

Congiuntura e Mercati

Economic Research and Markets Strategy

Ottobre 2017

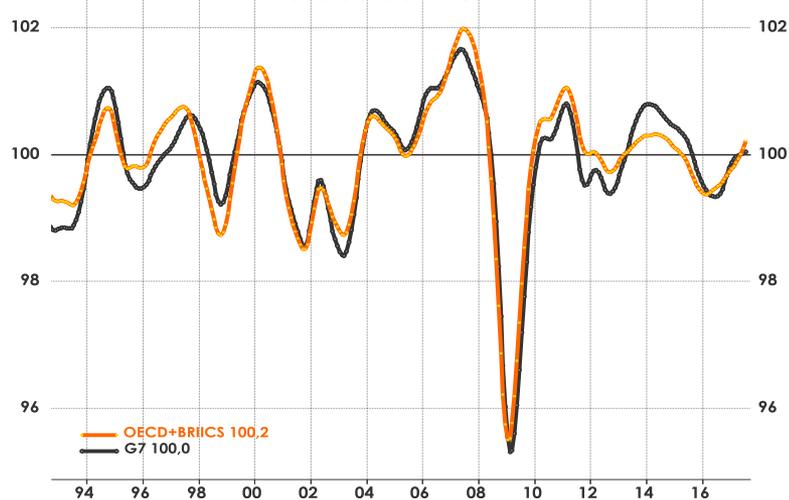


Congiuntura e Mercati

- Nell'aggiornamento diffuso a settembre (Interim Outlook), l'OCSE ha confermato al 3.5% l'aumento medio del reddito globale atteso per l'anno in corso, rivedendo invece al rialzo per un decimo la previsione per il prossimo (3.7%). Con un incremento decisamente robusto rispetto alla performance dell'anno passato (3.1%), questi valori definirebbero i massimi tassi di espansione della congiuntura mondiale dal 2011, ma risultano ancora inferiori al saggio medio di crescita di lungo termine, che è pari a circa il 4% se calcolato dal 1987.
- A fronte della relativa stabilità della traiettoria del prodotto globale, si segnalano variazioni di rilievo con riferimento alle prospettive delle economie nazionali. Gli esperti dell'OCSE propongono una generalizzata revisione migliorativa delle stime per Eurozona, Canada e Giappone, bilanciando l'evoluzione inerziale indicata per gli Stati Uniti e contribuendo a suggellare un diffuso aumento del tono congiunturale nell'aggregato delle economie avanzate.
- Nel dettaglio, per il 2017 la stima per Eurozona viene fissata al 2.1% (+0.3 da giugno), valore che accredita una *performance* identica a quella degli Stati Uniti (dato invariato); per il Canada la previsione è del 3.2% (+0.4), corrispondente ad un passo più che doppio rispetto all'anno passato; per il Giappone all'1.6% (+0.2), con un'accelerazione di due decimi sul 2016.
- Nel 2018, tutte le aree indicate cresceranno ad un ritmo più moderato in rapporto all'anno corrente, ma comunque uguale o superiore rispetto a quello ipotizzato tre mesi orsono: Eurozona +1.9% (+0.1); Giappone +1.2% (+0.2); Canada +2.3% (invariato). Gli Stati Uniti, invece, ancora privi della spinta che si presumeva potesse discendere dalle promesse elettorali di Trump (la riforma fiscale è in discussione in questi giorni) si muoveranno in controtendenza, accelerando al 2.4%, valore tuttavia identico a quello ipotizzato a giugno. Infine, il Regno Unito vede confermate le proiezioni all'1.6% nel 2017 e all'1.0% nel 2018 per gli effetti depressivi di Brexit, in particolare sulla dinamica degli investimenti produttivi.

OCSE INDICATORI ANTICIPATORI

Paesi OCSE e BRIICS



OECD – CRESCITA ECONOMICA

Saggi medi annui di aumento del PIL – var. % - differenze rispetto a Giugno 17

	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	diff.	2018e	diff.
	PIL (% a/a)								
CRESCITA GLOBALE	3,4	3,3	3,4	3,2	3,1	3,5	0,0	3,7	0,1
ECONOMIE AVANZATE *	1,2	1,4	1,9	2,2	1,8	2,1	0,1	2,1	-0,2
STATI UNITI	2,3	2,2	2,4	2,6	1,5	2,1	0,0	2,4	0,0
EUROZONA	-0,8	-0,3	0,9	1,9	1,8	2,1	0,3	1,9	0,1
GERMANIA	0,7	0,2	1,6	1,5	1,9	2,2	0,2	2,1	0,1
FRANCIA	0,0	0,3	0,6	1,2	1,1	1,7	-0,4	1,6	0,1
ITALIA	-2,4	-1,7	-0,3	0,7	1,0	1,4	0,4	1,2	0,4
SPAGNA *	-1,6	-1,2	1,4	3,2	3,2	2,8	0,5	2,4	0,2
GIAPPONE	1,5	1,6	0,0	1,2	1,0	1,6	0,2	1,2	0,2
REGNO UNITO	0,3	1,7	3,1	2,2	1,8	1,6	0,0	1,0	0,0
CANADA	1,7	2,0	2,5	0,9	1,5	3,2	0,4	2,3	0,0
ECONOMIE EMERGENTI *	5,1	5,0	4,6	3,9	4,1	4,6	0,1	4,8	0,2
RUSSIA	3,4	1,3	0,7	-2,8	-0,2	2,0	0,6	2,1	0,5
CINA	7,7	7,8	7,3	6,9	6,7	6,8	-0,2	6,6	0,2
INDIA	4,7	6,9	7,2	7,9	7,1	6,7	-0,6	7,2	-0,5
BRASILE	1,0	2,7	0,1	-3,8	-3,6	0,6	-0,1	1,6	0,0
SUDAFRICA *	2,5	2,2	1,6	1,3	0,3	0,8	-0,3	1,2	-0,5

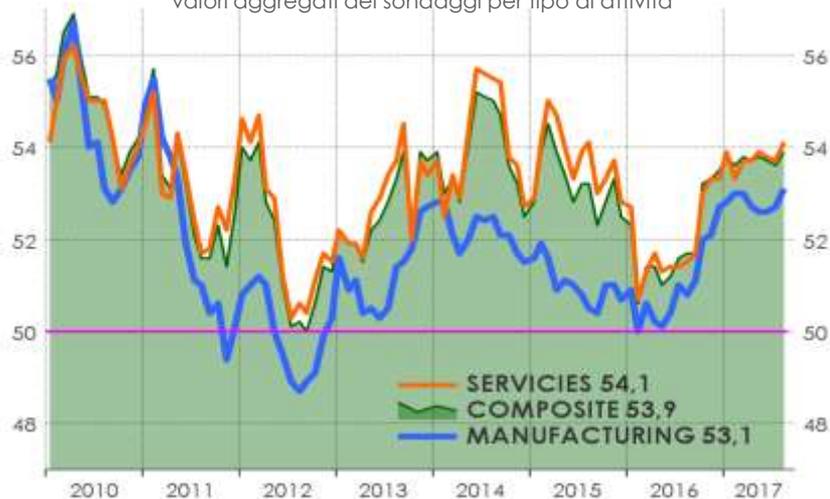
Congiuntura e Mercati

- Nell'Unione Monetaria, emerge con particolare enfasi l'aumento della congiuntura in Italia. La correzione complessivamente apportata alle stime di crescita nel biennio per la nostra economia è pari a ben otto decimi di punto (1.4% nel 2017, +0.4; 1.2% nel 2018, +0.4), a fronte di un aumento di cinque decimi totali per la Francia (rispettivamente 1.7%, +0.4 e 1.6%, +0.1) e di tre per la Germania (2.2%,+0.2; 2.1%, +0.1). L'Ocse accompagna i dati con un giudizio qualitativamente elevato sulla condizione ciclica italiana, che vede fondata sulla domanda interna e sulla forza del mercato del lavoro.
- Nel gruppo delle economie emergenti il panorama è più diversificato, per dispersione dei tassi di crescita e segno delle revisioni alle stime, ma si coglie un denominatore comune, rappresentato dal simultaneo ritorno alla crescita di tutti i paesi BRIC. Il biennio di previsione vede dunque il definitivo esaurimento delle condizioni recessive ancora presenti nel 2016, in Russia (-0.2% l'anno passato, 2.0% quest'anno) e soprattutto in Brasile (-3.6%, +1.6%) ed una spinta congiunturale persistente in India (6.7% nel 2017) e in Cina (6.6%).

- Valutata nel suo complesso, l'economia mondiale sta chiudendo il terzo trimestre con tenore macroeconomico elevato. Il passo delle variabili reali è robusto, con il commercio internazionale in crescita al ritmo annuo del 5%, mai così alto dal 2011, e la produzione industriale in espansione intorno al 4%, valore sostanzialmente doppio rispetto a quelli medi tipici dell'anno passato. Le indagini congiunturali denotano ottimismo diffuso, con un indice PMI composito a quota 53.9, picco degli ultimi due anni e mezzo; il clima di fiducia resta peraltro significativamente più marcato tra le aree industrializzate (56.3, sui massimi dal 2011) rispetto a quelle emergenti (51.3, appena sotto i massimi del 2017), mentre in termini settoriali è il consolidamento del comparto manifatturiero (53.1, massimo di sei anni) a colpire per intensità. L'inflazione globale resta moderata (solo 1.7% quella media dei G7), permettendo alle maggiori banche centrali una manovra estremamente graduale di rientro dalla fase emergenziale; ma ovviamente, il segno complessivo delle politiche monetarie si muove verso un assetto progressivamente meno accomodante.

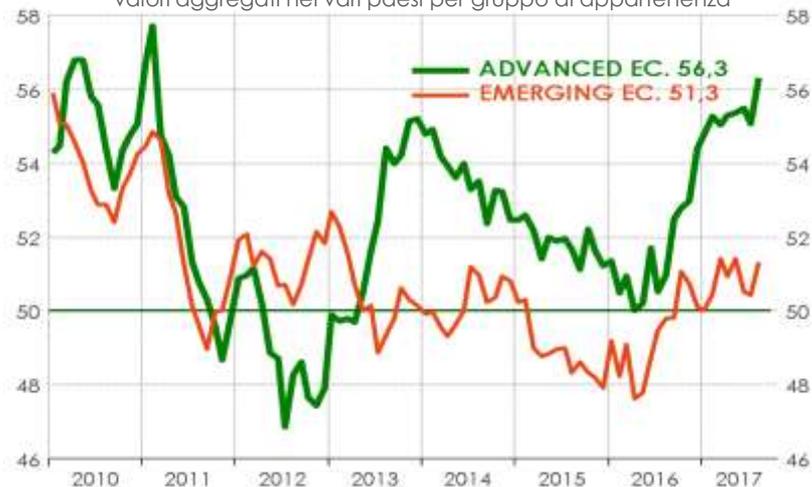
INDICATORI DI FIDUCIA

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

- Negli Stati Uniti, le condizioni macroeconomiche restano robuste (PIL del secondo trimestre rivisto al rialzo per un decimo al 3.1%), mentre nel breve periodo l'evoluzione dell'attività reale è stata intaccata dall'impatto dell'uragano Harvey, che ha pesantemente distorto le statistiche congiunturali di agosto (produzione -0.9%, vendite -0.2%, aumento delle richieste di sussidio da parte dei disoccupati). Anche i dati di settembre saranno condizionati da eventi climatici estremi, mentre la situazione dovrebbe normalizzarsi da ottobre, per una differente distribuzione della crescita tra un trimestre e l'altro (trasferimento dal terzo al quarto), senza pregiudizio per lo scenario di medio termine (PIL +2.1% nel 2017 e +2.5% nel 2018).
- L'inflazione ha offerto ad agosto qualche indicazione di ripresa, accelerando il passo tendenziale all'1.9% (tre decimi in più rispetto a luglio), a fronte della stabilità del tasso core all'1.7%. I segnali di resilienza allo stadio del consumo si sono associati al maggior dinamismo a monte della filiera, ove i prezzi alla fonte hanno accelerato da 1.9% a 2.4%, per un quadro dei prezzi maggiormente in sintonia con le aspettative della Federal Reserve.
- Nella riunione del 20 settembre, il Comitato della Fed ha lasciato invariato il livello dei tassi nel range 1-1.25%, ma ha annunciato l'avvio effettivo del programma di riduzione dell'attivo di bilancio (oltre 4.400 miliardi) a partire dal mese di ottobre; la manovra avrà inizialmente intensità limitata (-10 miliardi di \$ al mese), tuttavia riveste un valore segnaletico fondamentale, poiché chiude una fase storica molto rilevante che aveva portato a quadruplicare la dimensione del bilancio rispetto all'era pre-crisi.
- Nel comunicato la Fed ha espresso forte confidenza sulla solidità della ripresa e soprattutto fiducia nella convergenza dell'inflazione verso la soglia del 2%; le proiezioni mediane dei membri del FOMC hanno ribadito quindi la prospettiva di un nuovo aumento del costo del denaro entro l'anno, seguito da altri tre rialzi l'anno venturo. La conferma di questa proiezione non era scontata e ha rimosso parte dell'incertezza sul futuro sentiero di policy, riportando la probabilità di una stretta a dicembre oltre il 70%. Condividiamo lo scenario elaborato dalla banca centrale, che porterebbe per tempo il costo del denaro su livelli più consoni alla temperatura della congiuntura, senza stringerlo nella morsa di una restrizione eccessiva.

PRODUZIONE IND. COMMERCIO E FIDUCIA

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



G7 – PREZZI GENERALI E CORE

valori tendenziali

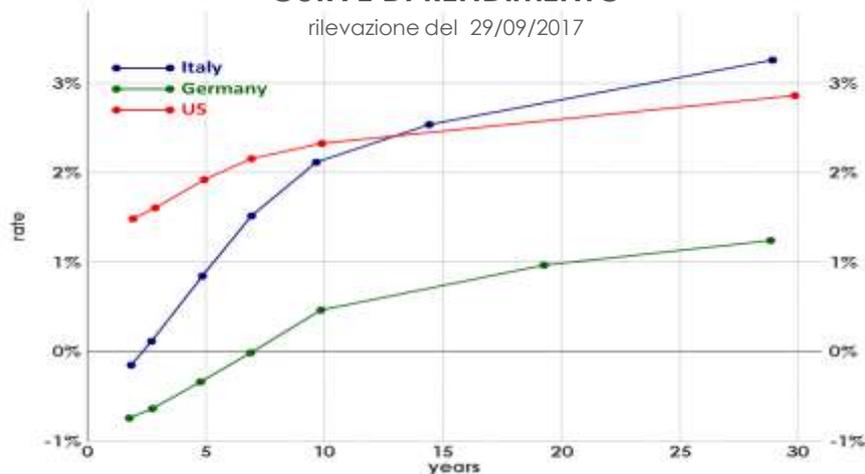


Congiuntura e Mercati

- All'inizio dell'autunno la rinnovata forza degli indici qualitativi conferma la persistenza di un vigoroso impulso dentro l'Unione Monetaria. Le indagini PMI, condotte a settembre sui direttori di acquisto delle imprese, hanno segnalato una sorprendente crescita del clima di fiducia, tornando a segnare i massimi dal 2011, dopo un assestamento tra luglio ed agosto. La dinamica valida l'assunzione di saggio medio assai robusto per il PIL (+2.2%) nella media dell'anno. Le pressioni sui prezzi, tuttavia, restano modeste (1.5% l'indice generale), complicando il compito della banca centrale.
- Nella riunione del 7 settembre, la BCE ha lasciato invariati i parametri della politica monetaria (tasso rifinanziamento principale a zero, depositi -0.4%, acquisti a 60 miliardi al mese), caricando tuttavia l'incontro del 26 ottobre di forti attese per l'avvio della svolta; in quella data dovrebbero venire annunciate le modifiche al programma di QE, che va a scadenza a dicembre. La BCE ha segnalato come non vi siano decisioni predeterminate in tal senso, dipendendo soprattutto dall'evoluzione dei prezzi; per questo, nel caso le condizioni macro lo richiedano, l'autorità monetaria si è detta pronta anche a potenziare il QE in termini di durata o importo.
- L'impiego di una retorica prudente è funzionale ad evitare restrizioni indesiderate delle condizioni finanziarie, alla vigilia di un passo denso di criticità per Eurozona, come la riformulazione dell'assetto di policy. L'ipotesi più probabile è quella di un *tapering* in stile Fed, ovvero la graduale riduzione degli acquisti di *asset* secondo un ritmo ancora da stabilire e che potrebbe essere deliberatamente lasciato indefinito per non privarsi di qualche auspicabile grado di libertà, considerando i tanti limiti regolamentari fissati per l'operatività del QE.
- Nel periodo più recente anche la banca centrale inglese si è associata al coro delle voci restrittive. Sullo sfondo delle indicazioni di relativa tenuta del ciclo (il PIL del Regno Unito è aumentato dello 0.3% nel secondo trimestre dell'anno, mentre le vendite hanno registrato un poderoso aumento congiunturale dell'1% in agosto), la pressione montante sui prezzi al consumo ha condotto il saggio di inflazione generale al 2.9%, massimo dal 2013, e quello core al 2.7%, picco dal 2012. L'aggressiva retorica della BoE, che ha esplicitamente chiamato in causa la possibilità di un aumento dei tassi "nei prossimi mesi" ha condotto il mercato a prezzare la stretta già a novembre (probabilità maggiore del 70%), rafforzando conseguentemente la sterlina.

CURVE DI RENDIMENTO

rilevazione del 29/09/2017



RENDIMENTI DECENNALI GOVERNATIVI DAL 2007



Congiuntura e Mercati

- L'esito delle elezioni tedesche ha dato la vittoria a CDU/CSU di Merkel che prospetta il quarto mandato di governo. Vi è stata tuttavia una forte emorragia di voti trasferiti all'estrema destra che entra al Bundestag, il ridimensionamento dei socialdemocratici ed il ritorno dei liberali. Il risultato impone la ricerca di una coalizione di governo che potrebbe indebolire l'idea riformatrice dell'Europa ravvivata dall'affermazione di Macron. La moneta unica ha segnato i minimi di un mese (appena sopra 1.17) rispetto al dollaro, tonificato anche dalle aspettative più aggressive del mercato rispetto alla Fed.
- I solidi impulsi della congiuntura, le pressioni correlate agli orientamenti meno accomodanti delle politiche monetarie, i segnali di aumento dell'inflazione hanno creato una vigorosa corrente rialzista che ha trainato i tassi della carta governativa su scala globale. Rispetto ai minimi di inizio settembre, il decennale in \$ è balzato di quasi 30 bps al 2.3%, massimo di due mesi, con il biennale verso 1.5%, mai così alto dal 2008; il tasso decennale in euro è passato da 0.3% a 0.48%; quello UK da 1% a 1.4%. Il rendimento a dieci anni italiano si è attestato a 2.15% a fine settembre, sui massimi da luglio, ma lo spread con il Bund è rimasto intorno a 160bps.
- L'indice delle emissioni in euro dei mercati emergenti ha proseguito la correzione dai massimi di rendimento (inizio luglio, 2.8% circa) avvicinando area 2.3%, sui minimi da ottobre 2016. 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 3.05%; quello relativo alle società più solide (investment grade) ha oscillato sui minimi dell'anno, con tassi intorno allo 0.8%.
- I mercati azionari hanno proseguito a settembre la fase espansiva, con gli indici statunitensi sui massimi assoluti e quelli europei al picco di tre mesi (Eurostoxx50), 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

investitore eurobasato – valori pari a 100 dal 2006



BANCA ALETTI
GRUPPO BANCO BPM

EURODOLLARO DAL 2001

