

**BANCA ALETTI** | **BANCO BPM**  
GRUPPO

# CONGIUNTURA E MERCATI

Economic Research and Markets Strategy

*Settembre 2019*

**BANCA ALETTI** | **BANCO BPM**  
GRUPPO

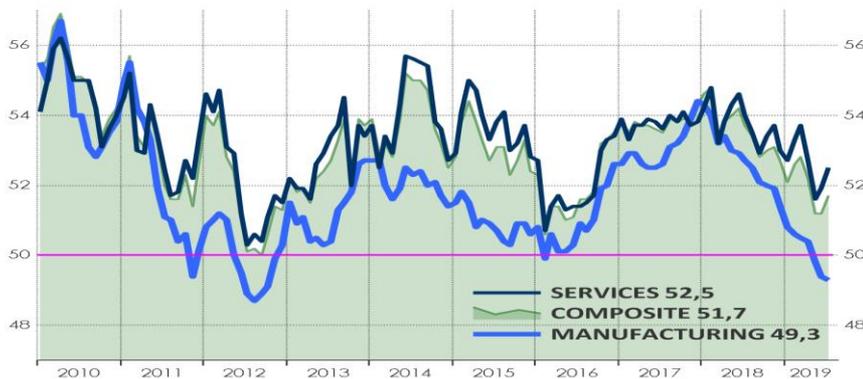
# Congiuntura e Mercati

- Lungo il mese di agosto, le incognite gravanti sulla congiuntura mondiale si sono inasprite per effetto di un aumento del carico dei rischi indotti dalla conflittualità commerciale, da Brexit e dalla diffusione di statistiche economiche particolarmente deboli, provenienti soprattutto dalla Cina e dalla Germania.
- In effetti, mentre Trump ha aperto un nuovo capitolo della battaglia commerciale con la Cina, annunciando a partire da settembre nuove misure tariffarie (10%) destinate a colpire principalmente beni di largo consumo sinora esenti da sanzioni per un controvalore di circa \$300mld, l'uscita della Gran Bretagna dalla UE senza accordo è prospettiva che ha nuovamente guadagnato spazio per la posizione assunta dal nuovo premier Johnson, che ha deciso di sospendere le attività del Parlamento sino al 14 ottobre (periodo decisamente lungo rispetto alla prassi), che di fatto impedirebbe qualsiasi discussione su Brexit ed un possibile voto sul rinvio della data di abbandono della UE (ora prevista per il 30/10), anche in caso di "no deal".
- La contrazione del PIL in Germania nel secondo trimestre dell'anno (-0.1%) e la frenata di quello cinese (6.2% a/a) ai minimi dalla crisi finanziaria, accompagnato da indicazioni di rallentamento di produzione e consumi al dettaglio hanno fatto temere che lo scadimento della congiuntura possa diffondersi contagiando il ciclo globale, confermando e alimentando atteggiamenti di avversione al

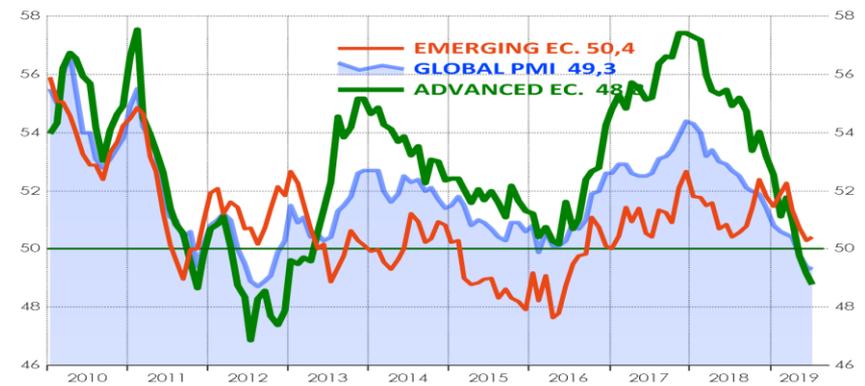
rischio adottati da alcuni comparti del mercato finanziario.

- Il quadro è stato esasperato anche da un aumento concomitante delle tensioni geopolitiche, per effetto delle rivendicazioni dei cittadini di Hong Kong verso la Cina, ma soprattutto dell'improvvisa svolta politica occorsa in Argentina.
- Nelle primarie di partito a partecipazione obbligatoria, il candidato peronista Fernandez ha ottenuto il 48% dei voti contro il 32% dell'attuale presidente Macri. La vittoria di Fernandez ha fatto precipitare la già precaria condizione finanziaria del paese ed innescato revisioni al ribasso da parte delle agenzie di rating Fitch (a BBB) e S&P (a B-). La valuta di Buenos Aires ha perso oltre il 30% verso il dollaro, precipitando sino al nuovo minimo assoluto di 61.99, mentre il mercato azionario è arrivato a cedere il 48% in una sola seduta; la banca centrale ha alzato i tassi di interesse di oltre dieci punti percentuali al livello del 74%, che non si vedeva dall'ottobre dello scorso anno. Nonostante l'evidente drammaticità della situazione, i rischi di contagio sono comunque contenuti, stante l'esposizione complessiva del mercato e la platea dei creditori, la condizione macrofinanziaria della stessa dell'Argentina e quella complessivamente buona delle economie emergenti. Il ministro delle finanze argentino ha avviato la procedura per la ristrutturazione del debito che comprende il prolungamento delle scadenze di titoli per un controvalore che supera i 100 miliardi di dollari.

## INDICATORI DI FIDUCIA - SETTORI



## INDICATORI DI FIDUCIA - AREE

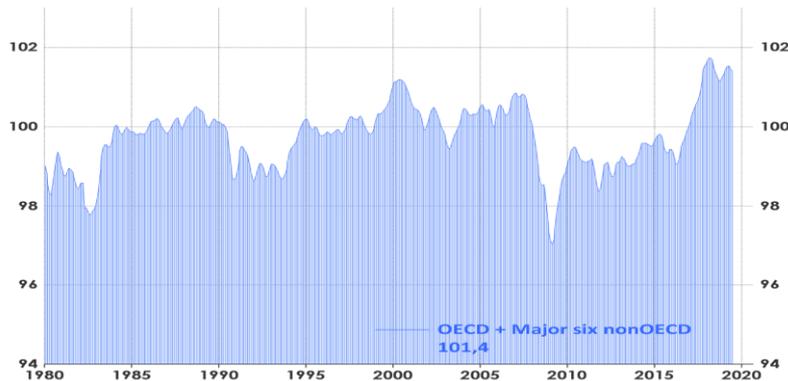


# Congiuntura e Mercati

- L'azione combinata di questi accadimenti ha creato i presupposti per una fase di instabilità dei mercati finanziari, che nella prima metà di agosto hanno attivato i tradizionali circuiti dell'avversione al rischio, con flessione delle quotazioni azionarie e dei rendimenti governativi di qualità ed aumento del valore dei beni rifugio (oro sui massimi dal 2013 a 1500 \$/oncia); ma l'assicurazione offerta dalle banche centrali, che con tempismo hanno promesso di dilatare la portata espansiva della propria azione, ha placato gran parte delle tensioni, disvelando sottotraccia il tenore ancora fondamentalmente espansivo dell'economia mondiale.
- In effetti, la straordinaria permissività delle condizioni monetarie si pone davvero quale elemento cardine per proiettare il sentiero di crescita del reddito globalmente prodotto su un orizzonte di medio termine; essa consente di rifocalizzare in una nuova luce le incognite del presente, consentendo di interpretarle quali fattori di (severo) detrimento della crescita piuttosto che come prodromi di un'inversione del ciclo internazionale. Le traiettorie dei maggiori sistemi saranno certamente più modeste di quanto ipotizzato in passato, ma lo scenario centrale non contempla cadute recessive (se non come rischio di coda a probabilità trascurabile).

- L'azione di sostegno riveniente dalla reazione delle banche centrali (taglio dei tassi della Fed, della riserva in Cina e annunci di interventi della BCE) è rafforzata dalla riconfigurazione anche delle politiche fiscali. Mentre il rischio di recessione tedesco (la Bundesbank ha segnalato che il PIL potrebbe contrarsi anche nel terzo trimestre) ha già sollecitato il governo verso la predisposizione di un pacchetto di stimolo da 50 miliardi e la possibilità di abbandonare temporaneamente il pareggio di bilancio, la Cina ha operato una significativa riforma del sistema dei tassi di interesse mirante ad alleggerire gli oneri finanziari delle imprese, quale passo importante verso la progressiva liberalizzazione dei capitali; il punto cardine è l'adozione di un nuovo benchmark (Loan Prime Rate), che dovrebbe riflettere meglio la domanda di mercato per finanziamenti rispetto al precedente riferimento (tasso a un anno).
- Per quanto riguarda gli indici qualitativi, mentre il PMI manifatturiero globale è in area 49.3, ai minimi degli ultimi sette anni, l'indicatore dei servizi – settore meno permeabile ai contraccolpi del protezionismo – rimane relativamente forte intorno ai 52.5 punti; il PMI composito, termometro più sintetico del ciclo globale, si attesta a 51.7, congruente con la prosecuzione di una fase di espansione del reddito, per quanto al ritmo più basso di almeno tre anni.

FIDUCIA DEI CONSUMATORI  
Indice OCSE - aggregato paesi OCSE+BRICS



## FMI – CRESCITA ECONOMICA GLOBALE

variazioni medie annue – Luglio 2019

2018	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	diff.	2020e	diff.
84.74	3.4	3.2	3.2	3.8	3.6	3.2	-0.7	3.5	-0.1
51.07	1.9	2.1	1.7	2.4	2.2	1.9	0.7	1.7	0.0
20.49	2.4	2.6	1.5	2.2	2.9	2.6	0.3	1.9	0.0
13.67	0.9	2.0	1.8	2.4	1.9	1.3	0.0	1.6	0.1
4.00	1.6	1.5	1.9	2.2	1.4	0.7	-0.1	1.7	0.3
2.78	0.6	1.3	1.1	2.3	1.7	1.3	0.0	1.4	0.0
2.07	-0.3	0.7	0.9	1.7	0.9	0.1	0.0	0.8	-0.1
1.43	1.4	3.2	3.3	3.0	2.6	2.3	0.2	1.9	0.0
4.97	0.0	1.2	1.0	1.9	0.8	0.9	-0.1	0.4	-0.1
2.83	3.1	2.2	1.8	1.8	1.4	1.3	0.7	1.4	0.0
1.71	2.5	0.9	1.4	3.0	1.9	1.5	0.0	1.9	0.0
33.67	4.6	4.1	4.4	4.8	4.5	4.1	-0.3	4.7	-0.1
1.63	0.7	-3.7	-0.2	1.6	2.3	1.2	-0.4	1.9	0.2
13.41	7.3	6.9	6.7	6.8	6.6	6.2	-0.7	6.0	-0.7
2.72	7.2	7.6	7.1	7.2	6.8	7.0	-0.3	7.2	-0.3
1.87	0.1	-3.8	-3.5	1.1	1.1	0.8	-1.3	2.4	-0.1
1.22	2.2	2.6	2.9	2.1	2.0	0.9	-0.7	1.9	0.0
0.37	1.6	1.3	0.6	1.4	0.8	0.7	-0.5	1.1	-0.4

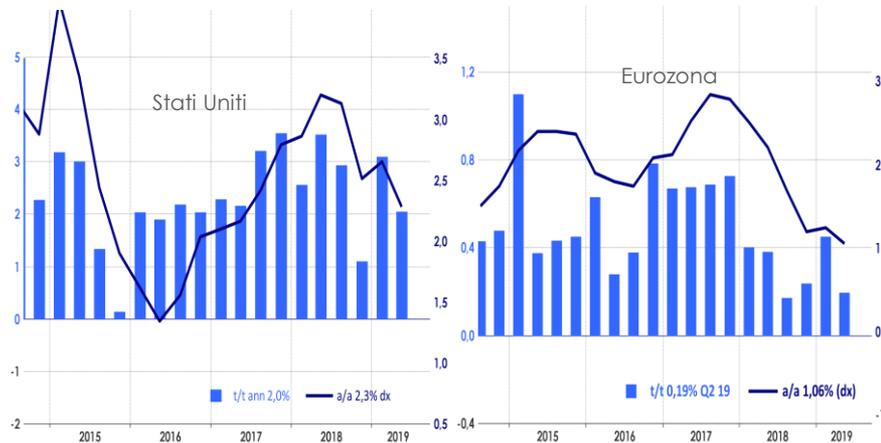
# Congiuntura e Mercati

- Nel secondo trimestre Il prodotto degli Stati Uniti ha registrato un aumento pari a 2.0% su base annualizzata (da 3.1%); in termini annui l'aumento è del 2.3%, in flessione da 2.7%, passo più morbido dalla metà del 2017. La composizione qualitativa della crescita segnala una normalizzazione rispetto al mix di fattori piuttosto anomalo registrato nel periodo precedente, con ripristino del contributo preponderante dei consumi privati (+3.1% da +0.8%, il massimo dalla fine del 2017) che aumentano del 4.7% annualizzato; così anche le componenti non strutturali del reddito hanno avuto segno corretto rispetto al primo trimestre: l'apporto del commercio estero è stato infatti negativo per -0.72% (da +0.73%), mentre quello delle scorte ha sottratto -0.91% da +0.53%. Gli investimenti fissi (-1.1%) hanno generato contributo negativo (-0.2%) per la prima volta da Q415, mentre la spesa pubblica (+4.5%) ha prodotto un apporto pari a 0.77%. La diffusione della statistica è stata accompagnata dalla periodica revisione dei conti nazionali, relativamente all'ultimo quinquennio, con una correzione al ribasso degli ultimi tre trimestri del 2018 che ha implicazioni sulla crescita del 2019 per un più basso effetto di trascinamento. La nostra stima del PIL per l'anno corrente è stata quindi abbassata meccanicamente al 2.3%, fissando all'1.8% quella per il 2020.

- I dati diffusi nei mesi estivi sono stati molto deboli dal lato industriale: la produzione rasenta ormai condizioni di stagnazione (+0.5% su anno); la fiducia delle imprese è su minimi pluriennali (ISM 51.2). Dal lato dei consumi, le statistiche sono state invece positive: le vendite al dettaglio sono solide (+4.3%); il mercato del lavoro si conferma robusto, la fiducia delle famiglie resta storicamente alta. L'inflazione è prossima agli obiettivi della Fed; il dato core è in accelerazione (2.2%); i prezzi dei beni sono tornati a crescere (+0.4%), chiudendo una lunga fase di contrazione. Nella riunione del 31 luglio, la Fed ha ridotto il costo del denaro (-0.25) nel range 2.0-2.25%, primo movimento al ribasso dopo nove rialzi consecutivi; la mossa pone fine al ciclo restrittivo partito a fine 2015. Il ritocco ai tassi, avvenuto sullo sfondo di fondamentali macroeconomici ancora positivi, appare principalmente di marca assicurativa. I verbali, diffusi alla fine di agosto, hanno evidenziato che il board della Fed non ha votato all'unanimità per la prima volta nell'era Powell: Rosengren (Fed di Boston) e George (Kansas) si sono espressi per tassi stabili. Gli investitori prezzano pienamente un taglio a settembre (100%) e due/tre tagli entro fine anno, secondo una linea interpretativa che appare esasperata; riteniamo che il sentiero di policy non sia affatto determinato in senso così espansivo.

## CRESCITA ECONOMICA

PIL - dati %, variazioni trimestrali e tendenziali



## ITALIA - CRESCITA ECONOMICA

PIL - dati %, variazioni trimestrali e tendenziali



# Congiuntura e Mercati

- I dati relativi al secondo trimestre hanno indicato un rallentamento della crescita nell'Eurozona, con aumento del reddito per due decimi di punto, da 0.4% nei primi tre mesi dell'anno; il tasso tendenziale ha frenato all'1.1%, minimo da fine del 2013; il dato aggregato è frutto di una crescita dello 0.5% in Spagna, dello 0.3% in Francia, di una stagnazione in Italia e di una contrazione in Germania (-0.1%). Il quadro congiunturale rimane fragile, soprattutto nell'industria (PMI manifattura 47) ma non vi sono segnali di imminente recessione del reddito aggregato (PMI composito 51.8, in rialzo di tre decimi ad agosto).
- Data un'inflazione modesta (1.0% il tasso generale, minimo da fine 2016, saggio core 0.9%), nel meeting del 25 luglio la BCE ha modificato in senso espansivo la forward guidance, contemplando la possibilità di livelli più bassi dei tassi ed aprendo all'adozione di nuove misure di stimolo. Nella seconda metà di agosto Rehn, membro finlandese della BCE, ha inciso fortemente sulle aspettative dei mercati, dichiarando che il pacchetto di interventi in preparazione per la riunione del 12 settembre «potrebbe essere di intensità superiore alle attese», sino a ricomprendere, oltre alla riduzione del tasso sui depositi, l'avvio di un nuovo QE (si parla di acquisti di titoli per 50 miliardi al mese). Il mercato prezza al 100% una abbassamento del tasso di interesse il mese prossimo.

- I rendimenti obbligazionari sono scesi ovunque, col decennale in \$ a 1.5%, minimo dal 2016, e quello tedesco a -0.7%, minimo assoluto. Il biennale in \$ è scivolato pure in area 1.5%, generando una nuova, benché marginale, inversione della curva statunitense. La pressione al ribasso è stata particolarmente evidente per i titoli italiani, premiati dalla prospettiva di un nuovo governo Pd-M5S, con tratti certamente più europeisti: il tasso decennale è calato per la prima volta sotto l'1%, con lo spread Btp-Bund sotto i 170bps. Anche i mercati a spread hanno goduto dell'effetto favorevole del ribasso dei rendimenti. I mercati azionari hanno sofferto nella prima metà di agosto, con flessione massima per circa il 7% dello S&P500, ma si sono stabilizzati tornando ai livelli di fine luglio grazie a quanto manifestato dalle banche centrali. Confermiamo visione favorevole sul comparto che rimane asset class privilegiata pur nel quadro di una volatilità che tende ad essere più elevata.
- I mercati valutari sono stati caratterizzata dalla debolezza dell'euro, riflesso della congiuntura fiacca nell'Unione e dell'azione prospettica della BCE; in area 1.1050, la moneta unica ha segnato i minimi da maggio 2017 rispetto al dollaro; nei riguardi dello yen, il cambio ha oltrepassato quota 118, minimo di oltre due anni. Il cambio dollaro-yuan, dal canto suo, ha raggiunto quota 7.10, punto più basso della traiettoria della moneta cinese sin dal 2008.

## 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.*