

BANCA ALETTI | **BANCO BPM**
GRUPPO

CONGIUNTURA E MERCATI

Economic Research and Markets Strategy

Ottobre 2019

BANCA ALETTI | **BANCO BPM**
GRUPPO

Congiuntura e Mercati

- All'approssimarsi dell'autunno, il tracciato del reddito globalmente prodotto si svolge lungo una traiettoria certamente meno impulsiva rispetto al passato, sebbene ancora complessivamente favorevole. Le stime di crescita pari al 2.9% per il 2019 (-0.3 da maggio) ed al 3.0% per il 2020 (-0.4), fissate dall'OCSE nell'ultimo rapporto di previsione diffuso il 19 settembre, correggono al ribasso le indicazioni offerte a luglio dal FMI (3.2% e 3.5% rispettivamente). Il percorso segnala un minimo del ciclo mondiale nell'anno in corso ed un tenore moderatamente superiore nel prossimo, riconducibile soprattutto alla (blanda) prospettiva di accelerazione dei paesi di nuova industrializzazione.
- Il peggioramento delle prospettive globali è riflesso nello scadimento generalizzato dei numeri relativi a quasi tutti i sistemi economici, con poche eccezioni. Il profilo degli Stati Uniti è stato corretto per sette decimi di punto complessivi nel biennio, quattro nel 2019 (2.4%) e tre nel 2020 (2.0%), mentre quello di Eurozona ha subito un taglio totale per cinque decimi, di cui uno nel 2019 (1.1%) e quattro nel 2020 (1.0%). Dentro Eurozona, peggiora significativamente la Germania (2019 0.5%, -0.2; 2020 0.6%. -0.6), mentre le correzioni sono state marginali per la Francia (rispettivamente 1.3%, invariato e 1.2%, -0.1) e l'Italia (zero nel 2019, invariato; 0.4% nel 2020, -0.2), che comunque approssima un sostanziale ristagno.

- Tagli diffusi hanno interessato anche tutte le economie emergenti, con penalizzazioni più modeste per la Cina che tuttavia scivola per la prima volta sotto il 6% di crescita l'anno venturo (2019 6.1%, -0.1; 2020 5.7%, -0.3) e assai più ampie per la Russia (rispettivamente 0.9%, -0.5; 1.6%, -0.3; totale -0.8), il Brasile (0.8%, -0.6; 1.7%, -0.6; totale -1.2%), il Sudafrica (0.5%, -0.7; 1.1%, -0.6; totale -1.3) e soprattutto l'India (5.9%, -1.3; 6.3%, -1.1; totale -2.4). Di fatto, nel rapporto OCSE hanno beneficiato di un aumento delle stime per l'anno in corso solo Giappone (+0.3 a 1.0%) e Canada (+0.2% a 1.5%), oltre alla Turchia che comunque mantiene crescita negativa (-0.3%).
- L'infiacchimento della crescita con intensità superiore alle attese è stata la risposta del sistema all'azione corrosiva di un carico di rischi davvero ingombrante, che lungo l'estate si è alimentato dell'incertezza di Brexit (ancora incerta persino nella data, il Parlamento ha votato una legge che esclude il no-deal e potrebbe spostare il termine finale a gennaio 2020), ma soprattutto della grave recrudescenza delle tensioni protezionistiche tra Cina e Stati Uniti. La rarefazione dei flussi di interscambio, via la disarticolazione delle catene di fornitura globali, è gradualmente cresciuta di scala, spingendo infine in contrazione il commercio internazionale; il saldo corrente, pari a -0.9% su base annua, segnala la dinamica peggiore dell'interscambio dalla fine della crisi finanziaria.

INDICATORI DI FIDUCIA - SETTORI



INDICATORI DI FIDUCIA – AREE



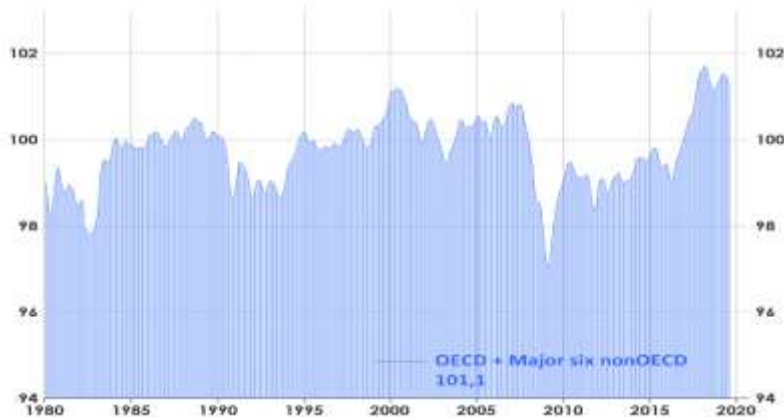
Congiuntura e Mercati

- Lo shock subito dall'economia mondiale è asimmetrico, con effetti negativi concentrati nel comparto industriale, simultaneamente minacciato dalla dislocazione dei traffici fisici di merci e dalla grave incertezza che ha frenato gli investimenti: la produzione globale è prossima a condizioni di ristagno, con l'output prossimo ristagno (0.8% a/a a luglio), mai così male dal 2009. La divergenza tra la caduta degli indicatori di fiducia della manifattura, da un lato, e la superiore tenuta di quelli relativi alle imprese di servizi e delle famiglie, dall'altro, costituisce lo snodo centrale della congiuntura, consentendo di individuare nella persistente forza del terziario e dei consumi privati il contrappeso al declino industriale ad evitare possibili sviluppi recessivi.
- Così, mentre l'indagine PMI registra una lettura pari a 49.3 per la manifattura, inferiore alla soglia critica dei 50 punti e sui minimi dal 2012, la stessa offre invece una rilevazione molto più tranquillizzante per i servizi (52.5). L'indice PMI composito, che misura la salute dell'intera economia, si attesta a 51.7, confermando il tenore ancora espansivo dell'attività economica (1.7 punti al di sopra della soglia di neutralità), per quanto il passo sia il più lento dell'ultimo triennio.

- Lungo il 2019, l'indice generale dei prezzi al consumo riferito all'aggregato del G7 ha segnato aumenti compresi nel range 1.5-2.0% (1.6% l'ultima lettura per il dato generale, 1,7% per quello core), muovendosi quindi su quote costantemente inferiori agli obiettivi generalmente perseguiti dalle politiche economiche. L'insufficiente reflazione del sistema ed i timori che il rallentamento del ciclo globale possa degenerare verso derive recessive profonde hanno creato il presupposto per un intervento delle banche centrali, che nella fase congiunturale corrente sono divenute attori fondamentali nella modulazione delle aspettative degli agenti economici e per la produzione di un adeguato grado di distensione delle condizioni finanziarie globali. Con passo simultaneo, pertanto, Fed e BCE, ma anche l'autorità cinese, hanno offerto sostegno al ciclo prima attraverso aggiustamenti in senso accomodante della retorica comunicativa e poi con virate espansive possenti delle rispettive politiche, corrispondendo con interventi cospicui ad attese altrettanto aggressive del mercato; persino la BoJ, nella riunione del 19 settembre, ha aperto alla possibilità di ulteriore allentamento monetario, rispetto ad una stance già da lungo tempo eccezionalmente lasca.

FIDUCIA DEI CONSUMATORI

Indice OCSE - aggregato paesi OCSE+BRICS



OCSE – CRESCITA ECONOMICA GLOBALE

variazioni medie annue – Settembre 2019 – differenze da maggio 19

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	est.	2020	est.
	PII (% a/a)								
CRESCITA GLOBALE	3.5	3.3	3.2	3.7	3.6	2.9	-0.3	3.0	-0.4
ECONOMIE AVANZATE*	1.9	2.1	1.7	2.4	2.2	nd	nd	nd	nd
STATI UNITI	2.5	2.9	1.6	2.2	2.9	2.4	-0.4	2.0	-0.3
EUROZONA	1.4	2.0	1.9	2.5	1.8	1.1	-0.7	1.0	-0.4
GERMANIA	2.2	1.5	2.2	2.5	1.5	0.5	-0.2	0.6	-0.6
FRANCIA	1.0	1.0	1.1	2.3	1.6	1.3	=	1.2	-0.7
ITALIA	0.2	0.8	1.2	1.8	0.7	0.0	=	0.4	-0.2
SPAGNA*	1.4	3.6	3.2	3.0	2.6	nd	nd	nd	nd
GIAPPONE	0.3	1.3	0.6	1.9	0.8	1.0	0.3	0.6	=
REGNO UNITO	2.9	2.3	1.8	1.8	1.4	1.0	-0.1	0.9	-0.1
CANADA	2.5	0.9	1.1	3.0	1.8	1.5	0.2	1.6	-0.4
ECONOMIE EMERGENTI*	4.6	4.1	4.4	4.6	4.5	nd	nd	nd	nd
RUSSIA	0.7	-3.7	-0.2	1.5	2.3	0.9	-0.5	1.6	-0.3
CINA	7.3	6.9	6.7	6.8	6.6	6.1	-0.7	5.7	-0.3
INDIA	7.2	7.6	7.1	7.2	7.0	5.9	-1.3	6.3	-1.7
BRASILE	0.1	-3.8	-3.3	1.1	1.1	0.8	-0.6	1.7	-0.6
SUDAFRICA	1.6	1.3	0.4	1.4	0.8	0.5	-0.7	1.1	-0.6

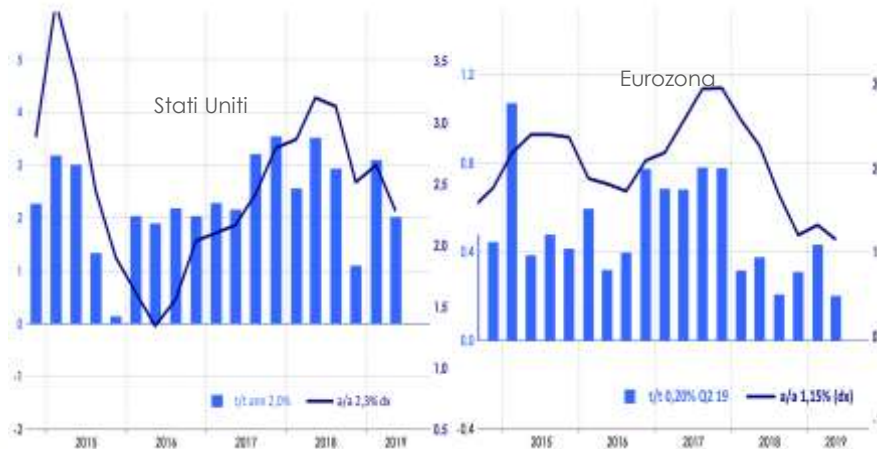
Congiuntura e Mercati

- I dati definitivi della contabilità nazionale per il secondo trimestre del 2019 hanno segnalato un aumento del prodotto degli Stati Uniti pari a 2.0% su base annualizzata, per un tasso tendenziale al 2.3%, passo più lento dalla metà del 2017. Il tono complessivo del ciclo rimane favorevole e lo scenario centrale esente da rischi di scadimento recessivo apprezzabili (confermiamo la nostra previsione per un rallentamento ordinato dal 2.9% del 2018, al 2.3% del 2019, sino all'1.8% del 2020), tuttavia il sistema si confronta con un peggioramento del quadro industriale che aumenta l'incertezza della previsione. L'indice ISM della manifattura, infatti, si è attestato in agosto a quota 49.1, sui minimi da gennaio 2016, sotto la soglia critica dei 50 punti per la prima volta dopo 41 rilevazioni consecutive in territorio positivo, mentre il tracciato della produzione manifatturiera già sconta una contrazione secca per quattro decimi di punto sull'anno precedente, la dinamica peggiore dell'ultimo triennio. La tenuta dei servizi (ISM solido a 56.4) e dei consumi privati (vendite +5.1%), insieme ad un mercato del lavoro al pieno impiego, agiscono da valido contrappeso alle criticità dell'industria, salvaguardando la sostenibilità della crescita, ma non hanno impedito alla banca centrale di agire preventivamente.

- Al termine della riunione del 17-18 settembre, la Fed ha deciso di tagliare il costo del denaro per un quarto di punto, fissandolo nel range 1.75 - 2.0%, secondo intervento di riduzione, dopo quello operato alla fine di luglio; la decisione ha registrato tre voti contrari, uno da parte di Bullard, presidente della Fed di St. Louis, incline ad un taglio più aggressivo per 50 punti base, e due (Esther George della Fed di Kansas City e Eric Rosengren della Fed di Boston) che, invece, si sono espressi a favore di tassi invariati. L'assenza di un sufficiente livello di consenso dentro la Fed traspare, con evidenza ancora maggiore, con riferimento al futuro sentiero dei tassi, che resta totalmente indeterminato: per il 2019, solo sette membri su 17 indicano un altro taglio, cinque sono per tassi stabili al livello corrente e cinque vedono addirittura tassi più alti, per un valore mediano stabile, anche nel 2020. Un ulteriore intervento in corso d'anno non è quindi per nulla scontato (anche se il mercato prezza al 70% la probabilità di un nuovo taglio entro dicembre). La Fed rimane «data-dependent» e «prenderà decisioni riunione dopo riunione», senza obiettivi predeterminati; lo stesso Powell ha assicurato che «una sequenza più estesa di tagli potrebbe essere appropriata» qualora lo scenario si deteriorasse, ma questo non costituisce lo scenario centrale» allo stato corrente.

CRESCITA ECONOMICA

PIL - dati %, variazioni trimestrali e tendenziali



ITALIA - CRESCITA ECONOMICA

PIL - dati %, variazioni trimestrali e tendenziali



Congiuntura e Mercati

- Anche la congiuntura di Eurozona rimane in espansione moderata (+0.2% il PIL nel secondo trimestre), ma soggetta ad evidente peggioramento, con i primi segnali di contagio all'intero sistema della crisi della manifattura (PMI composito 50.4 da 51.9, minimo dal 2013); una modesta espansione rimane lo scenario centrale (1.1% nel 2019; 1.0% nel 2020), ma il rischio di una deriva cedente si è fatto più consistente. Sullo sfondo di un tasso di inflazione troppo basso e prossimo a 1%, nella riunione del 12 settembre, la BCE ha annunciato una serie di misure di stimolo straordinario, costruite intorno a cinque pilastri: 1) riduzione del tasso depo per 10bps a -0.5%; 2) esenzione dal tasso negativo per una quota di fondi pari a sei volte la riserva obbligatoria (tiering); 3) conferma della possibilità di ulteriori ribassi dei tassi; 4) ripresa del QE per 20 mld al mese, senza scadenza; 5) migliori condizioni di tasso e scadenza sulle TLTRO.
- La portata dell'intervento BCE è talmente ampia da apparire ultimativa per la politica monetaria, che difficilmente potrà incidere con forza superiore nel tessuto macroeconomico, se non invocando l'accompagnamento anche della politica fiscale; di qui il richiamo formale di Draghi ai governi dei paesi in surplus (nero su bianco nel comunicato finale del meeting, come non era mai accaduto) ad usare tutti gli spazi di bilancio disponibili per sostenere la crescita.

- I rendimenti obbligazionari sono ovunque compressi: il decennale europeo ha segnato il nuovo minimo assoluto a -0.74%; quello in \$ è calato sino al minimo triennale di 1.45%, prima di risalire verso 1.7-1.8%. Il tasso italiano ha segnato il minimo storico sotto 0.8% (fiducia nell'europeismo del nuovo governo), per uno spread calato sino a 131, minimo da maggio 2018. Anche il credito ha segnato tassi più bassi, nonostante l'attività degli emittenti. L'euro ha raggiunto i minimi da maggio 2017 rispetto al dollaro (1,09), a scontare l'espansione della BCE (bilanciato da quello della Fed) e la fragilità del quadro congiunturale. Lo yen è stato generalmente forte (massimo di due anni e mezzo sull'euro a 116), premiato dalle condizioni di incertezza,
- L'azionario ha registrato evoluzione positiva, beneficiando dell'assicurazione offerta dalle banche centrali, che ha permesso il ritorno dell'appetito per il rischio; i guadagni per i maggiori indici sono stati nell'ordine del mezzo punto percentuale, mentre da inizio anno i progressi sono nell'ordine del 10-15% per i maggiori mercati europei e statunitensi; questi ultimi si muovono nell'area prossima ai massimi assoluti. Confermiamo visione favorevole sul comparto che rimane asset class privilegiata ponderando le opportunità per il rischio, pur nel quadro di una volatilità più elevata; si conferma lo scarso appeal dei prodotti obbligazionari in euro (redditività negativa nominale e reale), mentre la valutazione è più favorevole per la parte in \$.

RENDIMENTI DECENNALI GOVERNATIVI DAL 2008



INDICI AZIONARI



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.