

LombardReport.com srl

Via Pascoli 7 - 41057 Spilamberto – MO IVA 02611280369
tel. 059 782910 fax 059 785974

L'IMPATTO DELLE VARIABILI

MACROECONOMICHE SUI

MERCATI FINANZIARI

| | | |
|-----------------|---|------------------|
| <u>1</u> | <u>LE PRINCIPALI VARIABILI DA OSSERVARE.....</u> | <u>2</u> |
| 1.1 | I PRINCIPALI INDICATORI DEL CICLO ECONOMICO | 2 |
| 1.1.1 | IMPORTANZA DEI DIVERSI SETTORI (USA) | 2 |
| 1.1.2 | INDICATORI CHIAVE DELL'ATTIVITA' ECONOMICA | 3 |
| 1.1.3 | INDICATORI CHIAVE DELL'ATTIVITA' MANUFATTURIERA..... | 3 |
| 1.2 | I PRINCIPALI INDICATORI DELL'INFLAZIONE..... | 3 |
| 1.3 | IL CONCETTO DI LEADING INDICATOR..... | 4 |
| 1.4 | TERMINOLOGIA..... | 5 |
| <u>2</u> | <u>LEGGERE GLI INDICATORI DI CRESCITA.....</u> | <u>5</u> |
| 2.1 | ATTIVITA' MANUFATTURIERA | 6 |
| 2.2 | RAPPORTI SETTORIALI..... | 7 |
| <u>3</u> | <u>LEGGERE GLI INDICATORI SUI PREZZI</u> | <u>8</u> |
| 3.1 | PREZZI ALLA PRODUZIONE..... | 8 |
| 3.2 | PREZZI AL CONSUMO | 8 |
| 3.3 | COSTO DEL LAVORO | 8 |
| 3.4 | MISURE DI CAPACITA' DISPONIBILE | 9 |
| 3.5 | NAIRU E NUOVO PARADIGMA..... | 9 |
| <u>4</u> | <u>IMPATTO SUI MERCATI DEGLI INDICATORI ECONOMICI.....</u> | <u>10</u> |
| 4.1 | IMPATTO SUI TASSI D'INTERESSE..... | 10 |
| 4.2 | IMPATTO SUL MERCATO AZIONARIO | 10 |
| 4.3 | DIFFERENTE IMPORTANZA DEGLI INDICATORI..... | 11 |

1 LE PRINCIPALI VARIABILI DA OSSERVARE

1.1 I PRINCIPALI INDICATORI DEL CICLO ECONOMICO

1.1.1 IMPORTANZA DEI DIVERSI SETTORI (USA)

Consumi (68%)

Beni (28%)

Servizi (40%)

Vendite al dettaglio

Consumi personali

Fiducia dei consumatori

Credito al consumo

Immatricolazioni e vendite di nuove auto

Investimenti fissi aziendali (11%)

Ordini di beni durevoli

Produzione industriale

Spesa in costruzioni

Vendite di auto

Investimenti residenziali (5%)

Apertura di nuovi cantieri

Vendita di nuove abitazioni

Spesa in costruzioni

Investimenti pubblici (17%)

Deficit pubblico

Occupazione

Spesa in costruzioni

Export netto (-2%)

Export (11%)

Import (13%)

Bilancia commerciale

Partite correnti

Scorte (<1%)

Scorte industriali
Scorte all'ingrosso

1.1.2 INDICATORI CHIAVE DELL'ATTIVITA' ECONOMICA

Pil

Occupazione

Leading Indicators

1.1.3 INDICATORI CHIAVE DELL'ATTIVITA' MANUFATTURIERA

Produzione Industriale

Utilizzo della capacità produttiva

Sondaggi sulla fiducia dei manager agli acquisti (Napm, Pmi...)

Sondaggi sulla fiducia degli imprenditori (Ifo, Isae...)

Ordini di beni durevoli (Usa) / Ordini industriali (Europa)

1.2 I PRINCIPALI INDICATORI DELL'INFLAZIONE

Prezzi alla produzione (Ppi)

Input (materie prime)
Beni intermedi
Beni finiti

Prezzi al consumo (Cpi)

Beni (45%) – di cui 10% prodotti importati

Sevizi (55%)

Nel corso del processo si aggregano:

PREZZI DELLE MATERIE PRIME

Prezzo degli input (crude Ppi)

Prezzi agricoli

Indice dei prezzi / tempi di consegna Napm (Pmi)

Indice prezzi delle commodity Crb (Conference Research Bureau)

Indice prezzi delle commodity Joc (Journal of Commerce)

COSTO DEL LAVORO

Salari orari

Indice costo dell'occupazione (Eci)

Produttività / Costo del lavoro per unità di prodotto

PREZZI DELLE IMPORTAZIONI

Valore della divisa

Prezzi all'import

ALTRO (Margini di profitto, tassazione, affitti)

ALTRI INDICATORI UTILI

Deflatore del Pil

Tasso di disoccupazione

1.3 IL CONCETTO DI LEADING INDICATOR

Una serie temporale è considerata leading indicator di un'altra se contiene informazioni sul futuro andamento di questa (ovvero tende ad anticiparla, rendendone più facile la previsione). A volte una serie è però leading indicator di un'altra solo perché viene diffusa prima (ad esempio negli Usa l'andamento di Wall Street è un importante leading indicator della fiducia dei consumatori, ma se i due dati venissero diffusi in contemporanea si capirebbe che il processo è bidirezionale).

Di norma esiste una spiegazione razionale perché una serie ne anticipi un'altra (es. prezzi alla produzione e prezzi al consumo, indici di fiducia delle famiglie e consumi, ordini industriali e produzione) ma l'affidabilità deve essere sempre controllata empiricamente.

I problemi maggiori riguardano il fatto che due leading possono dare indicazioni divergenti (a quel punto è fondamentale sapere quale è il più affidabile), oppure dal fatto che motivi specifici possono provocare anomalie temporanee nella relazione (es. aumenti della pressione fiscale sulle imprese possono aumentare il pessimismo fra gli imprenditori nonostante la domanda resti buona).

I leading indicators sono fondamentali soprattutto per identificare in anticipo i momenti di svolta del ciclo (es. impatto negativo della crisi asiatica e svolta in positivo della congiuntura mondiale prima che sia evidente dai rapporti sul Pil).

1.4 TERMINOLOGIA

Destagionalizzazione

La maggior parte dell'attività economica ha caratteristiche stagionali (edilizia più forte in estate che d'inverno, vendite al dettaglio ben superiori a dicembre che non ad agosto).

La destagionalizzazione consiste nel trasformare i dati per tener conto del modello stagionale, basandosi sull'esperienza degli scorsi anni. Spesso però variazioni climatiche (o altri fattori) possono mutare sensibilmente il modello stagionali.

Dati tendenziali e congiunturali.

Variazione tendenziale = rispetto allo scorso anno. Consente di superare il problema della stagionalità, ma non di cogliere velocemente i mutamenti di tendenza (in quanto risente di quanto avvenuto negli ultimi 12 mesi).

Spesso (soprattutto negli Usa) si preferisce utilizzare le variazioni mensili destagionalizzate, più puntuali anche se più volatili.

Specialmente per i dati diffusi con cadenza trimestrale (Pil, Eci...), negli Usa si utilizzano di norma i tassi di variazione annualizzati (es. $+0.5\% \text{ M/M} = +6.2\% \text{ M/M}$ annualizzato, in regime di capitalizzazione composta).

I dati diffusi a cadenza mensile, specialmente se molto volatili, vengono spesso analizzati considerando, ad esempio, la variazione media dell'ultimo trimestre (o bimestre) rispetto al periodo precedente (stile media mobile) al fine di smussare l'elevata stagionalità (es. M3 viene diffuso come media mobile a 3 mesi). A volte vengono utilizzati periodi di tempo più ampi: uno degli indicatori più amati dalla Bundesbank è il tasso d'inflazione destagionalizzato degli ultimi 6 mesi (annualizzato).

2 LEGGERE GLI INDICATORI DI CRESCITA

L'obiettivo è capire in anticipo l'andamento del Pil (diffuso trimestralmente, con un certo ritardo, e sempre soggetto a forti revisioni)

Pil = consumi + investimenti + scorte + export netto

La maggior parte degli indicatori sono settoriali, alcuni più estesi (indici dell'attività manifatturiera, rapporto sull'occupazione, leading indicators).

2.1 ATTIVITA' MANUFATTURIERA

Riveste un'importanza sempre inferiore (rispetto al terziario) ma è quella per cui le statistiche sono migliori (specialmente in Germania).

Produzione industriale / Utilizzo della capacità produttiva.

Importante anche il dato sulla produzione dell'industria manifatturiera in senso stretto (85%, no utilities e miniere).

Ordini di beni durevoli (solo Usa).

Dato molto volatile su base mensile, soprattutto nei comparti trasporti e aeronautica (impatto dei cd, "big item"). Focus sul dato ex-trasporti ed anche sugli ordini di beni d'investimento ex- difesa ed aeronautica (ottimo indicatore degli investimenti aziendali). Di norma gli ordini guidano la produzione, ma l'erraticità del dato ne rende difficile l'analisi.

Ordini industriali.

Negli Usa diffusi una settimana dopo gli ordini di beni durevoli, interessano soprattutto eventuali revisioni. Più importanti in Europa (soprattutto Germania)

Sondaggi sui manager agli acquisti.

Negli Usa il più importante è il Napm (primo giorno del mese seguente), ma contano anche quelli regionali (Philadelphia Fed e Chicago Pmi, diffusi in anticipo). Importanti perché i manager agli acquisti, essendo a monte della filiera produttiva, sono i primi a capire le variazioni di tendenza. In Europa ogni nazione ha il suo indice Pmi (poi viene calcolato quello globale dell'area Euro).

Componenti chiave: ordini, produzione, occupazione, scorte, tempi di consegna, prezzi pagati, ordini esteri. Ad ogni manager viene chiesto se la componente è in crescita, stabile o in calo. Di norma (Napm e Pmi) sopra 50 significa espansione, sotto recessione. Un indice crescente significa attività in accelerazione.

Di recente sia negli Usa che in Europa è stato aggiunto l'indice Napm / Pmi del terziario, importante strumento per capire i trend nel comparto servizi.

Sondaggi sulla fiducia degli imprenditori (Ifo tedesco, Isae in Italia, Insee in Francia...).

In Europa hanno una storia molto più importante del Pmi e una dimostrata affidabilità nel cogliere i cambiamenti di tendenza.

Leading indicators.

Di norma racchiudono più indici anticipatori di vario tipo (dalle attese di imprenditori e consumatori all'andamento di tassi d'interesse e borsa), conglobati in un'unica indicazione sintetica. Interessa soprattutto il segno: se positivo indica congiuntura in miglioramento.

Rapporto sul mercato del lavoro.

Riveste importanza fondamentale sia negli Usa (in cui è il primo dato concreto rilasciato per ogni mese – appena dopo il Npm) che in Europa (in cui comunque fornisce indicazione più tempestive sull'attività globale rispetto agli altri dati – solo in Italia è rilasciato trimestralmente, anche se mensilmente è diffuso il dato sull'occupazione nelle grandi industrie). Meno comprensivo del Pil, ma importante perché le informazioni, anche se incomplete, sono nuove.

Negli Usa comprende più indicazioni: tasso di disoccupazione, nuovi posti di lavoro (sia nell'industria manifatturiera che nel terziario), salari orari, ore lavorate.

2.2 RAPPORTI SETTORIALI

Vendite al dettaglio

Focus sulla componente ex-auto (le vendite di auto sono già note), rapporto molto volatile e soggetto a forti revisioni, correlazione imperfetta coi consumi (non considera servizi e turismo, componenti sempre più importanti della spesa).

Vendite (immatricolazioni) di nuove auto

Importante soprattutto in Europa, perché l'unico dato sui consumi diffuso con breve ritardo

Rapporto sui consumi (solo negli Usa)

Include anche la componente servizi, diffuso dopo le vendite al dettaglio, importante solo se le indicazioni sono differenti

Indice di fiducia dei consumatori

Importante soprattutto in Europa, in cui è diffuso con largo anticipo rispetto ai dati sui consumi e tende ad anticiparli abbastanza bene (ma non troppo...). Di norma ha due componenti: sentiment sulla situazione attuale e attese (più importante). A volte vengono esplicitate anche intenzioni di spesa ed attese sui prezzi

Rapporti sull'edilizia (Usa e Francia)

Settore molto ciclico, estremamente sensibile ai tassi d'interesse. Contano soprattutto apertura di nuovi cantieri e vendita di nuove abitazioni, meno la spesa generale nel settore (lagging indicator).

Bilancia commerciale

Negli Usa influenza soprattutto il cambio (problema dell'elevato deficit negli ultimi anni), perché diffuso con oltre 45 giorni di ritardo (poche nuove informazioni sull'attività economica). Più importante in Europa (dove molti altri dati sono in ritardo) per capire la forza dell'attività economica (visibile dal vigore di import ed export)

3 LEGGERE GLI INDICATORI SUI PREZZI

3.1 PREZZI ALLA PRODUZIONE

Focus sul prezzo core dei prodotti finiti ed eventualmente dei beni intermedi.

Il prezzo degli input dipende essenzialmente dalle commodity.

Gli indici Joc e Crb sono metodi di misurazioni più puntuali e precisi (nel Crb sono più importanti alimentari ed energia).

Sono importanti anche le indicazioni provenienti dai vari sondaggi fra manager agli acquisti ed imprenditori (negli Usa Napm, Philadelphia Fed, Chicago Pmi... in Europa Pmi di industria e terziario, attese sui prezzi degli imprenditori).

Aumenti nei prezzi delle materie prime tipicamente sono associati ad allungamento dei tempi di consegna (Napm e altri sondaggi...)

3.2 PREZZI AL CONSUMO

Focus sul dato core.

Il ciclo inflazionistico tipico parte da Ppi grezzo, quindi intermedio, quindi Ppi prodotti finiti, quindi Cpi.

In questo contesto, il costo del lavoro e i margini di profitto vengono gradualmente aggiunti ai prezzi delle materie prime, che gradualmente perdono importanza (in termini di impatto percentuale).

Il prezzo delle commodity ha un impatto importante sul prezzo finale di alimentari ed energetici, ma non sulla maggior parte degli altri beni e servizi (che per questo vengono definiti "core").

Ad ogni modo, però, aumenti nei prezzi dei prodotti core sono preceduti da un rialzo nei prezzi delle commodity, che suggerisce condizioni di tensione sul fronte della domanda ed un crescente pricing power da parte delle aziende.

Nel Cpi è molto importante la componente servizi, influenzata essenzialmente da costi del lavoro e affitti.

Un altro dato, più importante ma diffuso in ritardo e solo trimestralmente è il deflatore del Pil.

3.3 COSTO DEL LAVORO

Solo negli Usa si hanno sufficienti indicazioni in tempo non troppo ritardato (Eurostat sta iniziando a diffondere dati più utili, anche se con forti ritardi).

L'indicatore migliore è l'Eci (Employment Cost Index), diffuso trimestralmente, che include sia salari che benefit.

Molto più tempestivo il dato sui salari orari, diffuso contestualmente al report sull'occupazione (quindi con estrema tempestività – primo venerdì del mese successivo).

Il dato migliore è quello sul costo del lavoro per unità di prodotto, diffuso però trimestralmente e con forti ritardi (praticamente è l'ultimo ad arrivare).

Il costo del lavoro pesa per circa due terzi sui costi produttivi, ed è quindi una delle determinanti chiave del Cpi (specialmente nei servizi). Il processo causale va nelle due direzioni, in quanto spesso le aspettative inflazionistiche vanno ad impattare sulle contrattazioni salariali.

3.4 MISURE DI CAPACITA' DISPONIBILE

Tasso di disoccupazione e tasso di utilizzo della capacità produttiva.

La scarsità di risorse disponibile (lavoro e capitale) tende ad impattare sulle tensioni inflazionistiche)

3.5 NAIRU E NUOVO PARADIGMA

NAIRU (Non Accelerating Inflation Rate of Unemployment).

E' definito come il tasso d'inflazione al di sotto del quale l'inflazione tende ad aumentare e al di sopra del quale tende a crescere. Viene stimato sulla base dell'esperienza storica, ed è differente nei diversi paesi (in funzione di regole e flessibilità del mercato del lavoro).

La regola pratica storicamente utilizzata (sulla base della cd. Curva di Phillips) è che ogni punto percentuale di disoccupazione al di sotto del Nairu aggiunge lo 0.5% all'inflazione.

IL NUOVO PARADIGMA

Da fine 1994 la disoccupazione statunitense è sotto il 5.75%, da metà 1996 sotto il 5.5% (due delle tradizionali misure di Nairu) ed attualmente si sta avvicinando al 4.0%.

Ciò nonostante l'inflazione nel periodo non è assolutamente accelerata, ed anzi negli ultimi 18 mesi ha continuato a scendere.

Correnti di pensiero:

1) il legame è ancora in essere, ma fattori esterni ne hanno annullato l'impatto sui prezzi al consumo (forza del dollaro, debolezza delle commodity, impatto della crisi asiatica sui prezzi...)

2) l'esplosione della produttività connesso alle nuove tecnologie e più di recente il forte impatto deflattivo di Internet (restituzione del potere contrattuale al consumatore) hanno scisso questo legame: una crescita superiore al 3% annua della produttività consente di aumentare i salari anche del 5% annuo senza creare inflazione (IL COSIDDETTO NUOVO PARADIGMA)

Ora l'impatto dei vari fattori straordinari (Dollaro, commodity, crisi asiatica... sta svanendo): nei prossimi 6-12 mesi sapremo finalmente chi ha ragione.

4 IMPATTO SUI MERCATI DEGLI INDICATORI ECONOMICI

La domanda chiave è sempre: quali informazioni si possono trarre su crescita economica e/o inflazione?

La misura più ampia dell'attività economica è il Pil, altre molto importanti sono il rapporto sull'occupazione, le vendite al dettaglio...

Gli indicatori più importanti delle pressioni sui prezzi sono Cpi e Ppi, gli altri includono costo del lavoro (soprattutto Eci), salari orari, prezzi delle materie prime...

4.1 IMPATTO SUI TASSI D'INTERESSE

Una crescita dell'inflazione richiede maggiori tassi nominali per avere lo stesso tasso reale.

Una crescita economica più vigorosa di norma richiede maggiori rendimenti reali, inoltre crescita ed inflazione spesso vanno di pari passo (tesi messa in dubbio dal cd. "nuovo paradigma").

Le banche centrali hanno spesso come primo obiettivo non consentire la ripresa dell'inflazione (a volte, come nel caso della Bce, esiste un target esplicito). Un'eccessiva accelerazione dei prezzi causerà un intervento sui tassi d'interesse.

E' importante distinguere tra tassi a breve e tassi a lungo (la curva dei rendimenti).

La curva tende ad appiattirsi quando i tassi a breve salgono e ad irrigidirsi quando salgono, comunque nella maggior parte del tempo (MA NON SEMPRE) tassi a breve e a lungo tendono ad andare nella stessa direzione.

4.2 IMPATTO SUL MERCATO AZIONARIO

Molti metodi di valutazione del "fair value" (valore equo) di un titolo azionario dipendono da metodi di sconto di utili, cash flow e/o dividendi futuri. Di conseguenza sono sensibilmente influenzati dalle variazioni dei tassi d'interesse.

In generale si può dire che la crescita economica aiuta la redditività, ma l'aumento dei tassi d'interesse riduce il valore attuale degli utili futuri.

Fasi di ribasso dei tassi d'interesse aiutano il mercato azionario grazie all'espansione dei multipli. Inoltre rendimenti più bassi su monetario e obbligazionario provocano uno spostamento di fondi verso l'azionario.

Nelle fasi di rialzo dei tassi a lungo, i multipli tendono a contrarsi ed i mercati possono essere sostenuti solo dalla crescita degli utili aziendali.

L'effetto completo è differente fra i diversi settori: la congiuntura favorevole favorisce i titoli ciclici, la riduzione dei tassi a lungo aiuta soprattutto le cosiddette "growth stocks", in cui viene pagata soprattutto la crescita futura degli utili (tecnologici in primis).

Le utilities sono particolarmente sensibili all'andamento dei tassi a lungo (spesso si comportano in modo più simile ad obbligazioni che non ad azioni).

4.3 DIFFERENTE IMPORTANZA DEGLI INDICATORI

E' funzione di...

- 1) esaustività (Pil vs. vendita di nuove auto)
- 2) novità dell'informazione (rapporto sull'occupazione vs. Pil)
- 3) leading indicator vs. coincident o lagging (gli ordini trainano produzione e vendite; la vendita di abitazioni e l'apertura di nuovi cantieri traina l'attività edilizia...)
- 4) affidabilità dell'indicatore (i prezzi al consumo sono molto meno volatili degli ordini di beni durevoli) e frequenza delle revisioni (alcuni dati più diffusi tempestivamente spesso sono rivisti decisamente nelle settimane successive).

ESEMPI ILLUSTRATIVI

Vendite al dettaglio

Consenso +0.1%, effettivo -0.3%. Cosa succede ai tassi d'interesse?

Prezzi alla produzione:

Consenso 0, effettivo +0.4%. Cosa succede ai tassi d'interesse?

Problema: cosa succede se i due dati sono diffusi assieme?

A volte anche lo stesso report contiene evidenze diverse (es. salari orari vs. nuovi occupati, prezzi al consumo grezzi vs. core)