

BANCA ALETTI | **BANCO BPM**
GRUPPO

CONGIUNTURA E MERCATI

Economic Research and Markets Strategy

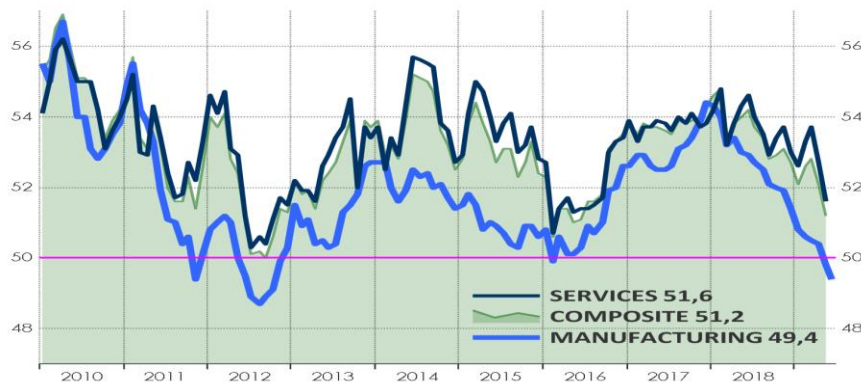
Luglio 2019

BANCA ALETTI | **BANCO BPM**
GRUPPO

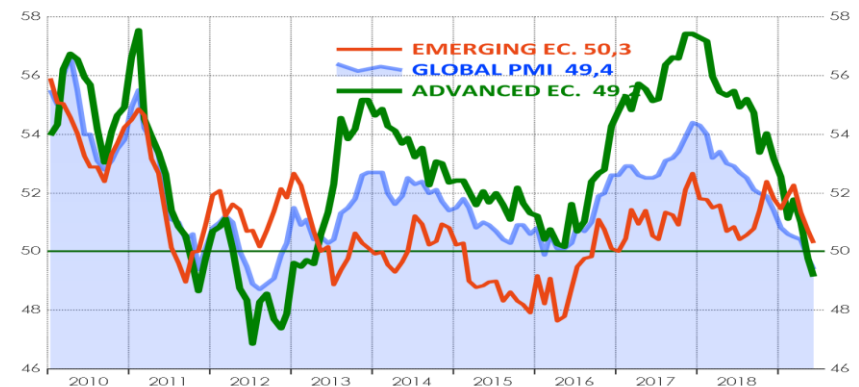
Congiuntura e Mercati

- Il processo di assestamento della congiuntura globale si è confrontato con un aumento piuttosto importante dei rischi esogeni, che ha ampliato l'incertezza riguardo alla continuazione dell'espansione del reddito (sebbene moderata) che ha contraddistinto la prima parte dell'anno. La recrudescenza protezionistica è stato l'evento scatenante, con il presidente Trump che ha annunciato nuove misure daziarie sulle merci cinesi: dall'11 maggio è scattato l'aumento dell'aliquota dal 10 al 25% su 200 miliardi di importazioni dalla Cina, che ha risposto colpendo 60 miliardi di beni statunitensi con tariffe modulate. Anche il Messico è stato oggetto di una minaccia simile da parte statunitense, ma in prossimità dell'attivazione di nuovi dazi, i due paesi hanno trovato l'accordo di sospensione.
- La svolta negativa intervenuta ha creato discontinuità evidente rispetto al quadro sotto controllo del periodo precedente, provocando qualche ulteriore strappo al tessuto connettivo di fiducia che si era andato formando grazie al progresso delle trattative e generando un quadro non rassicurante dal punto di vista macro-finanziario. La minaccia di altri dazi da parte degli Stati Uniti per oltre 300 miliardi è stata sventata in seguito all'incontro tra Trump e Xi Jinping al G20 del 29-30 giugno, un accordo che ha compreso anche la revoca dei divieti concernenti Huawei.
- Lo scivolamento in territorio negativo dell'indice generale di fiducia delle imprese manifatturiere è stato il segnale più evidente della lievitazione dei livelli d'incertezza nel mese di maggio: l'indice PMI globale è calato a 49,8 sui minimi dal 2016, enfatizzando la fase di debolezza dell'industria, certamente il tratto più critico della congiuntura mondiale, in forza della sovraesposizione ai rischi posti dal protezionismo. Il comparto dei servizi, in effetti, maggiormente protetto dai rovesci, rimane significativamente più resiliente, per quanto connotato dal rallentamento (l'indicatore è calato a 51,6 ai minimi dal 2016). L'indicatore sintetico, che traccia una proxy della progressione complessiva dell'economia mondiale, infine, ha registrato una lettura pari a 51,2, congruente comunque con l'espansione del sistema, per quanto ai ritmi più bassi di tre anni.
- Propendiamo per un'interpretazione complessivamente benevola delle prospettive congiunturali, fondata su una condizione ancora solida per il prodotto mondiale, sebbene esposto al rischio corrosivo di forze esogene: non solo il protezionismo di Trump, ma anche i rischi geopolitici in ascesa (Iran su tutti) e poi l'Europa, con Brexit fissata ad ottobre e con l'Italia, alle prese con la stabilità dei conti pubblici e la costante stagnazione della crescita (la proposta di procedura d'infrazione è stata per ora ritirata).

INDICATORI DI FIDUCIA - SETTORI



INDICATORI DI FIDUCIA – AREE



Congiuntura e Mercati

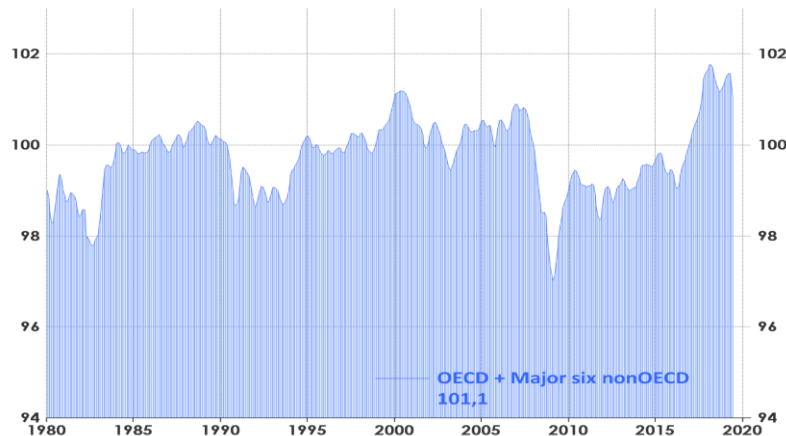
Si tratta di rischi ad elevato potenziale destabilizzante, ma attualmente li valutiamo come agenti modulatori, non inibitori della crescita. Una prospettiva nell'insieme coerente con lo scenario formulato dalle maggiori organizzazioni internazionali, che proiettano un 2020 un poco più alto in termini di progressione del reddito rispetto al 2019.

- Come sovente accade, le aspettative degli agenti economici si sono aggiustate oltre misura rispetto al mutamento possibile dei fondamentali economici, incorporando la realizzazione di condizioni fortemente negative, scarsamente giustificate dallo stato reale del ciclo. Le banche centrali hanno cambiato il messaggio, senza alcun intervento effettivo oltre quanto stabilito in precedenza, ma si sono dichiarate disponibili e determinate ad attivare azioni atte a conservare o ad incrementare il potenziale espansivo del sistema. Nella sostanza, tanto la Fed quanto la Bce hanno preso tempo, nell'attesa di valutare al meglio lo scollamento tra la corrente situazione macro (soprattutto quella statunitense) e la pressante urgenza del mercato verso provvedimenti forti e solleciti.

- Nella riunione del 19 giugno, la Fed ha formalmente rinunciato al mantenimento di un atteggiamento «paziente», per accogliere invece la prospettiva di un'azione pronta in caso di necessità. La svolta ha sollecitato oltremodo le aspettative del mercato, portandole a prezzare con probabilità piena (100%) un taglio dei tassi già nel prossimo meeting del 31 luglio e tagli ripetuti (addirittura fino a cinque) entro la fine dell'anno, secondo una linea interpretativa che riteniamo esasperata. Del resto, il FOMC stesso è palesemente diviso al proprio interno, con 7 membri (su 17) che si sono espressi per tassi stabili, 8 che hanno prezzato almeno un taglio, uno che avrebbe preferito aumentare il costo del denaro. Il quadro macro chiamerebbe tassi fermi e per questo assumiamo al più un solo taglio, di marca assicurativa, di qui al 2020.
- In effetti, mentre i dati di contabilità nazionale per il primo trimestre del 2019 hanno segnalato – dopo la seconda revisione - un aumento del prodotto degli Stati Uniti del 3.1% su base annualizzata, le statistiche a più alta frequenza compongono uno scenario caratterizzato fondamentalmente da buona andamento dei consumi privati (passo delle vendite al dettaglio superiore al 3%), mercato del lavoro robusto

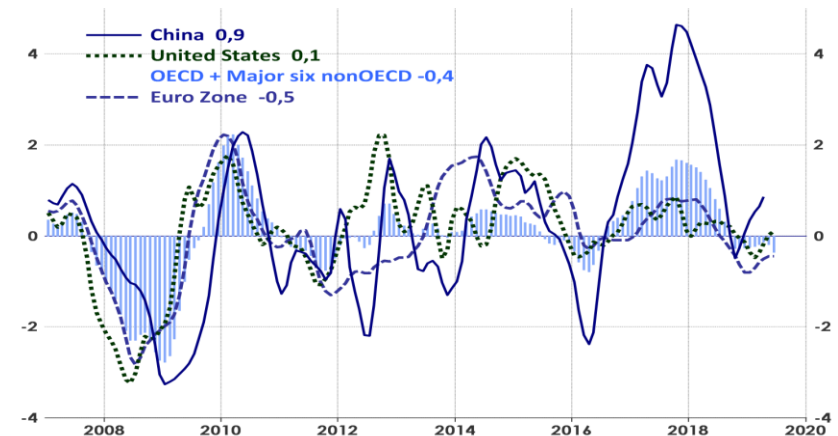
FIDUCIA DEI CONSUMATORI

Indice OCSE - aggregato paesi OCSE+BRIICS



FIDUCIA DEI CONSUMATORI

Indici OCSE - variazione a 1 anno



Congiuntura e Mercati

(disoccupazione al 3,6%, su minimi epocali), fiducia delle famiglie storicamente alta (gli indici del Conference Board viaggiano sui picchi degli anni Duemila). Le pressioni inflazionistiche sono moderate, ma non distanti dagli obiettivi della banca centrale. Nell'insieme, si coglie la prospettiva di un rallentamento della crescita rispetto ai picchi del recente passato (2,6% nel 2019, 1,9% nel 2018), ma non si colgono «punti di crisi» immediati dentro il sistema, tali da giustificare rendimenti obbligazionari così depressi, con il decennale anche sotto il 2% e biennale sino a 1,7%.

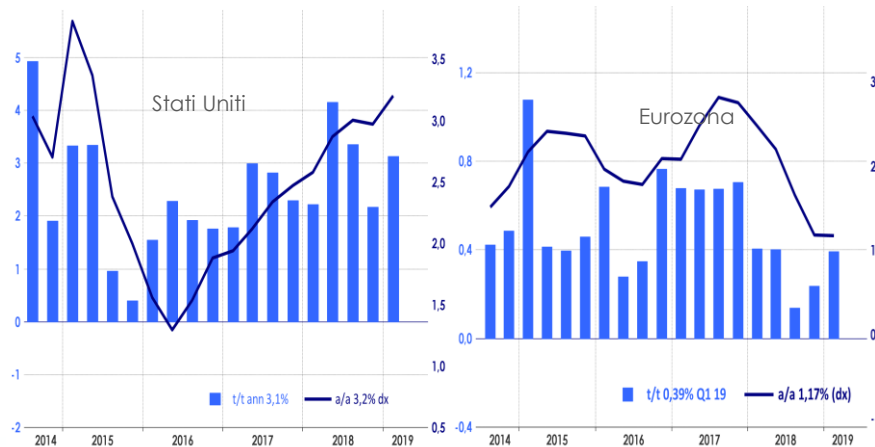
- Anche Eurozona è contrassegnata da uno scenario di crescita (più moderata rispetto agli USA), senza indicazioni immediate di rischi recessivi per il ciclo. Dopo l'aumento per lo 0,4% del reddito nel primo trimestre dell'anno, l'indagine PMI per il mese di giugno non ha alterato le proiezioni di crescita nella parte centrale del 2019, con una lettura dell'indice composito in aumento a 52,1, lettura massima da novembre 2018, seppure con una persistente divergenza tra manifattura (47,6, piuttosto stabile nelle ultime quattro letture) e servizi (53,4, massimo da novembre 2018). Nel complesso l'indagine sembra

suggerire che la fase più acuta della crisi manifatturiera potrebbe essere alla spalle e lascia presagire un assestamento del ciclo nei trimestri a venire, salvo il contenzioso con gli Stati Uniti. L'inflazione è in moderazione in tutte le maggiori aree, ovunque al di sotto del target della BCE: 1,3% in Germania, 1,4% in Francia, 0,8% in Italia e 0,6% in Spagna. A livello aggregato il saggio generale si attesta a 1,2% e quello core all'1,1%, per un quadro piuttosto distante dagli obiettivi dell'autorità monetaria, mentre le aspettative di inflazione sono scese ai minimi dal 2016, portando il tasso sul Bund decennale al minimo storico (-0,3%).

- Nella riunione del 6 giugno, nel quadro di una conferma integrale del corridoio dei tassi (rifinanziamento principale a zero, deposito a -0,4%), il Consiglio della BCE ha ridefinito la forward guidance, protraendo per altri sei mesi (almeno sino a metà 2020) il periodo in cui il costo del denaro verrà mantenuto fermo. La banca centrale ha inoltre comunicato i dettagli operativi delle aste a lungo termine (TLTRO III), che saranno sette e verranno condotte con cadenza trimestrale a partire dal prossimo settembre e sino a marzo del 2021. Infine da Sintra Draghi ha accentuato i toni espansivi, ricordando che l'arsenale di strumenti a disposizione della

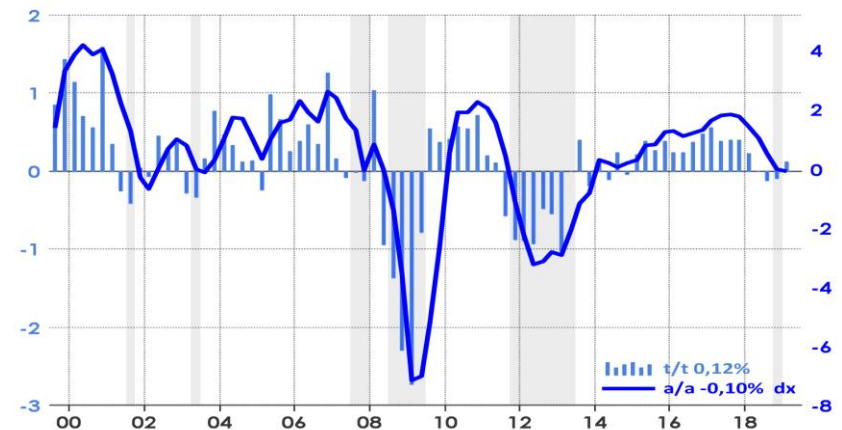
CRESCITA ECONOMICA

PIL - dati %, variazioni trimestrali e tendenziali



ITALIA - CRESCITA ECONOMICA

PIL - dati %, variazioni trimestrali e tendenziali



Congiuntura e Mercati

BCE è ampio e potrebbe ricomprendere anche un nuovo QE o ribassi dei tassi verso una maggiore negatività.

- Il contesto di maggiore avversione al rischio e le crescenti attese per una svolta espansiva della Fed hanno favorito una corposa riduzione dei rendimenti dei governativi in \$: il tasso decennale si è riportato sulla soglia del 2% (minimo da settembre 2017), mentre il biennale è sceso in area 1.7%. Anche i tassi in € si sono aggiustati al ribasso sfruttando le aperture della Bce: il decennale tedesco è calato a -0.30% (minimo storico) ed il biennale si è assestato sotto -0.7%. La pressione sui rendimenti ha premiato anche i titoli italiani: nonostante le tensioni politiche interne e i rischi di tenuta dei conti pubblici, il tasso decennale è calato in area 2.1%, con lo spread Btp-Bund che si è ridotto oltre i 230 punti base. Gli spread obbligazionari societari si sono ristretti, favoriti dal pick up di rendimento offerto, nonostante i bassi livelli raggiunti.

- La semplice svolta della retorica, anche in assenza di misure effettive sui tassi ufficiali ha quindi contribuito a distendere le condizioni finanziarie, riportando le quotazioni sui comparti azionari verso valori progressivamente più elevati, antecedenti alla recrudescenza professionale imposta da Trump. L'accelerazione delle ultime settimane ha portato gli indici azionari ad incrementare performance positive, spesso a due cifre. Confermiamo visione favorevole sul comparto che rimane asset class privilegiata per il sostegno di fondamentali macro e microeconomici ancora buoni, pur nel quadro di una volatilità che tende ad essere più elevata.
- Sul mercato valutario, le delibere delle banche centrali hanno attivato movimenti abbastanza sensibili sui principali cross, ma la diminuita pressione dei rischi ha fatto retrocedere le quotazioni delle valute rifugio come franco svizzero o yen giapponese. Nei confronti dell'euro il dollaro si è mosso in apprezzamento raggiungendo quota 1.12 sulle parole del presidente Draghi, ma poi le aspettative sulla Fed hanno riportato le quote a ridosso di 1.14, all'interno dell'ampio range che caratterizza gli ultimi mesi.

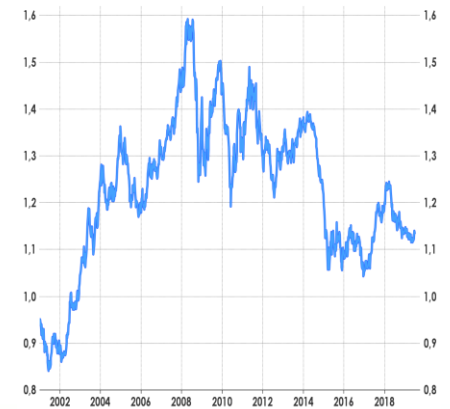
RENDIMENTI DECENNALI GOVERNATIVI DAL 2008



INDICI AZIONARI
investitore eurobasato - 100=2006



EURODOLLARO DAL 2001



Disclaimer

Il contenuto delle pagine precedenti è stato predisposto da Banca Aletti & C. S.p.A. ("Banca Aletti"). Banca Aletti - appartenente al Gruppo Banco BPM - è un intermediario autorizzato ai sensi di legge, iscritto all'Albo delle Banche, al num. 5383.

Con questo documento Banca Aletti propone alla valutazione dell'utente informazioni desunte da fonti ritenute affidabili nel sistema dei mercati finanziari, e – ove lo ritenga opportuno – la propria opinione in merito con eventuali commenti (note, osservazioni, valutazioni).

Questo documento non costituisce parte e non può in alcun modo essere considerato come offerta di vendita o di sottoscrizione o di scambio, o come sollecitazione di qualsiasi genere all'acquisto, alla sottoscrizione o allo scambio di strumenti finanziari o in genere all'investimento, né costituisce consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari.

Banca Aletti non è responsabile degli effetti derivanti dall'utilizzo di questo documento. Le informazioni rese disponibili attraverso il presente documento non devono essere infatti intese come una raccomandazione o un invito di Banca Aletti a compiere una particolare transazione o come suggerimento a porre in essere una determinata operazione.

Ciascun investitore dovrà formarsi un proprio autonomo convincimento basato esclusivamente sulle proprie valutazioni in merito all'opportunità di effettuare investimenti. La decisione di effettuare qualunque operazione finanziaria è a rischio esclusivo dei destinatari della presente informativa.

Salvo diversa specificazione, Thomson Reuters è la fonte per i dati ed i grafici riportati.