

19 Settembre 2017

Traduzione in italiano del «Global Macro Thoughts» del 18/09/2017  
di Pierre Olivier Befly, Chief Economist di Exane BNP Paribas

## (Ri)Parlando di reflazione

### PUNTI CHIAVE:

- Primi segnali per una ripresa dell'inflazione ciclica a partire dal prossimo anno
- Il consensus potrebbe essere troppo pessimistico sulla politica degli Stati Uniti
- La Fed potrebbe essere più hawkish di quanto atteso



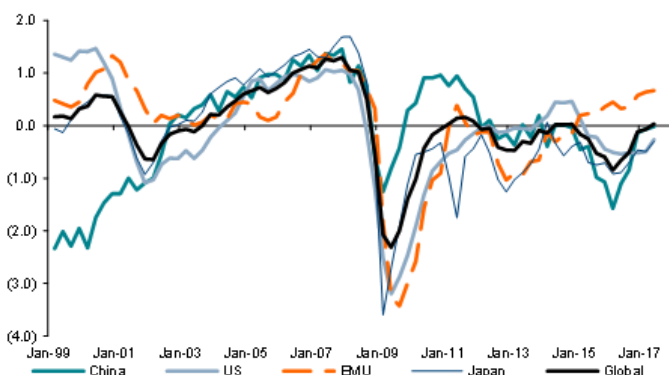
Pierre Olivier Befly,  
Chief Economist Exane BNP Paribas

“ La reflazione, intesa come una crescita globale più sostenuta e un'inflazione più robusta, è stata il tema principale sui mercati

da giugno 2016 a marzo di quest'anno. Da allora, malgrado la costante crescita globale, il consensus ha abbandonato le aspettative di un aumento dell'inflazione. Come sapete, una delle nostre principali opinioni, contrarie al consensus, è la ripresa dell'inflazione globale, in particolare intorno alla prossima primavera. **Stiamo finalmente osservando dei segnali che potrebbero confermare la nostra ipotesi.**

Per esempio, l'inflazione cinese ha sorpreso positivamente ad agosto: la crescita sia del CPI sia del PPI è aumentata più delle attese, rispettivamente a 1,8% e 6,3% nell'anno (da 1,4% e 5,5% a luglio). L'accelerazione nei prezzi dei produttori riflette l'aumento nella quotazione delle materie prime e la crescita resiliente dell'attività domestica (come indicato dal PMI questo mese). Inoltre, le autorità cinesi sono state in grado di tagliare la sovra-capacità in alcuni settori come quelli della produzione d'acciaio e di carbone. **Considerato ciò, il tasso di utilizzazione della capacità globale è ora leggermente al di sopra della sua media storica, aprendo la strada a un possibile rialzo dell'inflazione globale.**

La sovra-capacità è al di sopra della sua media storica  
Indice di utilizzazione della capacità normalizzato



Fonte: Datastream, CEIC, stime di Exane BNP Paribas – Settembre 2017

Negli Stati Uniti, l'inflazione è stata molto bassa nel primo semestre dell'anno. Tuttavia, dopo cinque mesi consecutivi in cui il CPI ha registrato dati negativi, a settembre l'indice ha avuto uno shock positivo, con un crescita sia dell'inflazione totale sia di quella intrinseca. L'impatto degli uragani che hanno recentemente colpito il territorio americano, sull'inflazione si farà sentire sui numeri di settembre, con possibili distorsioni sui prezzi dei carburanti, delle abitazioni, delle auto, dei materiali edili e delle assicurazioni. Ciononostante, il trend tende verso una maggiore inflazione ciclica negli Stati Uniti. **I dati deludenti del primo semestre sono da attribuire parzialmente a dei fattori che si stanno affievolendo, in particolare un ribasso netto dei prezzi per gli abbonamenti telefonici wireless e il ritardo degli effetti conseguenti al crollo dei prezzi delle**

**materie prime avvenuto nel 2015-2016.** In prospettiva, troviamo diversi fattori (prezzi d'importazione più alti, tasso d'utilizzazione globale maggiore e tasso di disoccupazione basso) che dovrebbero supportare l'inflazione negli USA nel prossimo anno.

Nel complesso, questo significa che la reflazione potrebbe tornare temporaneamente al centro dell'attenzione dei mercati entro la fine dell'anno. **Obiettivamente, non vediamo alcuna ragione per un rialzo dell'inflazione strutturale dato il duraturo impatto negativo della globalizzazione, della digitalizzazione e della crescita demografica.** Nell'Eurozona, qualsiasi rimbalzo dell'inflazione non dovrebbe essere preso in considerazione dato il recente apprezzamento dell'Euro. Ciononostante, un'inversione ciclica sull'inflazione negli Stati Uniti e a livello globale sarebbe una sorpresa per il consensus.

Anche le politiche statunitensi dovranno essere monitorate attentamente. Ci sono poche aspettative rispetto alla riforma fiscale e alle agevolazioni connesse dato che l'amministrazione Trump è stata deludente finora nell'implementazione del suo programma. Tuttavia, come sottolineato più volte, una riforma fiscale è ancora possibile dati alcuni segnali di riavvicinamento tra l'amministrazione e i rappresentanti del Congresso repubblicani (e sorprendentemente anche con un numero crescente di democratici). **Ad ottobre, dovrebbe essere raggiunta una decisione finale sul target per le entrate attese dai contributi fiscali e questo dovrebbe essere un dato chiave per comprendere le prospettive della riforma.**

In conclusione, al momento, rimaniamo dell'opinione che la Fed debba tenere fede al suo piano di restringimento monetario. Quasi sicuramente la Fed annuncerà l'inizio dell'attività di riduzione del bilancio nell'incontro del 20 settembre. Tuttavia, il consensus attende a malapena un solo rialzo dei tassi da qui alla fine dell'anno prossimo. A nostro parere un solo rialzo non sarà sufficiente dato il possibile rimbalzo dell'inflazione.

Il prossimo anno, la composizione del FOMC probabilmente rafforzerà l'approccio preventivo di restringimento monetario. In primo luogo, il Presidente Trump ha ora quattro posti vacanti da riempire nel Board of Governors dopo la dipartita del vice presidente Stanley Fischer, senza menzionare la possibile sostituzione di Janet Yellen all'inizio del prossimo anno. **Molti dei papabili candidati per queste posizioni hanno espresso visioni a favore del restringimento monetario preventivo o vorrebbero fare più affidamento sulla politica monetaria per giustificare le proprie azioni.** Secondo la Fed, la maggioranza di queste regole richiederebbe dei tassi più alti durante i prossimi trimestri. Inoltre, i presidenti delle Fed regionali che avranno diritto al voto nel 2018 sono più hawkish dei votanti attuali. Generalmente i membri regionali della Fed non hanno grande importanza ma dati i posti vacanti nel Board potrebbero avere più influenza il prossimo anno. ”

### Contatto:



italian.derivatives@exane.com



+39 02 8963 1705

## Reflation revisited Who stole my September

### KEY POINTS:

- *Early signs of a pick-up in cyclical inflation next year*
- *The consensus may be too pessimistic on US politics*
- *The Fed could also be more hawkish than currently perceived*



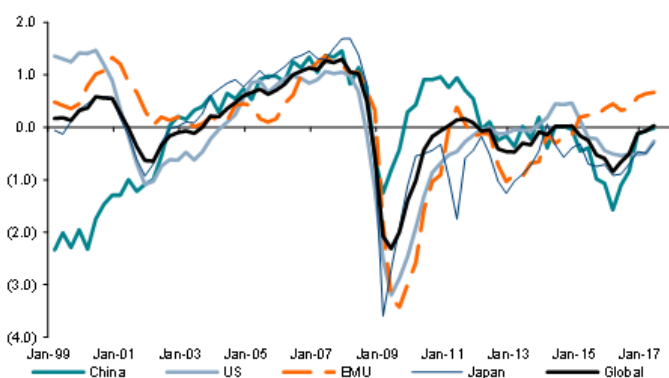
Pierre Olivier Befly,  
Chief Economist Exane BNP Paribas

“Reflation, both a stronger global growth and a firmer inflation, was the main market theme from June 2016 to March this year. Of since then, despite steady global growth, the consensus has capitulated in expecting higher inflation. But as you know, one of our main non-consensual calls is that global inflation should pick up, in particular next spring. We are at last beginning to see some evidence that our call may prove right.

For instance Chinese inflation surprised positively in August. Both CPI and PPI growth increased more than expected, respectively to 1.8% and 6.3% y/y (from 1.4% and 5.5% in July).

The acceleration in producer prices reflects increasing commodity prices and resilient domestic activity growth (as indicated by PMIs this month). Moreover, Chinese authorities have succeeded in cutting overcapacity in some specific sectors like steel and coal. As such, the global capacity utilisation rate is now slightly above its historical average, paving the way for some uptick in global inflation (see chart below).

Overcapacity is above its historical average  
Normalised capacity utilisation indices



Source: Datastream, CEIC, Exane BNP Paribas estimates – September 2017

In the US, inflation has been very low in H1 but after a run of five successive downward surprises to the CPI, September saw an upside shock, with both headline and core inflation rising. Impacts from the hurricanes on inflation will make themselves felt beginning with the September numbers, with distortions to gasoline, lodging away from home, autos, building materials and insurance all possible. But the trend is for higher US cyclical inflation. Disappointing US inflation prints in H1 were partly due to factors that are fading, such as a sharp fall in wireless subscription prices and the delayed impact of the

collapse in commodity prices in 2015-2016. Looking forward, we find several factors (higher import prices, higher global capacity utilisation rates, and low unemployment) that should support inflation in the US in the coming year.

All in all, this means that reflation could temporarily return as a market theme by year-end. Admittedly, we see no reason why structural inflation should rise given the long-lasting negative impact of globalisation, digitalisation and demographics. In the Eurozone, any rebound of inflation should be muted given the recent sharp appreciation of the Euro. However, a cyclical upturn in US and global inflation would be a surprise for the consensus.

US politics will also be important to monitor. There is little expectation from the consensus on tax reform, tax cuts or any US fiscal stimulus as Trump's administration has been very disappointing so far. However, as I have highlighted several times, a tax reform is still possible given some signs of rapprochement between Trump's administration and Congressional Republicans (and more surprisingly Democrats). In October, a final decision should be made on a revenue target for tax legislation which will be a key signal regarding the prospects for tax reform.

To conclude, we remain of the view that the Fed may stick to its tightening plan for now. There is little doubt that the Fed will announce the start of its balance sheet unwind when it meets on September, 20. But the consensus barely expects one rate hike by the end of next year. This looks extremely low given the likely rebound in inflation.

The FOMC composition next year is also likely to reinforce the pre-emptive tightening approach. First, President Trump now has four vacancies to fill on the Board of Governors after the departure of Vice Chair Stanley Fischer, not to mention the possible replacement of Janet Yellen early next year. Many would-be candidates for these positions have taken positions for a pre-emptive tightening approach or would like to rely more on monetary policy rules to justify their decisions. According to the Fed, a majority of these policy rules call for higher rates in the coming quarters. Second, the regional Fed presidents that have a voting right in 2018 are more hawkish than the voting members of this year. Usually regional Fed members do not matter much. But vacancies on the Board mean they could have more influence next year.

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](http://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 negoziazione di questi prodotti implica dei rischi. Le informazioni contenute nel presente documento non prendono in considerazione i bisogni specifici di determinate persone. È compito dell'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 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.