

23 Maggio 2017

Traduzione in italiano del «Global Macro Thoughts» del 22/05/2017
di Pierre Olivier Befly, Chief Economist di Exane BNP Paribas

Reality check

PUNTI CHIAVE:

- o La reflazione sostenuta dal petrolio è giunta ad una conclusione
- o Siamo meno preoccupati dei rialzi dei rendimenti a lungo termine che del crollo dei prezzi del petrolio che condurrà a nuove tensioni nel mercato del credito
- o Il consensus sull'Eurozona è ancora troppo cauto



Pierre Olivier Befly,
Chief Economist Exane BNP Paribas

“A gennaio, nel nostro outlook sulle prospettive globali avevamo sottolineato che i rendimenti delle obbligazioni governative USA e il dollaro si sarebbero indeboliti non appena il mercato avrebbe digerito il tema della reflazione. Nel nostro nuovo scenario, pubblicato la scorsa settimana, abbiamo evidenziato che **il tema della reflazione sostenuta dal petrolio è ormai finito** ed è arrivato il momento di concentrarsi su altri temi.

In effetti, la ripresa nell'inflazione sembra essere giunta ad una conclusione e gli indici di sorpresa economica stanno registrando un calo. I leading indicator hanno cominciato, addirittura, a deludere negli USA. Alla fine di quest'anno saremo ben oltre il picco della politica monetaria globale accomodante. Nel complesso, **la crescita globale dovrebbe essere robusta nei prossimi due trimestri**. Ma i leading indicator dovrebbero deludere, **colmando il divario tra i dati hard** che mostravano un sentiment contrastante sul **mercato e i dati soft** che invece erano più positivi. Vedremo come reagirà il mercato a questo “reality check”.

Gli indici di sorpresa economica stanno registrando un calo
G10- Indice di sorpresa economica vs. prezzo del petrolio



Fonte: Exane BNP Paribas – Maggio 2017

Inoltre, il ritardo di Trump nell'applicazione di nuove misure fiscali aumenterà ulteriormente la redditività delle aziende, ma dubitiamo che abbia un'influenza positiva sull'economia. **Nel brevissimo termine, l'incertezza politica sarà un argomento principale negli USA**. Comunque siamo più preoccupati per la situazione in Brasile dove il presidente Temer è sotto accusa in merito ad una presunta tangente a un vecchio alleato per comprare il suo silenzio. Secondo noi, la probabilità dell'implementazione di una procedura di impeachment contro Trump è bassa per quest'anno dato che il presidente USA rimane molto popolare tra gli elettori repubblicani. Un evento di tal tipo potrebbe essere più probabile nel 2018 se i democratici vinceranno le elezioni per la camera dei rappresentanti, ma anche in questo caso sarebbe necessario il supporto dei repubblicani al senato per deporre Trump dalla Casa Bianca.

La prossima settimana, dovremmo, inoltre, avere più dettagli sul bilancio del 2018. Il taglio delle tasse e la deregolamentazione sono due delle aree dove i repubblicani del

congresso e Trump hanno la stessa visione. Ma le recenti tensioni politiche hanno messo in evidenza che la speranza di un corposo impulso fiscali negli USA potrebbe essere mal riposta.

In questo contesto, non siamo troppo preoccupati dell'andamento al rialzo dei rendimenti. Il nostro target per il decennale USA a fine anno è al 2,5%, livello inferiore a quello stimato dal consensus. In linea con la nostra teoria dei cicli di lungo termine, la sovra-capacità globale è elevata e dovrebbe persistere fino all'inizio del decennio 2020. Inoltre la Fed vuole ridurre il suo bilancio, ma ciò sarà graduale e già integrato dagli investitori. Continuiamo a ritenere che il rendimento dei titoli di stato USA sarà su livelli minimi nei prossimi mesi prima di un **moderato rialzo per la fine dell'anno**.

Il rischio principale è una nuova fase di stress nel mercato del credito. Ci sono ulteriori segni di maturità dei cicli, specialmente negli USA con il restringimento del credito nel settore degli immobili commerciali e il picco nei prestiti e nelle vendite del settore automobilistico. Anche il debito delle aziende è molto elevato. Quindi l'economia globale è particolarmente sensibile ai rialzi dei titoli obbligazionari corporate.

In questo contesto, **sarà necessario monitorare il mercato del petrolio con attenzione**. Come scritto la settimana scorsa, le riserve di petrolio rimangono elevate, minacciando l'abilità dell'OPEC di spingere i prezzi verso l'alto. Perciò, l'incontro dell'OPEC di giovedì prossimo potrebbe non essere così importante come sembra. Inoltre la produzione USA da pozzi sta diventando più efficiente e i break even stanno diminuendo. Al contrario della visione del consensus, i **prezzi del petrolio potrebbero scendere nei prossimi mesi e scatenare un remake dello stress del 2015**.

Per concludere, anche se la visione rialzista sull'Europa è ora consensuale, pensiamo che sia ancora troppo conservativa. Abbiamo rivisto al rialzo la nostra stima sulla crescita del 2017 dell'Eurozona al 2%, livello superiore rispetto al consensus. Inoltre, i rischi politici estremi sono limitati per i prossimi due anni nell'Eurozona. Infine, la BCE continuerà a comprare titoli obbligazionari oltre la fine dell'anno riducendo il ritmo mensile a 30mld EUR piuttosto che smettere di acquistare asset fra sei mesi, come prospettato dal consensus. Secondo noi, la forward-guidance rimarrà accomodante. Come sottolineato da Weidmann la scorsa settimana, “l'inflazione necessita di diventare più sostenibile prima che la BCE prenda qualsiasi decisione”. Il rialzo nell'EURUSD potrebbe essersi spinto oltre recentemente.

Al contrario, la liquidità di USD negli EM è in calo. Finora le condizioni finanziarie globali sono rimaste favorevoli per i mercati emergenti. Ma la Fed e la PBOC stanno conducendo una moderata stretta monetaria mentre la liquidità in USD continua a calare. Dato il probabile picco nella crescita cinese, **il momentum economico degli EM dovrebbe rallentare**. ”

Contatto:



italian.derivatives@exane.com



+39 02 8963 1705

Reality Cheque

KEY POINTS:

- o The oil-based reflation theme is over
- o We worry less about surging yields than collapsing oil prices leading to renewed tensions in credit markets
- o The consensus is still too cautious on the Eurozone



Pierre Olivier Befly,
Chief Economist Exane BNP Paribas

“ In January, we highlighted that US bond yields and the USD would weaken as markets digested the reflation trade. In the update we published last week (see ECONOMICS RESEARCH: Reality Cheque), we highlighted that the oil-based reflation theme is now over and it is time to focus on other ideas.

Indeed, the pick-up in inflation seems to have run its course and economic surprise indexes are decreasing. Leading indicators are even beginning to disappoint in the US. By the end of this year we will also be well past the peak of global monetary accommodation. All in all, global growth will be solid over the coming two quarters. But leading indicators should disappoint, closing the recent gap between mixed hard and bullish soft data. Let's see how markets react to this reality check.

Economic surprise indexes are decreasing
G10- Economic surprise index vs. oil prices



Source: Exane BNP Paribas – May 2017

Moreover, Trump's delayed Cheque will further boost corporate profitability, but we doubt it will do much for the economy. In the very short term, political uncertainty is back in the US. However we are more worried about Brazil where President Temer is facing allegations that he assented to bribe to buy the silence of a former ally. In our view, the likelihood of an impeachment procedure against Trump is low this year as Trump remains a very popular President among republican voters. It may be more likely in 2018 if the democrats win the House but even then democrats will need the support of the Republican at the Senate in order to oust Trump from office.

Next week, we should also have more details about the 2018 budget. Cutting tax and deregulation are two areas where congressional Republicans and Trump have the same view. But the recent political mess highlights that hope of a large US fiscal impulse may be misplaced.

In such a context, we are not too worried about surging yields. Our 10-year US yield year-end target is at 2.5%, below consensus. In line with our theory of long-term cycles, global overcapacity is elevated and should persist until the early 2020s. Moreover the Fed wants to reduce its balance sheet, but it will be gradual and has already been well telegraphed to investors. We continue to see US bond yields edging lower over the coming months before moderately rising by the end of the year.

The main risk remains a renewed stress in credit markets. There are further signs of maturing cycles, especially in the US with the tightening credit in commercial real estate and the peak in auto loans and sales. Corporate leverage is also very elevated. Therefore the global economy is very sensitive to a rise in corporate bond yields.

In such a context, we shall monitor oil markets closely. As I wrote last weekend, oil inventories remain elevated, undermining OPEC's ability to push oil prices higher. As such, the focus on the next OPEC meeting next Thursday may not be as important as it seems. Moreover US production from wells is becoming more efficient and break evens are falling. Contrary to the consensus view, oil prices may therefore decrease over the coming months and a very sharp fall in oil prices could trigger a remake of the 2015 stress.

To conclude, although being bullish on Europe is now a consensual call, we think that the consensus is still too cautious. We have upgraded our 2017 Eurozone growth forecast to 2%, above consensus. Moreover, Eurozone political tail risks are limited for the coming two years and the ECB will keep buying bonds beyond the end of the year. Finally the ECB will keep buying bonds beyond the end of the year by reducing the monthly pace of purchase to EUR30bn rather than tapering off asset purchases in 6-month time as expected by the consensus. And the forward-guidance will remain dovish in our view. As Weidmann highlighted last week, "the inflation needs to become more sustainable before the ECB takes any action". The rise in the EURUSD may have gone too far recently.

On the contrary, USD liquidity for EM is dwindling. Global financial conditions have remained supportive for emerging markets so far. But the Fed and the PBOC are leading a moderate monetary tightening while global USD liquidity continues to shrink. Given the likely peak in Chinese growth, EM economic momentum should cool. ”

Il documento è una comunicazione a carattere promozionale. Questo documento non è stato redatto in conformità alle disposizioni normative volte a promuovere l'indipendenza dell'analisi finanziaria. Questo documento può tuttavia costituire una raccomandazione d'investimento ai sensi della regolamentazione "Abus de Marché" n° 596/2014.

Il documento è stato prodotto da Exane Derivatives SNC («Exane Derivatives»). Exane Derivatives, società del gruppo Exane (Exane SA e tutte le sue controllate direttamente e indirettamente), è un'entità autorizzata dall'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution, in qualità di istituto di credito specializzato, fornitore di servizi di investimento, ed è regolata dall'Autorité des Marchés Financiers e dall'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution. La succursale di Ginevra di Exane Derivatives Paris è autorizzata dall'Autorité Fédérale de Surveillance des Marchés Financiers (FINMA) in qualità di succursale estera di negoziazione di valori mobiliari. Anche la succursale di Milano di Exane Derivatives è autorizzata dall'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution, così come dalla Banca d'Italia, a fornire determinati servizi di investimento in regime di libera prestazione. Il documento è una comunicazione a carattere promozionale. Questo documento non è stato redatto in conformità alle disposizioni normative volte a promuovere l'indipendenza dell'analisi finanziaria. Exane Derivatives non è soggetta ad alcun divieto nel trattare gli strumenti finanziari in questione previa diffusione delle comunicazioni.

Il contenuto di questo documento è unicamente a scopo informativo. Tutte le informazioni contenute in questo documento sono state prese da fonti considerate attendibili, seppur non se ne garantisca la veridicità. Questo documento non intende fornire informazioni complete riguardo gli strumenti finanziari, i mercati e i trend descritti. Le opinioni e le altre informazioni presenti in questo documento sono valide alla data in cui sono state prodotte e non saranno necessariamente oggetto di un aggiornamento. Questo documento è fornito esclusivamente a scopo informativo a investitori professionali o a controparti eleggibili. Il contenuto del presente documento informativo non deve essere usato per scopi valutativi e non costituisce in alcun modo un'offerta di acquisto o di vendita dei prodotti finanziari menzionati e non potrà essere considerato come una consulenza d'investimento né una raccomandazione a concludere le operazioni menzionate. Questo documento può tuttavia costituire una raccomandazione d'investimento ai sensi della regolamentazione "Abus de Marché" n° 596/2014. Le dichiarazioni sui conflitti di interesse di Exane Derivatives relativi agli strumenti finanziari interessati dalla presente comunicazione sono disponibili sul sito www.exane.com/disclosures. Le opinioni e le informazioni contenute in questo documento possono contenere elementi provenienti dalla Ricerca del Gruppo Exane e/o dal dipartimento Strutturazione. Pertanto non vi è un autore specifico. I prodotti strutturati non sono appropriati per tutti gli investitori. La ricezione di questi prodotti implica dei rischi. Le informazioni contenute nel presente documento non prendono in considerazione i bisogni specifici di determinate persone. E' compito del investitore procedere con una propria analisi delle caratteristiche e dei rischi legati alle operazioni, ai prodotti o alle transazioni menzionate in questo documento, facendo eventualmente ricorso ai suoi propri consulenti. Exane Derivatives declina ogni responsabilità per ogni danno o perdita derivante dall'uso di queste informazioni o di una loro parte. I dati finanziari inclusi nel presente documento possono essere riferirsi a performance passate. Le performance passate non sono un indicatore attendibile delle performance future. Le fluttuazioni nei tassi di cambio valutari possono avere un impatto negativo sul valore, sul prezzo e sui ricavi dei prodotti analizzati in questo documento. Exane Derivatives e/o un'altra società del gruppo Exane possono avere al momento di redazione del documento, o avere avuto, interessi, o posizioni di acquisto e vendita, sugli strumenti finanziari descritti in questo documento, e che Exane Derivatives può in ogni momento comprare o vendere questi strumenti per conto proprio, o per conto di terzi, e può agire, o aver agito, sul mercato o market maker riguardo i titoli menzionati. Inoltre, Exane Derivatives e/o un'altra società del gruppo Exane, può avere, o avere avuto, un rapporto d'affari con le società menzionate, o offrire, o avere offerto, servizi come ad esempio corporate finance, capital markets o altri tipi di servizi. Il contenuto di questo documento non può essere riprodotto, né tutto né in parte, o distribuito a soggetti terzi, senza preventiva autorizzazione di Exane Derivatives. Le persone che dovessero venire in possesso del presente documento sono pregate da Exane Derivatives di informarsi ed rispettare tutte le norme e le regolamentazioni sul possesso e sulla distribuzione di documenti informativi di questo genere.