

Congiuntura e Mercati

Economic Research and Markets Strategy

Luglio 2017

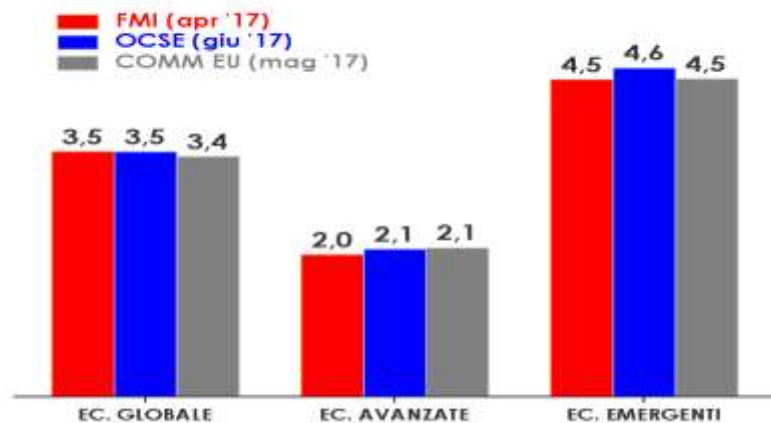


Congiuntura e Mercati

- Il rapporto di previsione diffuso a giugno dall'OCSE traccia un'evoluzione della congiuntura migliorativa rispetto a quella segnalata nella precedente pubblicazione di novembre, convalidando la prospettiva di progressivo aumento del tenore ciclico già formulata dagli altri maggiori esperti internazionali. La stima di crescita del reddito globale per il 2017 è stata infatti innalzata di due decimi e portata al 3.5%, per un'accelerazione di ben cinque decimi rispetto alla performance realizzata nell'anno passato (3.0%); si tratterebbe del massimo tasso di espansione conseguito dall'economia mondiale sull'arco dell'ultimo quinquennio. Per il 2018, la previsione resta invece fissata al 3.6%.
- Fra le economie avanzate, il ciclo accelera in misura discreta nell'anno in corso, dall'1.8% sino al 2.1% (un decimo in più rispetto a novembre), ma non riesce a rafforzarsi ulteriormente nel prossimo: la stima, pari ancora al 2.1%, ha subito infatti una decurtazione per due decimi, a causa delle variazioni peggiorative riferibili in via pressoché esclusiva agli Stati Uniti.
- Per questi ultimi, l'erosione dell'impulso espansivo è ragguardevole, con sette decimi in meno complessivamente nel biennio, di cui tre persi nel 2017 (2.1%) e quattro nel 2018 (2.4%). Tutto quanto è effetto combinato di un avvio d'anno particolarmente deludente, di un programma economico che non decolla, anche per un Congresso non perfettamente coeso, in un contesto politico problematico. Il coinvolgimento del Presidente nello scandalo di rapporti intrattenuti da persone del suo entourage/staff con la Russia ha determinato l'avvio di un'indagine speciale con possibili gravi sviluppi, soprattutto dopo il licenziamento del capo dell'FBI che (sembra) non avrebbe fermato l'inchiesta.
- Eurozona registra, invece, un significativo miglioramento dello scenario prospettico. Le previsioni beneficiano di un aumento per quattro decimi complessivi nel biennio, distribuiti equamente tra 2017 e 2018: i saggi medi sono costanti e pari all'1.8% in ciascun anno, per una performance superiore per un decimo a quella, già di per sé ragguardevole, realizzata nel corso dell'anno passato.

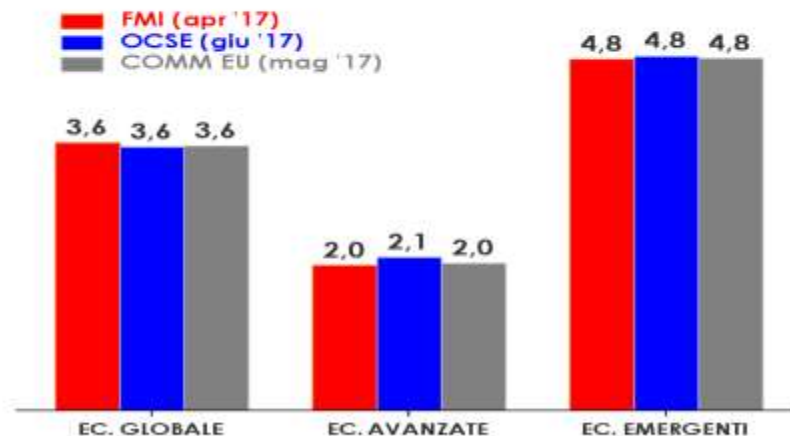
Previsioni di crescita 2017

confronto FMI, OCSE e Commissione



Previsioni di crescita 2018

confronto FMI, OCSE e Commissione

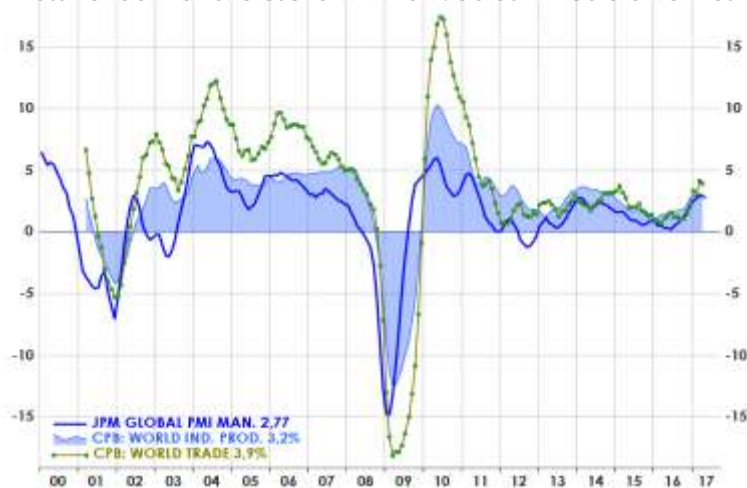


Congiuntura e Mercati

- Dentro l'Unione Monetaria, l'Italia presenta la crescita più bassa fra le quattro maggiori aree, con stime fissate all'1.0% nell'anno in corso (invariato) e allo 0.8% nel prossimo (-0.2), ma la brillante espansione del primo trimestre (+0.4%) e le indicazioni offerte più recentemente dal FMI nel rapporto monografico sull'Italia indicano una crescita dell'1.3% che diventa 1.0% nel 2018-2019). Il miglioramento delle previsioni è frutto del mix espansivo delle politiche economiche, ma debito, incertezza politica, sistema di tassazione e bilanci bancari non ancora sufficientemente robusti condizionano le prospettive, limitando il potenziale espansivo di lungo periodo ed esponendo il sistema ai rischi derivanti da eventuali shock esogeni in misura superiore rispetto alle altre economie europee.
- Per la Germania, le stime sono state aumentate di cinque decimi complessivi nel biennio (2.0% nel 2017, +0.2; ancora 2.0% nel 2018, +0.3), mentre per la Spagna l'incremento è di ben sette decimi: 2.8% nel 2017, +0.5; 2.4% nel 2018, +0.2; per la Francia, il saldo totale sul biennio è nullo, con un decimo in meno nell'anno in corso all'1.3% e uno in più nel prossimo, all'1.5%.

PRODUZIONE IND. COMMERCIO E FIDUCIA

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



- Per quanto concerne le aree emergenti, le prospettive macroeconomiche sono largamente favorevoli e contrassegnate da evidenti segnali di accelerazione ciclica. L'aggregato beneficia nel suo insieme di un aumento della previsione di crescita per un decimo nell'anno in corso (4.6%) e per due nel prossimo (4.8%), secondo una traiettoria che mostra uno scarto deciso rispetto al passo medio dell'anno scorso (4.1%) e che riporterebbe le aree di nuova industrializzazione ai ritmi di espansione massimi dal 2013.
- Con l'eccezione del Sudafrica, ove l'aumento della congiuntura va configurandosi secondo ritmi inferiori a quelli precedentemente ipotizzati (0.8% nel 2017, -0.3; 1.2% nel 2018, -0.5), tutte le altre grandi economie BRICS registrano diffusi miglioramenti delle previsioni. La Russia, -0.2% nel 2016, è vista in crescita dell'1.4% quest'anno (+0.6) e dell'1.6% nel prossimo (+0.6); il Brasile, -3.6% nel 2016, rispettivamente dello 0.7% (+0.7) e dell'1.6% (+0.1); la Cina rallenta dal 6.7% del 2016 al 6.6% dell'anno in corso (+0.1), sino al 6.4% del prossimo (+0.1); infine l'India, che accelera nel biennio dal 7.1% al 7.3% ed al 7.7% (dati invariati).

OCSE – CRESCITA GLOBALE

Variazioni medie annue – Global Outlook, Giugno 2017

	2012	2013	2014	2015	2016	2017 _e	2018 _e	2019 _e	2020 _e
CRESCITA GLOBALE	3.4	3.3	3.4	3.2	3.0	3.5	0.2	3.6	0.0
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	1.6	2.1	-0.3	2.4	-0.4
EUROZONA	-0.8	-0.3	0.9	1.9	1.7	1.8	0.2	1.8	0.2
GERMANIA	0.7	0.2	1.6	1.5	1.8	2.0	0.2	2.0	0.3
FRANCIA	0.0	0.3	0.6	1.2	1.1	1.3	-0.1	1.5	0.1
ITALIA	-2.4	-1.7	-0.3	0.7	1.0	1.0	0.0	0.8	-0.2
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	1.2	0.4	0.6	0.1
REGNO UNITO	0.3	1.7	3.1	2.2	1.8	1.6	0.5	1.0	0.1
CANADA	1.7	2.0	2.5	0.9	1.4	2.8	0.0	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	1.4	0.6	1.6	0.6
CINA	7.7	7.8	7.3	6.9	6.7	6.6	0.1	6.4	0.1
INDIA	4.7	6.9	7.2	7.9	7.1	7.3	0.0	7.7	0.0
BRASILE	1.0	2.7	0.1	-3.8	-3.6	0.7	0.7	1.6	0.1
SUDAFRICA *	2.5	2.2	1.6	1.3	0.3	0.8	-0.3	1.2	-0.5

Raffronti rispetto Interim Outlook Mar'17, salvo casi indicati con * (Nov '16)

Congiuntura e Mercati

- Negli Stati Uniti, il PIL del primo trimestre, largamente condizionato dal clima sfavorevole e dai consueti problemi statistici riconducibili ad un difficoltoso aggiustamento stagionale, è stato rivisto al rialzo all'1.4% (ben sette decimi rispetto alla stima preliminare), con un contributo più ampio dei consumi privati (0.8% da 0.2%) e la conferma del risveglio degli investimenti fissi (1.7%), fattore di cruciale importanza per l'evoluzione del reddito aggregato. Nonostante un flusso di dati inferiore alle attese in giugno, i parametri fondamentali dell'economia rimangono robusti e compatibili con una decisa accelerazione del reddito nel secondo trimestre, nell'ordine del 2.5-3%.
- La Fed ha provveduto UN'volta quest'anno, ad aumentare il costo del denaro di un quarto di punto, portandolo nel range 1-1.25% (FOMC del 14 giugno). La decisione, attesa dai mercati, è frutto di una valutazione favorevole delle condizioni macroeconomiche, con graduale convergenza dei parametri fondamentali verso gli obiettivi dell'autorità monetaria (inflazione al 2% e pieno impiego delle risorse) e si è accompagnata all'annuncio che entro fine anno verrà avviata la riduzione dell'attivo di bilancio tramite il mancato reinvestimento dei flussi di portafoglio.

- Rispetto allo schema formulato tre mesi orsono, le previsioni dei membri del FOMC non hanno subito spostamenti significativi, segnalando un ulteriore rialzo dei tassi nell'anno, che assumiamo nelle nostre previsioni. Gli investitori, invece, indicano come scarsamente probabile la terza stretta, cui attribuiscono una stima che mai supera il 50% di probabilità (tassi impliciti ois*) lungo tutto il 2017. Sulle aspettative giocano un ruolo chiave l'incertezza politica e la scarsa incidenza del programma economico di Trump (il FMI ha così rivisto al ribasso le previsioni sugli Stati Uniti al 2.1% nel 2017 e 2018).
- Sullo sfondo di una congiuntura vigorosa per Eurozona (PIL del primo trimestre corretto al rialzo allo 0.6%, clima di fiducia ai massimi decennali secondo l'indice ESI della Commissione) e di una condizione reflazionistica attivata, per quanto incostante (a giugno, dato preliminare, tasso generale di inflazione in frenata all'1.3%, saggio core a 1.1%), la BCE ha operato il primo cambiamento formale alla *stance* di politica monetaria nella riunione dell'8 giugno, modificando la *forward guidance*, seppure solo nella parte relativa alla possibilità – ora esclusa - di avere tassi ulteriormente più bassi rispetto a quelli correnti. Il Consiglio ha mantenuto invece la locuzione per cui i tassi verranno confermati ai livelli attuali ancora a lungo.

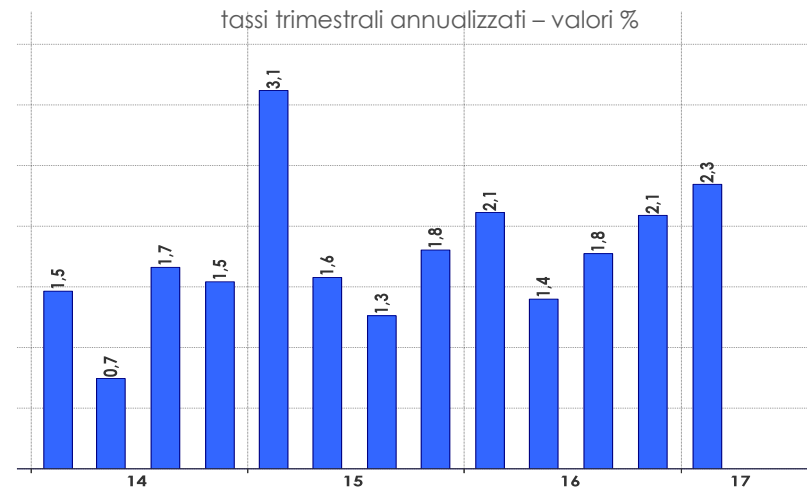
USA – PIL 1° TRIMESTRE 2017

tassi trimestrali annualizzati – valori %



UME – PIL 1° TRIMESTRE 2017

tassi trimestrali annualizzati – valori %



* ois, overnight indexed swap

Congiuntura e Mercati

- La BCE ha accompagnato la svolta con una comunicazione misurata, volta a scongiurare interpretazioni troppo restrittive da parte del mercato, contestualizzandola altresì nel quadro di un ammorbidimento apprezzabile delle previsioni di inflazione (2017 1.5% da 1.7% ; 2018 1.3% da 1.6%; 2019 1.6% da 1.7%); in forza di questo scenario la banca centrale, pur riconoscendo la pressoché totale scomparsa dei rischi deflazionistici, ha perorato la necessità di assicurare ulteriore accomodamento monetario al sistema. In ogni caso, la percezione di un passaggio ineludibile dalla fase emergenziale verso una *policy* meno lasca rende il mercato ipersensibile ad ogni segnale "normalizzatore", creando il potenziale per sommovimenti repentini, fuori squadra rispetto ai fondamentali economici.
- E' quanto accaduto a fine giugno (simposio dei banchieri centrali a Sintra, in Portogallo), ove un ordinario riferimento di Draghi alla necessità di mantenere congruenti politica monetaria e congiuntura è stato inteso - in modo distorto - quale indicazione di un qualche imminente cambiamento.
- La probabilità discretamente elevata ed in crescita, oltre 70% (tassi impliciti ois) attribuita all'ipotesi di un aumento del tasso depo entro l'estate 2018 è un altro indicatore dell'inclinazione del mercato sull'argomento. Nell'ultima decade di giugno si sono così innestati strappi direzionali che hanno segnato rendimenti e quotazioni. Nonostante una più bassa inflazione, ma nel solco di politiche monetarie non più espansive o che svolteranno in tal senso fra pochi mesi, il mercato obbligazionario si è mosso con una certa coerenza
- Il biennale del Tesoro statunitense ha raggiunto 1.38%, picco di tre mesi, il decennale ha interessato area 2.3%, ai massimi di un mese; il tasso governativo tedesco a due anni ha toccato -0.56%, record da novembre 2016, il Bund è cresciuto per quasi 20bps a 0.45%. In Italia, il titolo a due anni si è assestato al rialzo in area -0.1 dopo che a metà giugno aveva raggiunto i minimi storici al di sotto di -0.25%, mentre il Btp decennale ha riavvicinato quota 2.20%, dopo essere sceso in prossimità dei minimi dell'anno, sotto 1.90%. Lo *spread* Btp-Bund ha stretto sin sotto quota 165 punti base, recuperando area 170 che dovrebbe essere di transito per valori più elevati in futuro.

CURVE DI RENDIMENTO

rilevazione del 30/06/2017



RENDIMENTI DECENNALI GOVERNATIVI DAL 2007



Congiuntura e Mercati

- L'indice relativo alle emissioni in euro dei mercati emergenti si è mosso al rialzo da area 2,45% a 2.65%, allontanandosi dai minimi di un anno.
- Anche il comparto obbligazionario non-governativo in euro ha registrato rendimenti più elevati: l'indice che raggruppa le società più solide, con *rating* maggiore (*investment grade*) è tornato sopra 1,3% da 0.9%, mentre quello relativo a società con profilo rischio/rendimento più elevato (*high yield*) è aumentato in misura più contenuta, rimanendo sui minimi assoluti, in area 3.4%.
- Per i mercati azionari, il saldo su base mensile degli indici statunitensi è sostanzialmente in pareggio, quello europeo è negativo, mentre Giappone e Cina hanno performance periodali positive. Negli Stati Uniti il comparto si caratterizza con S&P500 positivo e Nasdaq negativo per frazioni di punto, in attesa dell'avvio della stagione degli annunci dei risultati delle imprese quotate. Sull'arco dell'ultimo mese, gli indici europei hanno invece ceduto tra i due e i tre punti e mezzo a seconda del mercato di riferimento. Questa maggiore negatività contingente si spiega probabilmente con la sovraperformance accumulata dall'inizio dell'anno da molti indici.

- Le pressioni esercitate dalle attese - più o meno forzate - di cambiamento di politica da parte della BCE avrebbero determinato vendite prudentziali, laddove presenti maggior margini di guadagno. Assai meno colpito il FTSEMIB italiano che nelle ultime settimane ha beneficiato di svariati eventi favorevoli, di ordine politico, economico e dei progressi intervenuti nel settore del credito.
- Pur considerando livelli valutativi molto elevati, confermiamo le indicazioni positive su tutto il comparto azionario, soprattutto per quegli indici ove la spinta dei fondamentali è alimentata da condizioni finanziarie espansive del sistema di riferimento.
- Il cross eurodollaro ha superato quota 1.14, mai così alto dal mese di maggio dello scorso anno; il movimento appare eccessivo poiché scaturito dalle speculazioni per cui la BCE potrebbe essere meno accondiscendente, ma si regge sulla minore tonicità del dollaro (*Russiagate* e congiuntura priva della spinta della politica economica), mentre a livello endogeno ha potuto giovare di numerosi, opportuni esiti elettorali che hanno composto un quadro politico-istituzionale favorevole come non accadeva da molti mesi al rilancio del progetto comunitario.

MERCATI AZIONARI DAL 2006



EURODOLLARO DAL 2001

