

Congiuntura e Mercati

Economic Research and Markets Strategy

Settembre 2017

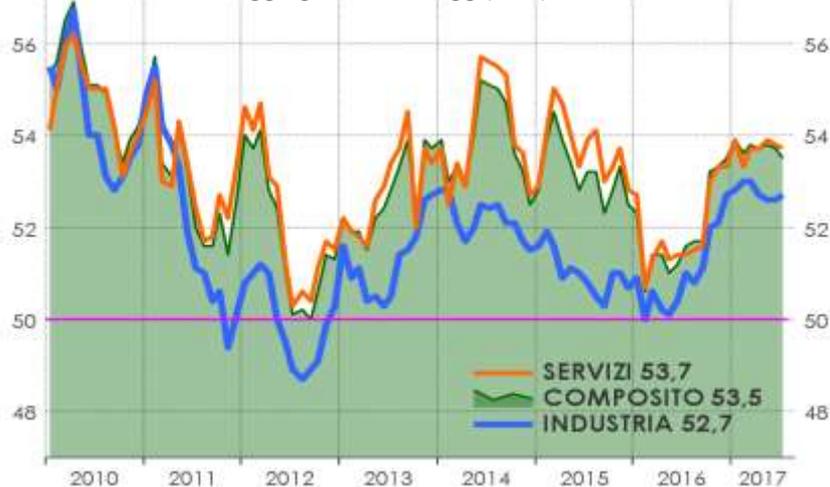


Congiuntura e Mercati

- I segnali di forza della congiuntura hanno trovato conferma in estate, interessando l'intero spettro delle economie avanzate e larga parte di quelle emergenti. La vivacità degli indicatori congiunturali appare congruente con una fase espansiva solida, che procede secondo ritmi mai così alti dall'inizio della crisi finanziaria; le indicazioni fornite dal FMI, che nel rapporto previsionale di luglio hanno prospettato per l'anno in corso un aumento del reddito globale pari al 3.5%, sono soggette correntemente a qualche rischio di revisione al rialzo.
- Il commercio internazionale, che aveva significativamente zavorrato la ripresa nell'anno passato, rasentando la stagnazione, ha percorso una traiettoria di crescita superiore alle attese, registrando incrementi tendenziali superiori al 5%, mai così elevati dal 2011. Al contempo, la produzione industriale (indice aggregato globale) ha accelerato vigorosamente, conseguendo saggi di sviluppo superiori al 3% in ragione d'anno, che risultano più che doppi rispetto ai valori medi prevalenti nel 2016.
- Un grado di fiducia davvero elevato ha accompagnato la crescita delle variabili reali, definendo la spendibilità dell'impulso espansivo su un orizzonte allargato. Gli indicatori di sentiment globale denotano assetto congruente con livelli elevati dell'attività economica (PMI composito 53.5, ben al di sopra della quota critica 50), con accenti di più marcata positività tra le aree progredite (PMI 55), rispetto a quelle di nuova industrializzazione (50.4).
- Seppure con declinazioni diverse fra paesi, in effetti, il concorso di politiche economiche espansive, condizioni finanziarie favorevoli, consolidamento del mercato del lavoro ha prodotto tra le prime stati di crescita piuttosto generalizzati; in particolare per l'Unione Monetaria, ove l'esito delle elezioni francesi ha chiuso una fase politica grandemente incerta, contribuendo al rilascio più convinto di impulsi espansivi che hanno determinato un cospicuo miglioramento del tenore economico nell'area: nel secondo trimestre, il reddito aggregato è cresciuto del 2.5% in termini annualizzati, maggiore intensità di sviluppo in più di due anni.

INDICATORI DI FIDUCIA

valori aggregati dei sondaggi per tipo di attività



INDICATORI DI FIDUCIA – IMPRESE INDUSTRIALI

valori aggregati nei vari paesi per gruppo di appartenenza



Congiuntura e Mercati

- Grazie al superiore apporto di Eurozona, il ciclo mondiale ha potuto rinsaldarsi, al di là di un certo ridimensionamento delle attese relative agli Stati Uniti. La massima economia mondiale seguirà a beneficiare della spinta derivante dalla solidità dei parametri congiunturali, ma ben difficilmente potrà giovare di quel vigore espansivo che lo scenario delineato nell'immediato periodo post-elettorale lasciava presumere. Pur largamente positiva (2.2% nel 2017, 2.5% nel 2018), l'evoluzione a breve che prospettiamo per il sistema, a fronte della deludente performance dell'Amministrazione Trump è quindi di tipo "inerziale", priva di quella spinta che la potente riforma fiscale ed il milionario piano di spesa avrebbero dovuto assicurare, almeno a partire dal secondo semestre.
- Gli esiti del ciclo restano invece ben più differenziati nel gruppo dei paesi emergenti, poiché il traino di una congiuntura in ascesa ha agito in contesti macroeconomici profondamente diversi, che spaziavano dalle dinamiche recessive ancora persistenti in Russia e Brasile, al ristagno del Sudafrica, sino alla conclamata dinamica di crescita dell'India e al consolidamento dell'economia cinese.
- In Brasile (-3.6% il PIL nel 2016), gli scandali politici che hanno coinvolto il presidente Temer indebolendo l'attività di governo, minacciano di spegnere i segnali di ripresa che frammentariamente si colgono nel sistema, rallentando ancora la crescita del reddito aggregato (+0.3% la proiezione FMI per il 2017); in Russia, una consistente revisione migliorativa dei dati storici ha elevato il consuntivo dell'anno passato (ora -0.2%) e posto le basi per un deciso rafforzamento del ciclo nell'anno in corso (+1.4%), tra ripartenza dei consumi e degli investimenti e diffusi aumenti degli indicatori di fiducia; in Sudafrica (+0.3% nel 2016), dove persiste una situazione politica critica a causa del controverso presidente Zuma, la recessione tecnica sancita dalla doppia contrazione del prodotto totale allo scavalco d'anno ha segnato un quadro connotato da estrema debolezza, per una crescita non superiore all'1% nell'anno in corso; Cina e India mantengono passo superiore (6.7% e 7.2% rispettivamente nell'anno), ma la persistenza di taluni squilibri rende più di un'incertezza a questa evoluzione positiva, condizione non sufficiente per la convergenza dei cicli e di uno sviluppo più armonico.

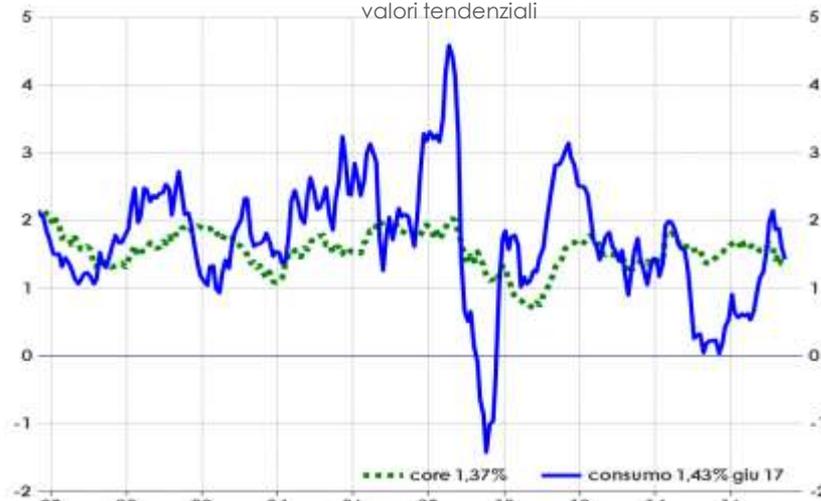
PRODUZIONE IND. COMMERCIO E FIDUCIA

Tassi tendenziali di crescita – Pmi diff. da 50 – medie a tre mesi



G7 – PREZZI GENERALI E CORE

valori tendenziali

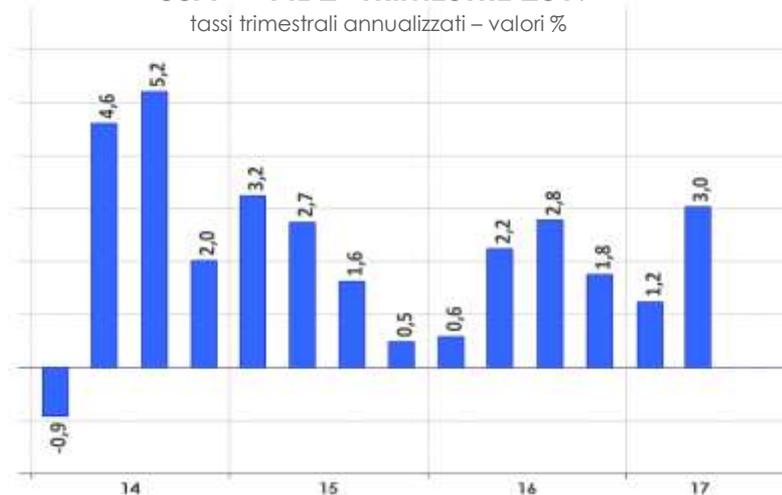


Congiuntura e Mercati

- Secondo la revisione del dato del PIL relativo al secondo trimestre, l'economia statunitense è cresciuta del 3.0% annualizzato, portando il valore tendenziale al 2.2%. Il tono della congiuntura è stato elevato anche nei mesi estivi; le statistiche occupazionali di agosto hanno indicato la creazione di 156 mila nuovi posti di lavoro (da 202 mila precedente) un tasso di disoccupazione al 4.4% (da 4.3%) e di partecipazione al 62.9% (confermato): dall'inizio dell'anno la creazione di 1,4 milioni di posti di lavoro conferma la percezione di un mercato tecnicamente oltre l'equilibrio di lungo periodo. L'inflazione si è mantenuta moderata a luglio (1.7% la crescita dei prezzi secondo l'indice generale e pure 1.7% l'indice core) ampliando i margini di discrezionalità della Fed.
- Ad agosto, l'indice di fiducia della manifattura (ISM) ha realizzato un nuovo picco a 58.8 (massimo da aprile 2011), congruente con un ulteriore rafforzamento dell'attività industriale (2.2% a luglio, il più forte aumento in due anni). L'indice di fiducia nel settore servizi è sceso a 53.9 a luglio (minimo da agosto 2016), ma il tono delle vendite al dettaglio oltre il 4% d'incremento annuo e l'ottimismo dei consumatori attestato su livelli elevati fanno propendere per un'evoluzione ancora solida.
- Dopo aver aumentato per due volte i tassi nel corso del 2017 (marzo e giugno, 25bps ciascuno), nel FOMC del 26 luglio la Fed ha confermato il costo del denaro nel range 1-1.25%, adottando una retorica prudente, con accento sul modesto impulso dei prezzi. Ciò ha convinto ancor più gli operatori che altri rialzi dei tassi non siano imminenti; secondo quanto scontato dal mercato, la probabilità di una stretta rimane del tutto trascurabile, a settembre e a novembre, mentre a dicembre cresce sensibilmente (oltre 30%), senza tuttavia raggiungere livelli che sarebbero compatibili con un'effettiva aspettativa di aumento del costo del denaro, in linea con le proiezioni puntuali indicate dai membri del Comitato di politica monetaria.
- Il quadro rimane invece congruente con la prosecuzione della manovra graduale sui tassi da parte della Federal Reserve; ciò appare ancor più giustificato, se si considera che l'indebolimento significativo del dollaro ed un certo ritracciamento dei rendimenti a medio-lungo termine hanno reso ancor più accomodanti le condizioni finanziarie. Prospettiamo la possibilità di un altro rialzo nell'anno, accompagnato dalla manovra di riduzione dell'attivo di bilancio, salvo ipotizzare ulteriori frizioni fra Trump e Congresso che farebbero aumentare l'incertezza sull'incisività dell'azione di governo.

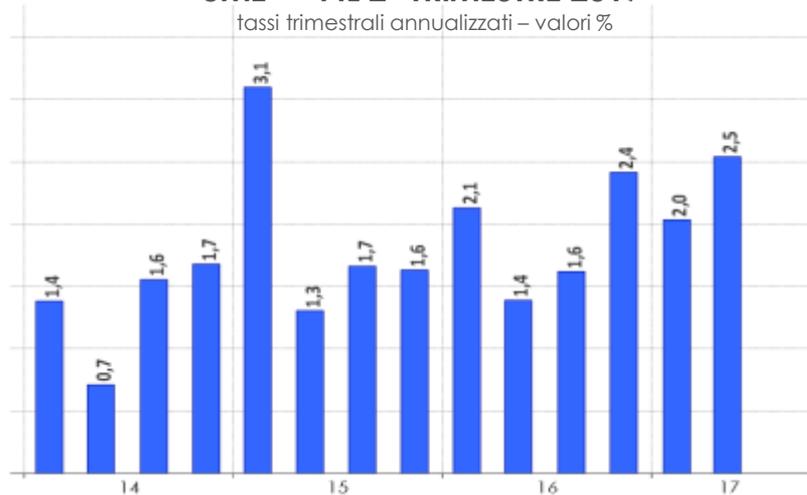
USA – PIL 2° TRIMESTRE 2017

tassi trimestrali annualizzati – valori %



UME – PIL 2° TRIMESTRE 2017

tassi trimestrali annualizzati – valori %



Congiuntura e Mercati

- Il ciclo è molto alto nell'Unione Monetaria, ove il prodotto aggregato è aumentato dello 0.6% nel secondo trimestre (rispetto allo 0.5% precedente, con revisione che ne ha diminuito la qualità), per un tasso tendenziale oltre i due punti percentuali. 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 1.7%, massimo dal 2011; la Spagna dello 0.9%, un decimo in più rispetto al primo trimestre, per un incremento annuo del 3.1%; la Germania ha visto un aumento del PIL dello 0.6% (tasso tendenziale 2.1%, massimo di tre anni), l'Italia dello 0.4% (1.5% annuo, picco dal 2011).
- Le indagini qualitative confermano la forza della fase congiunturale. Il sondaggio PMI, condotto ad agosto sui direttori di acquisto delle imprese, ha segnalato un fisiologico assestamento del clima di fiducia, con l'indice composto in modesta flessione a quota 55.8, accompagnato da valutazioni ottimistiche per i settori della manifattura (57.4), dei servizi (55.4) e per l'andamento degli ordinativi (55.7), tutti valori comunque prossimi ai massimi degli ultimi sei anni; l'indice IFO, indicatore del sentiment delle imprese tedesche, ha raggiunto in estate i massimi assoluti; l'indagine ESI della Commissione conferma il tono espansivo del ciclo.
- Le modeste pressioni a matrice endogena sui prezzi (1.5% l'inflazione, generale; 1.2% quella core ad agosto) certificano un ciclo non ancora solido a sufficienza per consentire alla banca centrale di avviare l'uscita dalla fase emergenziale senza correre il rischio di averlo fatto affrettatamente. Nella riunione del 20 luglio, la BCE ha quindi tracciato un quadro ancora congruente con un orientamento accomodante di politica monetaria, evitando di sollecitare interpretazioni troppo aggressive da parte dei mercati sul prossimo futuro: nessuna discussione formale sulle modalità di conclusione del programma di QE è stata sinora posta; ogni decisione in tal senso non avverrà prima dell'autunno. Con il mese di dicembre 2017, avrà fine il programma di QE. L'ipotesi più probabile è quella di un "tapering" in stile Fed, ovvero la graduale riduzione degli acquisti di asset, destinati a calare secondo un ritmo ancora da stabilire. Solo successivamente, la BCE provvederà ad aggiustare al rialzo il costo del denaro, intervenendo verosimilmente prima sul tasso di deposito (correntemente -0.4%) e poi sul saggio principale, attualmente pari a zero. Il mercato prezza un rialzo del tasso di deposito con probabilità non trascurabile solo dall'autunno del 2018.

CURVE DI RENDIMENTO

rilevazione del 30/08/2017



RENDIMENTI DECENNALI GOVERNATIVI DAL 2007



Congiuntura e Mercati

- L'indice delle emissioni in euro dei mercati emergenti ha approfondito la correzione dai massimi di rendimento (inizio luglio, 2.8% circa) tornando sotto 2.5%. In un contesto caratterizzato da alta congiuntura, condizioni finanziarie/monetarie espansive ed inflazione ancora limitata, il comparto obbligazionario non-governativo in euro è stato oggetto di interesse da parte del mercato: l'indice relativo a società con profilo rischio/rendimento più elevato (*high yield*) ha aggiornato i minimi assoluti, assestandosi in area 3.15%; quello relativo alle società più solide (*rating investment grade*) ha pure proseguito al ribasso, con tassi intorno allo 0.8%, vicino ai minimi dell'anno.
- Impulsi macro favorevoli destinati a persistere e l'avversione al rischio derivata dalle tensioni geopolitiche che ha alimentato flussi di marca assicurativa sull'obbligazionario governativo, hanno compresso i rendimenti. Il decennale in \$ è sceso toccando 2.12%, quello in euro sotto 0.4% (da 0.6% a luglio); attese più morbide relative alla Fed hanno limitato la spinta del biennale in \$ (area 1.30/1.4%), mentre quello in euro è tornato sotto -0.70%. Il tasso biennale italiano ha oscillato tra -0.20 e -0.05 mentre il decennale ha offerto rendimento stabile intorno a 2.0-2.10%; i valori di spread verso Bund sono aumentati dai minimi (area 150pb) sino oltre 170 pb.
- Dopo aver segnato un ritracciamento in area 1.16, l'eurodollaro ha perforato importanti resistenze tecniche tra 1.18 e 1.19, finendo oltre quota 1.20 ai massimi di oltre due anni e mezzo. Il contesto macro-finanziario delle due aree di riferimento giustifica solo parzialmente questa evoluzione che, negli ultimi mesi, ha spesso realizzato condizioni di eccesso dovute alla velocità del movimento stesso. Tenendo presente che in area 1.20/1.25 collochiamo comunque il fair value di medio periodo, riteniamo che le quote di cambio attuali siano congruenti con aspettative piuttosto aggressive, in linea con una BCE che accelera il percorso che porta all'inversione della propria politica monetaria e con una FED attendista a lungo.
- I mercati azionari hanno sofferto della fase di volatilità indotta dalle tensioni geopolitiche innescate dalla Corea del Nord, salvo poi oscillare generalmente al rialzo in concomitanza del rientro parziale delle stesse, in un contesto caratterizzato da ottimi fondamentali, ma da livelli di quotazione e da valutazioni elevate e dalle incertezze circa l'evoluzione della politica monetaria fra Stati Uniti ed Europa. Confermiamo il giudizio favorevole sul comparto, soprattutto in quelle aree dove la spinta dei fondamentali è alimentata da politiche maggiormente espansive.

MERCATI AZIONARI DAL 2006



EURODOLLARO DAL 2001

