

# Congiuntura e Mercati

Economic Research and Markets Strategy

Novembre 2017



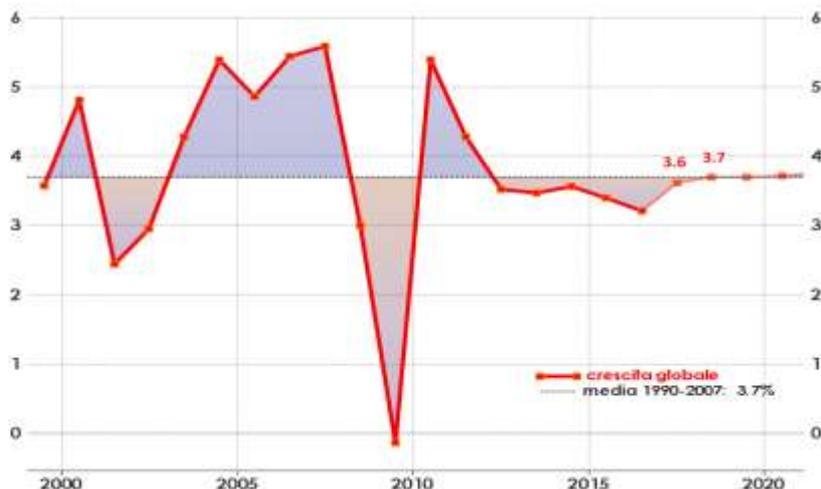
# Congiuntura e Mercati

- Nell'aggiornamento diffuso ad ottobre, il FMI ha confermato l'evoluzione favorevole della congiuntura, innalzando nella misura di un decimo in rapporto ad aprile le stime di crescita del reddito globale, tanto per l'anno corrente (3.6%), quanto per il prossimo (3.7%). Rispetto al 3.2% conseguito nell'anno passato, che rappresentava il saggio minimo dal 2010, l'accelerazione è palese ed allinea la dinamica del prodotto al suo valore medio tipico di lungo periodo, pari al 3.7% se calcolato dal 1990.
- La revisione migliorativa delle proiezioni accomuna l'aggregato delle economie avanzate e quello dei paesi di nuova industrializzazione. Per il primo, vi è un aumento complessivo per due decimi nel biennio, concentrato nell'anno corrente (2.2% da 1.7% l'anno passato, poi 2.0% il prossimo), mentre il secondo sperimenta un'intensificazione più omogenea del passo della crescita, che si eleva dal 4.3% del 2016, al 4.6% ipotizzato per l'anno in corso (+0.1 da aprile), sino al 4.9% previsto per il prossimo (+0.1). Secondo tale progressione, i paesi emergenti tornerebbero ai tassi di crescita massimi dal 2013.

- Il raffronto sistematico con le stime elaborate ad aprile rende conto delle principali linee di sviluppo seguite dall'economia mondiale sull'arco dell'ultimo semestre. Diviene così possibile, da un lato, isolare un nucleo propulsivo primario, agente di una crescita superiore alle aspettative ed imperniato principalmente sulla spinta di Eurozona, con contributi positivi del Canada ed in misura minore del Giappone; dall'altro, enucleare un fronte portatore di uno sviluppo meno intenso rispetto alle previsioni, guidato dagli Stati Uniti, ma esteso anche a Regno Unito e all'India.
- Nel dettaglio, per il 2017 la stima per Eurozona è fissata al 2.1% (+0.4), mentre per il 2018 si attesta all'1.9% (+0.3), per un incremento complessivo di ben sette decimi nel biennio. Dentro l'Unione si osservano quattro decimi in più per la Francia (1.6% quest'anno, 1.8% il prossimo), sette per la Germania (2.1% e 1.9%), nove per la Spagna (3.1% e 2.5%); lo scarto più favorevole delle stime è però appannaggio dell'Italia, che guadagna un punto pieno, pur conservando dinamiche di crescita inferiori alla media europea (1.5% e 1.1%).

## FMI – CRESCITA ECONOMICA GLOBALE

Variazioni medie annue – WEO aggiornamento Ottobre 2017



**BANCA ALETTI**  
GRUPPO BANCO BPM

## FMI – CRESCITA ECONOMICA

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

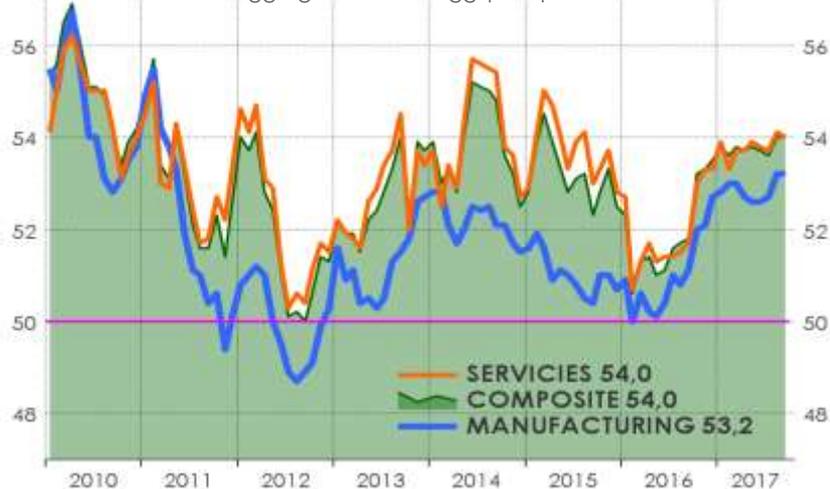
	2012	2013	2014	2015	2016	2017*	diff.	2018*	diff.
<b>CRESCITA GLOBALE</b>	3,4	3,3	3,4	3,2	3,2	<b>3,6</b>	0,1	<b>3,7</b>	0,1
<b>ECONOMIE AVANZATE</b>	1,2	1,4	1,9	2,1	1,7	<b>2,2</b>	0,2	<b>2,0</b>	0,0
STATI UNITI	2,3	2,2	2,4	2,6	1,5	<b>2,2</b>	-0,1	<b>2,3</b>	-0,2
EUROZONA	-0,8	-0,3	0,9	2,0	1,8	<b>2,1</b>	0,4	<b>1,9</b>	0,3
GERMANIA	0,7	0,2	1,6	1,5	1,9	<b>2,0</b>	0,4	<b>1,8</b>	0,3
FRANCIA	0,0	0,3	0,6	1,3	1,2	<b>1,6</b>	0,2	<b>1,8</b>	0,2
ITALIA	-2,4	-1,7	-0,3	0,7	0,9	<b>1,5</b>	0,7	<b>1,1</b>	0,3
SPAGNA	-1,6	-1,2	1,4	3,2	3,2	<b>3,1</b>	0,5	<b>2,5</b>	0,4
GIAPPONE	1,5	1,6	0,0	1,2	1,0	<b>1,5</b>	0,3	<b>0,7</b>	0,1
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>3,0</b>	1,1	<b>2,1</b>	0,1
<b>ECONOMIE EMERGENTI</b>	5,1	5,0	4,6	4,1	4,3	<b>4,6</b>	0,1	<b>4,9</b>	0,1
RUSSIA	3,4	1,3	0,7	-3,7	-0,2	<b>1,8</b>	0,4	<b>1,6</b>	0,2
CINA	7,7	7,8	7,3	6,9	6,7	<b>6,8</b>	0,2	<b>6,5</b>	0,3
INDIA	4,7	6,9	7,2	7,6	7,1	<b>6,7</b>	-0,5	<b>7,4</b>	-0,3
BRASILE	1,0	2,7	0,1	-3,8	-3,6	<b>0,7</b>	0,5	<b>1,5</b>	-0,2
MESSICO	4,0	1,4	2,2	2,6	2,3	<b>2,1</b>	0,4	<b>1,9</b>	-0,1
SUDAFRICA	2,5	2,2	1,6	1,3	0,3	<b>0,7</b>	-0,1	<b>1,1</b>	-0,5

# Congiuntura e Mercati

- L'economia del Canada è quella che ha registrato il massimo incremento previsionale, quasi per intero concentrato nell'anno corrente (+1.1 al 3.0%), con aggiustamento marginale nel prossimo (+0.1 al 2.1%); in congruenza al repentino aumento del tenore ciclico, la banca centrale canadese è l'unica tra le maggiori ad avere avviato l'azione restrittiva, accanto alla Fed. Per il Giappone l'aumento delle stime è di quattro decimi complessivi (1.5% nel 2017, +0.2; 0.7% nel 2018, +0.1).
- Gli Stati Uniti hanno subito una correzione per un totale di tre decimi nel biennio, con stime fissate al 2.2% nel 2017 (-0.1) e al 2.3% nel 2018 (-0.2): un'azione di politica economica scarsamente incisiva e sin qui incapace di dare corpo allo stimolo fiscale promesso, ha mancato di spingere ulteriormente al rialzo il saggio di crescita del sistema, mantenendo invariato il potenziale. Il Regno Unito ha invece pagato dazio alle incertezze di Brexit (trattative ancora quasi-preliminari), come pure al difficile governo di una congiuntura in cui un'inflazione montante (3%) si accompagna al rallentamento della crescita, vista all'1.7% quest'anno (-0.5) ed all'1.5% nel prossimo.
- La moderazione dell'impulso espansivo in India, con taglio per cinque decimi alla stima per il 2017 (6.7%) e per tre a quella per il 2018 (7.4%), costituisce eccezione dentro un quadro di generalizzato risveglio del ciclo nelle aree emergenti; si tratta però per lo più di fluttuazioni temporanee su una tendenza solida, riconducibili agli effetti ritardati di provvedimenti amministrativi una-tantum con finalità di contrasto alla corruzione (demonetizzazione, novembre 2016). Alla stabilità della solida rotta seguita dall'economia cinese (6.8% nel 2017, +0.1; 6.5% nel 2018, +0.1), si affianca quindi il sovvertimento dello scenario recessivo che sino allo scorso anno dominava ancora in Brasile (-3.6% nel 2016) e Russia (-0.2%): il primo è visto in crescita dello 0.7% quest'anno (+0.5) e dell'1.5% nel prossimo (-0.2); la seconda dell'1.8% (+0.4) e 1.6% (+0.2).
- Anche la scarsa dinamica dei prezzi emerge come tratto saliente del rapporto FMI. Per le aree avanzate, la stima di inflazione si attesta in media all'1.7% quest'anno (-0.3) e nel prossimo (-0.2), per un quadro comunque assai più robusto dell'anno passato (0.8%) ed ormai sgombro da rischi deflazionistici.

## 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, il reddito è aumentato del 3.0% annualizzato nel terzo trimestre, valore comunque condizionato dall'intensa e distruttiva stagione del transito degli uragani; il leggero rallentamento rispetto alla dinamica dei mesi primaverili (3.1%) non muta la condizione strutturale del sistema. L'attività di ricostruzione dovrebbe sollecitare un'accelerazione della congiuntura nella parte finale del 2017, assicurando un saggio medio di sviluppo comunque superiore al 2%, destinato poi a consolidarsi al 2.5% l'anno venturo.
- Il panorama macroeconomico si caratterizza soprattutto per la vigorosa resilienza del clima di fiducia, simultaneamente attestato su massimi pluriennali nella manifattura (ISM 60.8, massimo dal 2004), nei servizi (59.8, picco dal 2005) e tra le famiglie (indice università del Michigan al picco di 13 anni). Tra i capisaldi della fase ciclica corrente, si annoverano però anche la solidità del mercato del lavoro (Il tasso di disoccupazione è al 4.2%, minimo dal 2001), la spinta dei consumi privati (vendite +4.4% su anno) e la traiettoria espansiva della produzione (+1.6%), elementi che persistono al di là delle ampie fluttuazioni statistiche di breve periodo (buste paga - 33mila a settembre) riconducibili alle avversità climatiche.
- Il cambio di passo dei prezzi al consumo osservato a settembre (2.2% da 1.9%) è pure fenomeno spurio, frutto dello strappo dei prezzi del carburante dettato dalla rarefazione dell'offerta a causa del fermo delle raffinerie; esso si è manifestato in assenza di aumenti delle pressioni di fondo (indice core stabile a 1.7%), per un quadro inflazionistico complessivamente insufficiente rispetto alle attese della Fed. La banca centrale, che da ottobre ha avviato il programma di riduzione dell'attivo di bilancio (oltre 4.400 miliardi), ha segnalato chiaramente l'intenzione di procedere con passo graduale alla riduzione dell'accomodamento monetario, impiegando una retorica congruente con una mossa restrittiva entro la fine dell'anno; il mercato, precedentemente scettico, ha progressivamente accolto questa eventualità, prezzandola infine con probabilità elevata (oltre 80%). Il futuro sentiero di policy resta tuttavia dipendente anche dalla scelta del successore della Yellen, che terminerà il proprio mandato a febbraio 2018, con scarse probabilità di riconferma; la scelta di Trump sembra convergere su Jerome Powell, già membro del board della Fed, avvocato repubblicano considerato portatore di un orientamento meno aggressivo rispetto al candidato concorrente, l'accademico John Taylor.

## PRODUZIONE IND. COMMERCIO E FIDUCIA

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



## G7 - PREZZI GENERALI E CORE

valori tendenziali

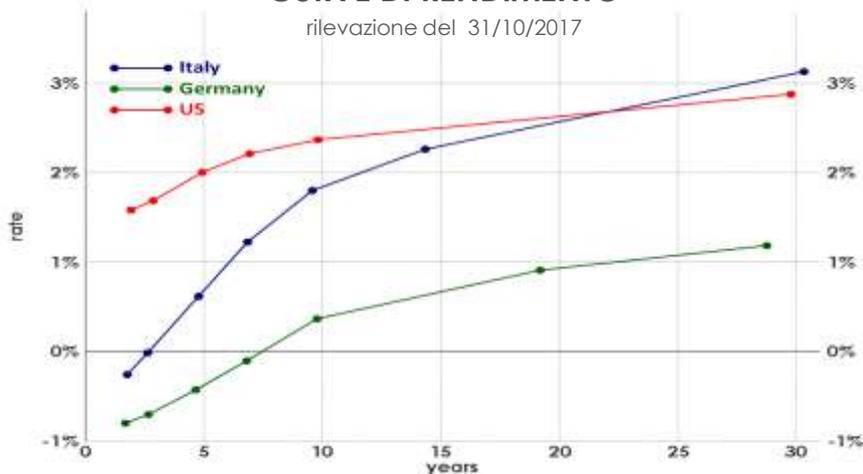


# Congiuntura e Mercati

- La forza della congiuntura di Eurozona ha contenuto le sollecitazioni distorsive riferibili al versante istituzionale, soffocando gli impulsi più destabilizzanti associati alla crisi catalana ed all'avanzata dell'estrema destra nelle elezioni tedesche ed austriache. Questi fenomeni hanno connotato solo marginalmente l'orizzonte dei mercati finanziari, lasciando al centro l'impetuosa crescita del reddito dentro l'Unione Monetaria (PIL +0.6% nel terzo trimestre e rivisto a 0.7% da 0.6% nel secondo), insieme all'ascesa degli indicatori di fiducia verso nuovi massimi pluriennali, la forza del comparto industriale, la costante caduta della disoccupazione. Questi elementi hanno rappresentato il perno per la formazione di un substrato macroeconomico mai così fertile da tempo ed incline a generare traiettorie espansive vigorose (2.3% la nostra stima per il 2017).
- Sullo sfondo di una dinamica dei prezzi ancora non sufficiente (1.4% il saggio di inflazione generale, 0.9% quello core ad ottobre), nella riunione del 26 ottobre la BCE ha formulato le linee guida di una rimodulazione di vasta portata del programma di QE, in grado di contemperare un minor grado di accomodamento monetario accompagnandolo con un'azione di sostegno al ciclo spendibile ancora per lungo tempo.
- La BCE ha ridotto da 60 a 30 miliardi il ritmo mensile degli acquisti di attività finanziarie, ma ne ha esteso la durata almeno sino al mese di settembre dell'anno venturo; con questa combinazione, viene garantita l'immissione di nuova liquidità sul mercato per ulteriori 270 miliardi di euro, che vanno ad aggiungersi ai 2280 generati dall'avvio del programma, a marzo 2015, per una portata espansiva del provvedimento complessivamente ragguardevole. La scadenza finale, inoltre, non è definita, anzi suscettibile di rinnovi; parimenti, il profilo degli acquisti potrà essere rimodulato in funzione della congiuntura. La flessibilità così conferita alla struttura, oltre a garantire gradi di libertà alla BCE, è funzionale al controllo delle aspettative, poiché veicola un messaggio fortemente accomodante che media la valenza restrittiva della mossa. La distribuzione degli acquisti su un fronte temporale più ampio, inoltre, dilata in modo automatico anche l'orizzonte della svolta sui tassi, confinando almeno al 2019 il primo aumento, prima al depo (-0.4%) e solo dopo al refi (zero). La conclusione scaturisce dalla formulazione invariata della *forward guidance*, che ha conservato al proprio interno l'impegno formale a mantenere i tassi bassi a lungo anche dopo la fine del programma di acquisti.

## CURVE DI RENDIMENTO

rilevazione del 31/10/2017



## RENDIMENTI DECENNALI GOVERNATIVI DAL 2007



# Congiuntura e Mercati

- I mercati finanziari hanno costruito aspettative assai conformi alle scelte che il Consiglio della BCE ha adottato ad ottobre. Il cross eurodollaro è comunque scivolato verso 1.16, ai minimi di tre mesi, mentre i rendimenti europei hanno mantenuto livelli depressi, in coerenza alla prospettiva di un tenore di liquidità a lungo sovrabbondante. Il tasso sul Bund ha oscillato intorno a 0.4%, quello a due anni a -0.7%; ben comprata anche l'Italia con rendimenti sotto 2% a dieci anni e spread vicino a 150. La attesa per un intervento della Fed a dicembre hanno invece spinto al rialzo i tassi della carta in \$, con il decennale oltre 2.4%, massimo da luglio, e il biennale oltre 1.6%, mai così alto dal 2008. L'indice delle emissioni in euro dei mercati emergenti ha proseguito la correzione avvicinando area 2.3%, sui minimi da ottobre 2016. In un contesto caratterizzato da alta congiuntura, condizioni finanziarie espansive ed inflazione limitata, il comparto obbligazionario non-governativo in euro è stato ancora appetito dal mercato: l'indice relativo a società con profilo rischio/rendimento più elevato (high yield) ha aggiornato i minimi assoluti, scendendo sotto 3%; quello relativo alle società più solide (investment grade) ha oscillato sui minimi dell'anno, con tassi intorno allo 0.8%.
- Dopo le elezioni in Giappone del 22 ottobre, che hanno riconsegnato la maggioranza al premier Abe e contestualmente rinsaldato la prospettiva di una policy ultra-accomodante – il connubio tra stimolo fiscale e sostegno monetario costituisce uno dei capisaldi di Abenomics, da sempre incline ad una valuta debole a sostegno dell'export – lo yen ha accentuato la fase di deprezzamento, segnando i minimi di tre mesi e mezzo sul dollaro (114) e di un mese sull'euro (134). Intanto in Cina, il plenum del Partito, che ogni cinque anni rinnova le linee strategiche di sviluppo si è concluso senza apprezzabili cambi di rotta, con implicita riconferma del target annuo di crescita del 6.5%.
- I mercati azionari hanno proseguito a ottobre la fase espansiva, con le parziali eccezioni degli indici spagnolo (questione catalana) ed italiano (crediti deteriorati nelle banche), negativi nell'ultimo mese. Gli indici statunitensi hanno aggiornato i massimi assoluti e quelli europei si sono elevati al picco di cinque mesi e mezzo (Eurostoxx50), in un contesto caratterizzato da ottimi fondamentali, ma da livelli di quotazione e da valutazioni elevate. 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



## EURODOLLARO DAL 2001

