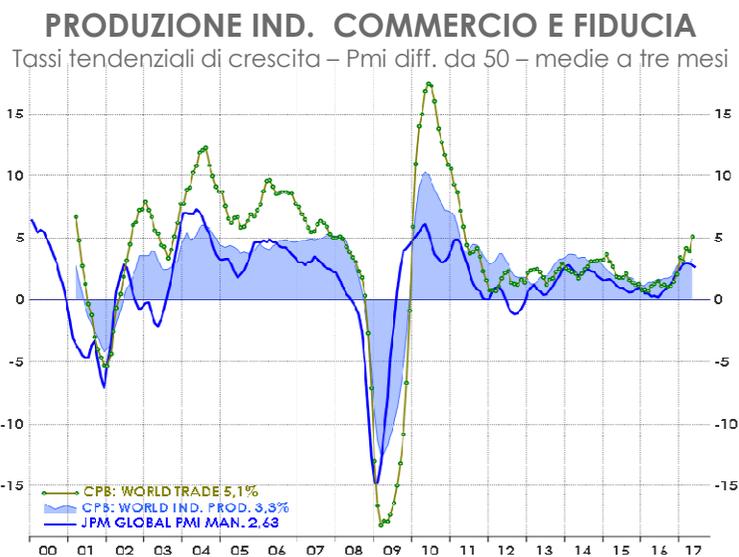
**Previsioni di crescita 2018**  
confronto FMI, OCSE e Commissione



# Congiuntura e Mercati

- Il miglioramento delle proiezioni di crescita è tratto saliente e generalizzato all'interno dell'UME, che beneficia di un ciclo divenuto progressivamente più forte, di condizioni finanziarie assolutamente accomodanti, grazie alla persistente azione di sostegno esercitata dalla banca centrale e di una cornice politico-istituzionale ben più salda che in passato, dopo l'affermazione di Macron in Francia; tutte le maggiori economie sono state interessate da aumenti delle stime da parte degli esperti del FMI, tanto per l'anno in corso, quanto per il prossimo. Il fenomeno investe in misura particolare l'Italia, che guadagna ben sette decimi complessivi nel biennio, distribuiti tra 2017 (1.3%, +0.5) e 2018 (1.0%, +0.2), e la Spagna, con otto decimi in più (cinque nel 2017 al 3.1%, tre nel 2018 al 2.4%). Seppure in forme più blande, la revisione positiva riguarda anche le due economie maggiori: per la Germania ci sono tre decimi in più (+0.2 nel 2017 all'1.8%; +0.1 nel 2018 all'1.6%), mentre per la Francia l'aumento totale è di due decimi (+0.1 nel 2017 dall'1.5%; +0.1 nel 2018 dall'1.7%).

- Per quanto concerne le aree emergenti, le prospettive macroeconomiche sono largamente favorevoli e contrassegnate da evidenti segnali di accelerazione. In particolare, tale tendenza riguarda specificamente la Russia, che è attesa sovvertire la condizione recessiva ancora presente nel 2016 (anno in cui il prodotto si è contratto per due decimi di punto), per addivenire invece ad una crescita positiva del reddito fissata all'1.4% nell'anno in corso e nel prossimo (dati invariati rispetto ad aprile). Per il Brasile, pure viene postulata la fuoriuscita dalla condizione recessiva, ma con minore impulso (solo +0.3% nel 2017, +0.1) e con un consistente rallentamento delle proiezioni di crescita per l'anno venturo rispetto a quanto indicato nel precedente rapporto (ben quattro decimi in meno per il 2018, all'1.3%). L'India vede integralmente confermate le stime precedenti, che decretano fra i BRICS, il ritmo superiore di sviluppo (7.2% nel 2017 e 7.7% nel 2018), mentre la Cina può vantare un miglioramento delle previsioni nel biennio, con un decimo in più nel 2017 al 6.7% e due decimi in più nel 2018 al 6.4%.



## FMI – CRESCITA GLOBALE

Variazioni medie annue – WEO Update, Luglio 2017

	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	diff.	2018e	diff.	
	PIL (% a/a)									
<b>CRESCITA GLOBALE</b>	3.4	3.3	3.4	3.4	3.2	<b>3.5</b>	0.0	<b>3.6</b>	0.0	
<b>ECONOMIE AVANZATE</b>	1.2	1.4	1.9	2.1	1.7	<b>2.0</b>	0.0	<b>1.9</b>	-0.1	
STATI UNITI	2.3	2.2	2.4	2.6	1.6	<b>2.1</b>	-0.2	<b>2.1</b>	-0.4	
EUROZONA	-0.8	-0.3	0.9	2.0	1.8	<b>1.9</b>	0.2	<b>1.7</b>	0.1	
GERMANIA	0.7	0.2	1.6	1.5	1.8	<b>1.8</b>	0.2	<b>1.6</b>	0.1	
FRANCIA	0.0	0.3	0.6	1.1	1.2	<b>1.5</b>	0.1	<b>1.7</b>	0.1	
ITALIA	-2.4	-1.7	-0.3	0.8	0.9	<b>1.3</b>	0.5	<b>1.0</b>	0.2	
SPAGNA	-1.6	-1.2	1.4	3.2	3.2	<b>3.1</b>	0.5	<b>2.4</b>	0.3	
GIAPPONE	1.5	1.6	0.0	1.1	1.0	<b>1.3</b>	0.1	<b>0.6</b>	0.0	
REGNO UNITO	0.3	1.7	3.1	2.2	1.8	<b>1.7</b>	-0.3	<b>1.5</b>	0.0	
CANADA	1.7	2.0	2.5	0.9	1.5	<b>2.5</b>	0.6	<b>1.9</b>	-0.1	
<b>ECONOMIE EMERGENTI</b>	5.1	5.0	4.6	4.3	4.3	<b>4.6</b>	0.1	<b>4.8</b>	0.0	
RUSSIA	3.4	1.3	0.7	-2.8	-0.2	<b>1.4</b>	0.0	<b>1.4</b>	0.0	
CINA	7.7	7.8	7.3	6.9	6.7	<b>6.7</b>	0.1	<b>6.4</b>	0.2	
INDIA	4.7	6.9	7.2	8.0	7.1	<b>7.2</b>	0.0	<b>7.7</b>	0.0	
BRASILE	1.0	2.7	0.1	-3.8	-3.6	<b>0.3</b>	0.1	<b>1.3</b>	-0.4	
MESSICO	4.0	1.4	2.2	2.6	2.3	<b>1.9</b>	0.2	<b>2.0</b>	0.0	
SUDAFRICA	2.5	2.2	1.6	1.3	0.3	<b>1.0</b>	0.2	<b>1.2</b>	-0.4	

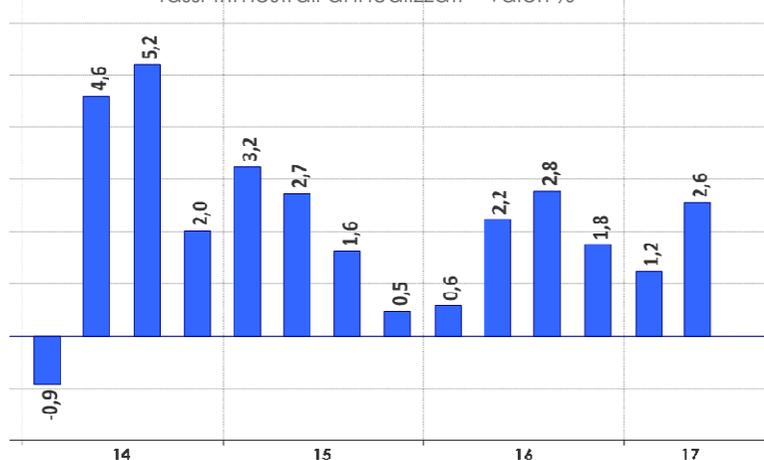
Raffronti rispetto WEO Outlook Apr'17

# Congiuntura e Mercati

- Negli Stati Uniti, la stima preliminare del PIL del secondo trimestre ha validato le attese di ri-accelerazione della crescita dopo la frenata dei primi tre mesi dell'anno (+1.2%), dovuta a fattori transitori: il reddito è aumentato infatti del 2.6% annualizzato, beneficiando di un ampio contributo dei consumi privati (+1.9%) e di apporti più moderati da parte degli investimenti (+0.4%), della spesa pubblica (+0.1%) e del commercio estero (+0.2%); le scorte hanno generato contributo nullo. Su base annua, il tasso di crescita è stato pari al 2.1%, in lieve accelerazione dal 2% precedente.
- I parametri macroeconomici fondamentali sono robusti: la produzione industriale, che registra variazioni congiunturali positive ormai da cinque mesi consecutivi, si è definitivamente lasciata alle spalle la fase critica del passato biennio e registra un ragguardevole passo di crescita annuo del 2%, massimo dal 2015; la fiducia delle imprese rimane su livelli decisamente elevati, con l'indice ISM manifatturiero ai picchi degli ultimi tre anni; l'occupazione continua a crescere (oltre un milione di nuovi posti di lavoro nel primo semestre, per una media di 180mila al mese), per un tasso di disoccupazione al 4.4%, ai minimi dal 2007; la domanda interna è vigorosa e rimane il motore centrale della ripresa.
- L'esito del FOMC del 26 luglio è stato interlocutorio: la Fed, che ha già alzato per due volte il costo del denaro nel corso del 2017 (un quarto di punto a marzo e a giugno, sino all'attuale range 1-1.25%) ha lasciato invariato i parametri di policy e posto un accento sulla più modesta reflazione del sistema, ribadendo però piena fiducia nella convergenza dei prezzi al target nel medio termine. Il Comitato ha inoltre ribadito che "presto" dovrebbe attivarsi la riduzione dell'attivo delle bilancio: una quota progressivamente crescente di titoli in maturazione non verrà più reinvestita.
- Il quadro rimane congruente con la prosecuzione della manovra graduale sui tassi; confermiamo quindi l'assunzione di un ulteriore aumento del costo del denaro in corso d'anno. La prospettiva non appare condivisa dai mercati, che accreditano la mossa di una probabilità praticamente nulla tra settembre (6%) e novembre (10%) ed ancora ampiamente inferiore alla soglia del 50% a dicembre. In questa valutazione hanno peso le incertezze mostrate dalla nuova Amministrazione nell'approntare il programma economico ed il coinvolgimento di persone dell'entourage del Presidente Trump nello scandalo di rapporti collusivi con la Russia atti a favorirlo durante la campagna elettorale presidenziale.

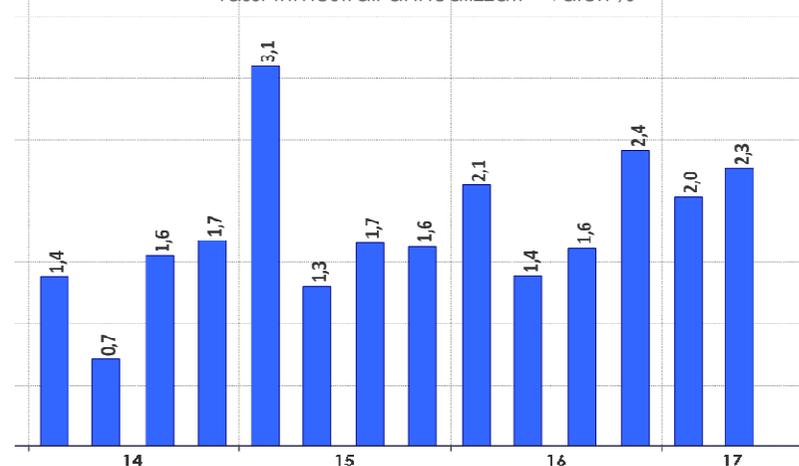
**USA – PIL 1° TRIMESTRE 2017**

tassi trimestrali annualizzati – valori %



**UME – PIL 1° TRIMESTRE 2017**

tassi trimestrali annualizzati – valori %



\* ois, overnight indexed swap

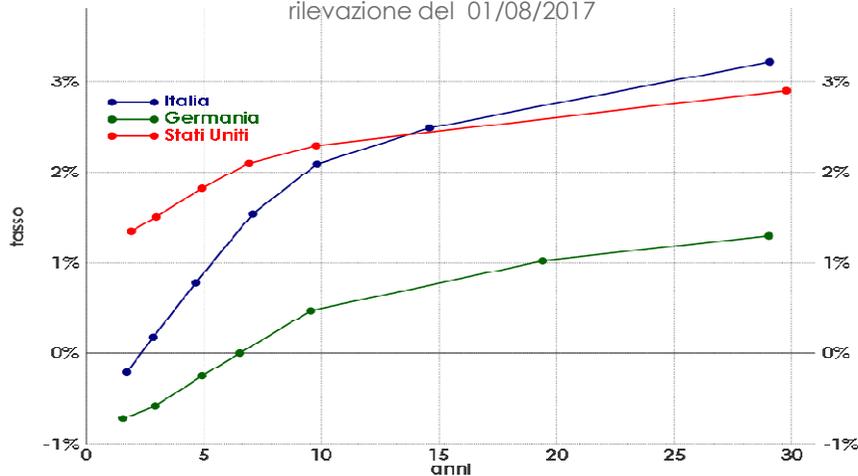
# Congiuntura e Mercati

- Eurozona sta sperimentando una significativa accelerazione congiunturale, che la porterà nell'anno corrente a realizzare una performance prossima a quella dell'economia statunitense (intorno al 2%). Il PIL del secondo trimestre (+0.6%) segnala un ritmo di crescita ancora vigoroso, superiore per un decimo a quello sperimentato nei primi tre mesi dell'anno, per un tasso tendenziale pari al 2.1%. La Francia è cresciuta dello 0.5% tra aprile e giugno, come nei primi tre mesi dell'anno, per un tasso tendenziale in forte accelerazione a 1.8%, massimo dal 2011; la Spagna dello 0.9%, un decimo in più rispetto al primo trimestre, per un incremento annuo del 3.1%, sovrabbondante rispetto alle altre economie dell'area. Germania e Italia non hanno ancora diffuso i dati.
- Il clima di fiducia nell'Unione rimane straordinariamente elevato, con molteplici indicatori di sentiment attestati su massimi pluriennali, segnale che l'impulso espansivo si trasmetterà efficacemente anche nella seconda parte dell'anno. Tuttavia, il modesto livello dei prezzi (1.3% il tasso generale di inflazione, 1.2 % quello core) indica che il ciclo non è forte abbastanza, imponendo alla banca centrale la massima cautela nelle valutazioni di uscita dalla fase emergenziale.

- Nella riunione del 20 luglio, la BCE ha colto nei toni del comunicato finale il deciso miglioramento della condizione macroeconomica nell'Eurozona, ma ha bilanciato il rilievo sottolineando le prospettive ancora incerte dei prezzi ed i rischi provenienti dallo scenario internazionale, tracciando in tal modo un quadro congruente al mantenimento dell'orientamento massimamente accomodante di politica monetaria. La banca centrale è impegnata in un'attenta azione di calibratura della retorica impiegata al fine di evitare interpretazioni troppo restrittive da parte dei mercati: di qui l'accento posto sul fatto che non vi è stata sinora discussione formale sulle modalità di conclusione del programma di QE ed il rimando all'autunno dell'avvio di un dibattito effettivo in tal senso. In ogni caso, il bias della politica monetaria rimane formalmente espansivo, dal momento che nel comunicato ufficiale resta attivo il riferimento ai "tassi bassi ancora a lungo"; lo scorso 8 giugno era stata invece esclusa la possibilità di avere tassi "ancora più bassi". Il mercato prezza un rialzo del tasso di deposito con probabilità significativa verso l'autunno del 2018.

## CURVE DI RENDIMENTO

rilevazione del 01/08/2017



## RENDIMENTI DECENNALI GOVERNATIVI DAL 2007



# Congiuntura e Mercati

- L'indice relativo alle emissioni in euro dei mercati emergenti ha corretto dai massimi di inizio luglio (2.8%) tornando in area 2.6%. Per quanto concerne il comparto obbligazionario non-governativo in euro, l'indice relativo a società con profilo rischio/rendimento più elevato (*high yield*) ha ulteriormente aggiornato i minimi assoluti, in area 3.20%, mentre quello che raggruppa le società più solide, con *rating* maggiore (*investment grade*) è rimasto relativamente stabile su quote modeste, con tassi intorno allo 0.9%.
- I rendimenti obbligazionari governativi in dollari (2.3% il decennale, 1.4% il biennale) sono un poco più bassi rispetto ai livelli vigenti ad inizio luglio ma restano superiori ai minimi di giugno, quando erano massime le incognite sulle prospettive della congiuntura statunitense; quelli in euro, invece, hanno scalato sulle quote massime da inizio 2016, con il tasso sul Bund a 0.6%, più che doppio rispetto ai valori del mese scorso. Anche i rendimenti della carta decennale italiana sono scesi sull'arco dell'ultimo mese, avvicinandosi al 2% dal 2.3% di inizio luglio, segnale di una condizione finanziaria relativamente distesa, confermata da uno spread tra 150-160bps.

- La prospettiva di una BCE meno espansiva nel 2018 ed il raffreddamento delle attese relative alla Fed, hanno generato una protratta fase di apprezzamento dell'euro, che in avvio di agosto ha sfondato quota 1.18 contro dollaro (massimo 1.1846), sui massimi dall'inizio del 2015. La dinamica di rialzo davvero prepotente potrebbe favorire qualche correzione, ma tra il 2018 ed il 2019, quando la BCE arriverà presumibilmente a toccare il costo del denaro, la moneta europea è destinata a rafforzarsi ulteriormente, con obiettivo l'area tra 1.20 e 1.25.
- Nel mese di luglio, i mercati azionari statunitensi hanno esteso la fase espansiva, che li ha portati a segnare nuovi massimi assoluti; quelli europei, invece, hanno pagato l'attesa (non giustificata in tempi brevi) di manovre di segno restrittivo della BCE, registrando correzioni in qualche caso apprezzabili; più di tutti ha sofferto il DAX tedesco, sceso sino ai minimi dallo scorso mese di aprile, anche per il rafforzamento dell'euro. L'indice italiano si è mosso invece mantenendo tendenza al rialzo, sostenuto dal settore bancario. Confermiamo il giudizio favorevole sul comparto, soprattutto in quelle aree dove la spinta dei fondamentali è alimentata da politiche espansive.

