

FINANZA

La settimana finanziaria

di **Mediobanca S.p.A.**



MEDIOBANCA

IL PUNTO DELLA SETTIMANA: continua la “stagflazione inversa” del Giappone

- **La fiducia delle imprese manifatturiere è peggiorata per la prima volta in due anni, ma i piani di investimenti restano solidi all'interno del Tankan**
- **Le aspettative di inflazione continua a restare particolarmente moderate, anche perché le imprese cercano di assorbire l'aumento dei salari attraverso una riduzione dei servizi**
- **Restano positive solidi i piani di investimento per il resto del 2018 delle diverse società**

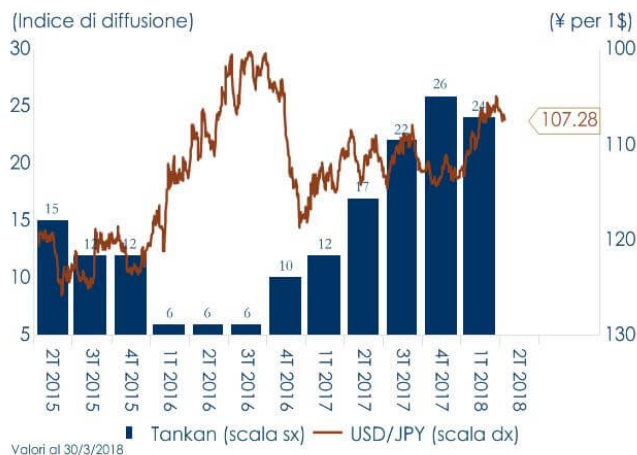
Il Giappone continua a permanere in una fase di “**stagflazione inversa**”, ovvero in una fase caratterizzata da bassa inflazione (ma con un rischio ridotto di deflazione), crescita sopra il potenziale e un basso tasso di disoccupazione (che non si registrava dal 1993). Questa fase è affiancata da una politica monetaria ancora estremamente accomodante, come ha ribadito Kuroda, durante il discorso inaugurale del suo secondo mandato alla guida della BoJ. Il governatore ha sottolineato che “è troppo presto” per discutere le strategie di uscita dalla politica monetaria ultra-accomodante. Per questo, la BoJ non si unirà a breve al processo di uscita dalle politiche monetarie espansive, intrapreso dalle altre banche centrali, bensì farà tutto il possibile per raggiungere l'obiettivo di inflazione del 2%, che rimane ancora lontano. **Le ancora modeste pressioni inflazionistiche forniscono l'argomento principale alla BoJ per conservare la sua strategia ultra-espansiva**, che prevede tassi negativi dello 0,1% su una parte dei depositi in eccesso delle istituzioni finanziarie, oltre a massicci acquisti di bond e *asset* nel contesto di una politica di controllo della curva dei rendimenti, finalizzato a tenere intorno a zero i tassi di mercato sui decennali. Anche **le aspettative di inflazione delle imprese sono stabili**, con il livello generale dei prezzi atteso dalle società, espresso in termini di CPI, pari a 0,8% a/a in marzo contro +0,8% a/a in dicembre e +0,7% a/a in settembre. **La tendenza al rialzo dei prezzi sembra destinata a continuare, ma molto lentamente**. Attualmente, le aziende sono costrette ad aumentare i salari per far fronte alla carenza di manodopera - in particolare

tra le piccole aziende del settore non manifatturiero ad alta intensità di lavoro - ma continuano ad adottare strategie prudenti in materia di prezzi, cercando di assorbire i costi, attraverso riduzioni dei servizi forniti, anziché trasferirli ai prezzi di produzione. Questo atteggiamento prudente delle imprese potrebbe, però, portare ad un peggioramento della redditività pesando sulla ripresa degli utili, già appesantiti dalla **forza dello yen**. **Questo spiega parte del recente indebolimento della fiducia delle imprese:** a marzo il Tankan, l'indice di diffusione delle condizioni commerciali attuali (periodo di indagine: 26 febbraio-30 marzo) è sceso a 24 per i grandi produttori (a dicembre: 26) e a 23 per la larga produzione (a dicembre: 25), con il primo che registra il primo calo da marzo 2016. Questo deterioramento della fiducia delle imprese potrebbe essere ulteriormente esacerbato da un futuro aumento delle frizioni commerciali tra Stati Uniti e Cina. **Restano invece solidi i piani di investimento per il resto del 2018 delle diverse società** (compresi gli investimenti immobiliari, esclusa la componente software) che registrano un miglioramento rispetto alla previsione per l'anno successivo nel sondaggio di marzo 2017 (-1,3%) e la più forte dall'indagine di marzo 2007, pur indicando un moderato rallentamento (-0,7% a/a nell'anno a venire). Questo è stato confermato anche dal recente dato degli ordini di macchine *core*, aumentati del 2,1% m/m a febbraio, al di sopra delle attese (-2,5%) e che segue l'aumento dell'8,2% m/m in gennaio. Gli ordini principali registrano quindi un + 4,3% t/t in T1, più saldi della proiezione del sondaggio ESRI di (1,5%) e segneranno il terzo aumento trimestrale consecutivo. Ricordiamo che il parlamento giapponese ha approvato la legge sulla riforma fiscale 2018, che includeva incentivi fiscali aziendali per aumenti salariali e investimenti che aumentano la produttività. In questo contesto, il consumo reale di febbraio dell'indagine sulle famiglie si è attestato a -0,9% a/a, in moderato calo, dopo una forte accelerazione a gennaio (+ 1,9%). I salari nominali sono aumentati bruscamente a febbraio del + 1,3% a/a. Anche la lettura finale di gennaio è stata rivista in modo significativo, a + 1,2% a/a, dal valore preliminare di + 0,7%.

Il Tankan manifatturiero mostra il primo calo da marzo '16

Le imprese cercano di assorbire gli aumenti salariali mantenendo moderata l'inflazione

Il Tankan manifatturiero mostra il primo calo da marzo '16



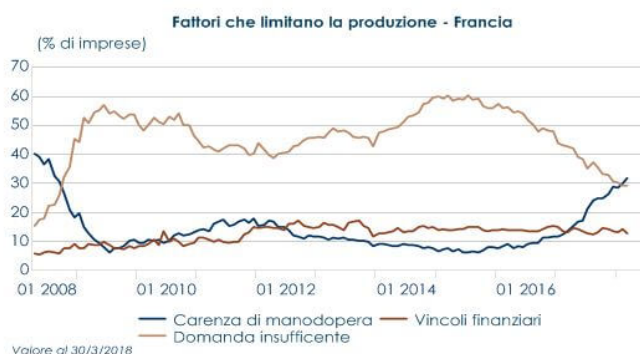
Le imprese cercano di assorbire gli aumenti salariali mantenendo moderata l'inflazione



LA SETTIMANA TRASCORSA

EUROPA: ancora dati in rallentamento per l'Area Euro, ma alla base sembra esserci un vincolo di capacità produttiva

I dati relative al commercio tedesco segnalano un contesto più debole nel mese di febbraio, lasciando intravedere una moderata perdita di *momentum* della crescita tedesca. L'avanzo commerciale è sceso a € 19,2 miliardi rispetto ai precedenti € 21,5, dopo che le esportazioni sono diminuite del 3,2% m/m e che le importazioni sono diminuite dell'1,2%. Il calo delle esportazioni è in linea con il recente calo degli ordinativi, anche se hanno pesato i condizionamenti negativi e le difficoltà di approvvigionamento. Anche **la produzione industriale dell'Area Euro ha mostrato un rallentamento in febbraio, (-0,8% m/m; consenso: 0,2% m/m)**. La produzione continua a crescere su base annua, ma il tasso di crescita scende a 2,9% a/a (consenso: 3,8% a/a). **Il dato conferma dunque un inizio anno sottotono per l'attività produttiva delle imprese dell'Area Euro, dopo un 2017 che ha comunque visto il tasso di crescita dell'economia aggregata ai massimi da 10 anni.** Questo rallentamento sembra essere stato guidato da tre fattori, quali le condizioni meteorologiche avverse, la forza dell'euro e vincoli di capacità produttiva. Infatti, la *survey* della Commissione Europea, che indaga quali siano i fattori che stanno frenando la produzione, ha rilevato che in T1, la proporzione di imprese industriali che hanno riferito di avere livelli inadeguati di capex è ai massimi dal T2 2011, mentre la proporzione di imprese industriali e servizi, che denunciavano la mancanza di personale per la loro attività, è stata la più alta dal sondaggio del 2003. Al contrario, la proporzione di imprese che lamentato la mancanza di domanda era è stata la più basso da prima della crisi finanziaria.



A febbraio, l'**avanzo commerciale nominale destagionalizzato dell'Area Euro si è ampliato** dai 20,2 miliardi di gennaio a 21,0 miliardi di euro. Il miglioramento è stato più cospicuo di quanto ci si potesse aspettare dai dati nazionali (pubblicati in precedenza), il che dimostra che il surplus commerciale della Germania si è ridotto da € 21,5 miliardi a € 19,2 miliardi, mentre il deficit commerciale della Francia è stato leggermente modificato a € 5,2 miliardi. Detto questo, il dettaglio nel rilascio della Area Euro è stato piuttosto scoraggiante. L'eccedenza si è ampliata solo perché il calo delle importazioni del 3,1% ha superato il calo delle esportazioni del 2,3%. Pertanto, è ragionevole attendersi che il surplus commerciale dell'Area si restringerà marginalmente in T1. **I dati rilasciati in settimana relativi al Regno Unito rafforzano le aspettative di una crescita debole in T1.** La produzione industriale è cresciuta dello 0,1% m/m (consenso: 0,4% m/m, valore precedente: 3% m/m). La produzione del settore delle costruzioni è scesa dell'1,6% m/m rispetto alle aspettative per un aumento dello 0,9% m/m. Ricordiamo che il maltempo è stato identificato come un evento contrario. Anche gli scambi sono stati deludenti, con le esportazioni in calo del 2,2% m/m e le importazioni crollate del 6,5%, lasciando il deficit commerciale a £ 10,20 miliardi (consenso: £ 11,9 miliardi, dato precedente £ 12,23).

USA: Poche novità dai verbali della Fed

I verbali della Fed, rilasciati in settimana, hanno ribadito che i membri del FOMC hanno aumentato la fiducia sulle prospettive positive per l'economia statunitense. Il membri del FOMC concordano sul fatto che lo stimolo fiscale aumenterà la crescita, sebbene i tempi dell'effetto siano incerti. I verbali sono sostanzialmente coerenti con la previsione che il FOMC possa passare a una prospettiva di quattro rialzi quest'anno in giugno, se l'economia si evolverà come previsto. **L'inflazione, misurata sull'indice CPI, a marzo è salita in linea con le attese**, dal precedente 2,2% a 2,4% a/a, su base mensile l'indice ha corretto lievemente, registrando una variazione di -0,1% m/m contro aspettative di un indice invariato dopo il +0,2% m/m, osservato a febbraio. Il dato *core* dell'inflazione conferma le aspettative degli operatori, che crescono di 3 decimi e si assestano a 2,1% dal precedente 1,8%, superando la soglia del 2% per la prima volta da febbraio 2017. Anche il dato *core* risente comunque positivamente dell'effetto base di marzo: la variazione del CPI *core* rimane stabile a 0,2% m/m. **L'indice relativo all'inflazione alla produzione si è attestato al di sopra delle attese** a 0,3% m/m (3,0% a/a) sopra le stime di 0,1% (2,9% a / a), e da febbraio a + 0,2% (+ 2,8% a/a). L'indice relativo all'inflazione alla produzione core PPI si è attestato a 0,3% m/m (consenso: 0,2%

m/m), corrispondente a un 2,7% a/a (consenso: 2,6% a/a valore di febbraio 2,5% a/a).

ASIA: modeste pressioni inflazionistiche in Cina

A marzo le riserve estere della Cina sono aumentate marginalmente a \$ 3,15 T (consenso: \$ 3,15 T, valore precedente: \$ 3,13 T). L'amministrazione cinese ha nuovamente citato gli effetti di valutazione, rilevando che l'avversione al rischio è aumentata nei mercati internazionali, mentre le valute non in dollari si sono rafforzate. **L'indice dell'inflazione alla produzione, PPI, è salito del 3,1% a/a in marzo** (consenso: del 3,3%, valore precedente: 3,7%). Il dettaglio delle componenti dell'indice mostrano che la decelerazione deriva principalmente dai materiali. Anche la componente energetica ha rallentato in modo significativo. I prezzi dei beni di consumo sono, invece, cambiati poco. Viceversa, il CPI è aumentato del 2,1% (consenso: 2,6% a/a, valore precedente: 2,9%). La crescita dei prezzi dei prodotti alimentari si è più che dimezzata rispetto all'aumento eccessivo del mese precedente. I prezzi delle carni suine sono diminuiti drasticamente. **La bilancia commerciale cinese ha registrato un deficit inaspettato, riportando un deficit di \$ 4,98 miliardi a marzo** (consenso: surplus pari a \$ 27,0 miliardi di surplus, valore precedente: surplus \$ 33,7 miliardi). Il fattore principale sono state le esportazioni, che sono diminuite del 2,7% a/a rispetto al previsto aumento del 10,0% e del 44,5% a febbraio, segnando così il primo calo da febbraio dell'anno scorso. Le importazioni sono cresciute del 14,4% (consenso: 12,0%, valore precedente: 6,3%).

PERFORMANCE DEI MERCATI



The banner features the Euroconference logo on the left, which includes a stylized 'ec' and the word 'EVOLUTION'. The main text on the right reads: 'Ogni giorno ti diamo le risposte che cerchi, calde come il tuo primo caffè. Aggiornamenti, approfondimenti e operatività, in un unico portale realizzato da professionisti per i professionisti.' At the bottom, a dark grey bar contains the text 'richiedi la prova gratuita per 15 giorni >'. The background of the banner shows a network of dots and lines, and a close-up of a laptop keyboard.

EVOLUTION Euroconference

Ogni giorno ti diamo le risposte che cerchi,
calde come il tuo primo caffè.

Aggiornamenti, approfondimenti e operatività,
in un unico portale realizzato da professionisti per i professionisti.

richiedi la prova gratuita per 15 giorni >