

BANCA ALETTI | **BANCO BPM**
GRUPPO

CONGIUNTURA E MERCATI

Economic Research and Markets Strategy

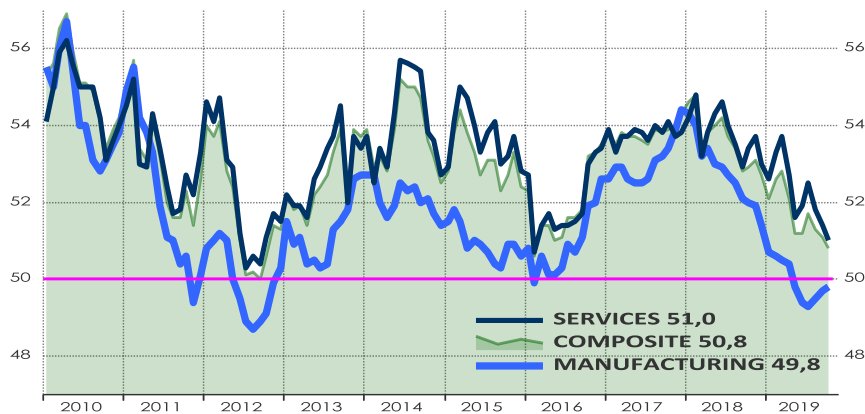
Dicembre 2019

BANCA ALETTI | **BANCO BPM**
GRUPPO

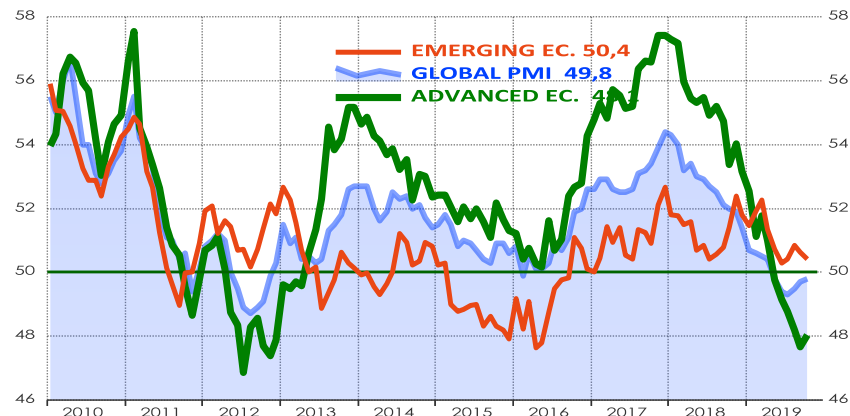
Congiuntura e Mercati

- Nel nuovo rapporto di previsione diffuso a novembre, OCSE ha ridotto sensibilmente le attese di crescita del reddito globale, apportando un taglio per otto decimi complessivi nel biennio dalle stime elaborate a maggio. La previsione ora fissa un incremento del prodotto pari al 2.9% nell'anno in corso (-0.3) ed anche nel prossimo (-0.5), tratteggiando una frenata significativa sul 2018 (3.5%); la nuova proiezione sul 2021 si attesta invece al 3.0%, per una blanda traiettoria di accelerazione che, tuttavia, lascia la crescita ben al di sotto degli standard più recenti (la media calcolata dal 2014 è pari al 3.5%).
- Gli Stati Uniti spiccano per superiore tono congiunturale tra i paesi progrediti, con saggi di crescita del 2.3% quest'anno (-0.5) e del 2.0% nel prossimo (-0.3), passo che poi verrebbe mantenuto anche nel 2021. Eurozona, invece, è attesa in brusca frenata in rapporto alla ragguardevole performance del biennio precedente (2.9% nel 2017 e 2.3% nel 2018), con una crescita che rimane assestata appena sopra l'1% in tutto il triennio di previsione: 1.2% nel 2019 (invariato), 1.1% nel 2020 (-0.3), 1.2% nel 2021. Correzioni al ribasso sono rinvenibili per il Giappone (1.0% nel 2019, -0.3; 0.6% nel 2020; 0.7% nel 2021) e, con tono più marcato, per il Canada (1.5%, -0.2; 1.6%, -0.4; ancora 1.6%); il Regno Unito, invece, riesce a mantenere numeri invariati rispetto a maggio (1.2%; 1.0%; 1.2%).
- Tra le economie emergenti lo scarto negativo rispetto al precedente rapporto di OCSE è ancora più ampio; i numeri generalmente indicano un minimo ciclico per quest'anno e postulano poi un'accelerazione nel biennio successivo, ma in ogni caso è difficile rinvenire uno schema uniforme applicabile a tutte le aree. La Russia frena all'1.1% nel 2019 (-0.3) ed accelera a 1.6% nel 2020 (+0.1), quindi consolida a 1.4% nel 2021; la Cina si muove lungo una traiettoria di decelerazione costante, passando dal 6.6% del 2018 a 6.2% del 2019 (+0.1), quindi 5.7% nel 2020 (-0.3) e 5.5% nel 2021; l'India sconta la revisione negativa più consistente, perdendo ben 2.6 punti da maggio, ma il sentiero seguito è inclinato positivamente, con saggi a 5,8% nel 2019 (-1.4), 6.2% nel 2020 (-0.1) e 6.4% nel 2021; infine anche Brasile e Sudafrica perseguono traiettorie in accelerazione: il primo passa da 0.8% nel 2019 (-0.6) a 1.7% nel 2020 (-0.6) a 1.8% nel 2021; la seconda da 0.5% per l'anno in corso (-0.7) a 1.2% nel prossimo (-0.5), quindi 1.3% nel 2021.
- Nell'insieme, il quadro tracciato dall'Ocse collima con quello già precedentemente elaborato dalle altre organizzazioni internazionali (FMI, Commissione Europea), assumendo una prospettiva di prosecuzione della fase espansiva corrente, ad un ritmo più lento, sotto l'assunzione di evoluzione controllata dei rischi esogeni.

INDICATORI DI FIDUCIA - SETTORI



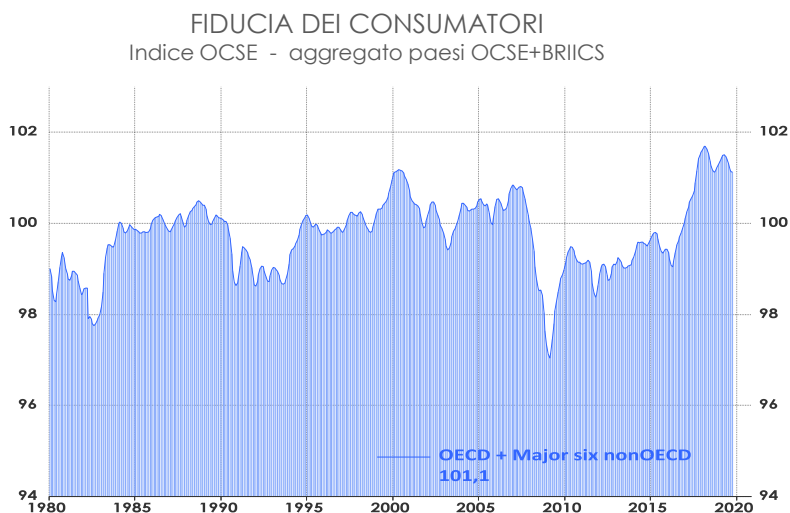
INDICATORI DI FIDUCIA – AREE



Congiuntura e Mercati

- Le prime avvisaglie di un'intesa tra Cina e Stati Uniti, che a novembre hanno lasciato intendere di essere vicini alla definizione di un accordo di sostanza sulle regole del commercio globale (fase uno), e la drastica riduzione della probabilità di una uscita disordinata della Gran Bretagna dall'Unione Europea (il no-deal è stato praticamente escluso, anche se resta l'incertezza correlata all'esito del voto parlamentare di dicembre) hanno sortito effetti immediati sul clima di fiducia percepito dagli agenti economici, comprimendo i livelli di avversione al rischio e favorendo l'ulteriore ripresa delle quotazioni di titoli con contenuto di rischio. L'azione ultra-espansiva delle banche centrali, inoltre, ha contribuito in modo significativo alla distensione delle condizioni finanziarie globali.
- Uno dei termometri più efficaci delle dinamiche descritte è rappresentato dalla svolta rialzista compiuta da alcuni indicatori legati alle aspettative. Lo Zew (fiducia degli investitori tedeschi) ed il Sentix (investitori europei) sono entrambi cresciuti ai massimi di sei mesi, segnalando la formazione di attese più favorevoli circa l'evoluzione della congiuntura e convalidando le assunzioni di superamento del minimo ciclico tra la fine del 2019 e l'inizio dell'anno venturo.

- In ogni caso, la sintesi migliore dello stato della congiuntura è offerta dalle risultanze dell'indagine PMI per l'economia globale, costruita attraverso interviste dei responsabili degli acquisti delle imprese. L'indice manifatturiero, dopo sei mesi di contrazione, è tornato in area di espansione, affermandosi in novembre a 50.3; l'indice dei servizi, in ottobre, è ancora in valore assoluto più alto (51.0), ma il suo tracciato declinante denuncia l'intensità del rallentamento attivatosi dall'anno passato, che già lo ha condotto ai minimi dal 2016 e potrebbe avvicinarlo ulteriormente alla soglia di neutralità; infine l'indice composito, sempre in ottobre, a quota 50.8, indica che l'espansione sta proseguendo, ma al passo più lento dell'ultimo triennio.
- In sintesi, l'economia mondiale si avvicina alla fine dell'anno, consolidando gli spunti di ripresa maturati lungo i mesi autunnali. La costruzione di un'inversione della congiuntura di ampio respiro resta lontana, ma i segnali di moderazione della pressione ribassista e le prime avvisaglie di stabilizzazione della manifattura, per quanto ancora embrionali e frammentarie, sono di per sé fattore di tutto rilievo, che spezza l'inerzia sfavorevole del recente passato.



OECD – CRESCITA ECONOMICA GLOBALE
variazioni medie annue – Nov 2019 (differenze rispetto interim set19 e outlook mag19)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	interim set19	outlook mag19	2020	interim set19	outlook mag19	2021
PI (in %/a)												
CRESCITA GLOBALE	3.5	3.3	3.2	3.7	3.5	2.9	=	-0.3	2.9	-0.1	-0.5	3.0
ECONOMIE AVANZATE	1.9	2.1	1.7	2.4	2.2	=	=	=	=	=	=	=
STATI UNITI	2.5	2.9	1.6	2.2	2.9	2.3	-0.1	-0.5	2.0	=	-0.3	2.0
EUROZONA	1.4	2.0	1.9	2.5	1.8	1.2	0.1	=	1.1	0.1	-0.3	1.2
GERMANIA	2.2	1.5	2.2	2.5	1.5	0.6	0.1	-0.1	0.4	-0.2	-0.8	0.9
FRANCIA	1.0	1.0	1.1	2.3	1.7	1.3	=	=	1.2	=	-0.1	1.2
ITALIA	0.2	0.8	1.2	1.8	0.7	0.2	0.2	0.2	0.4	=	-0.2	0.5
SPAGNA	1.4	3.6	3.2	3.0	2.4	2.0	=	-0.2	1.6	=	-0.3	1.6
GIAPPONE	0.3	1.3	0.6	1.9	0.8	1.0	=	-0.3	0.6	=	=	0.7
REGNO UNITO	2.9	2.3	1.8	1.8	1.4	1.2	0.2	=	1.0	0.1	=	1.2
CANADA	2.5	0.9	1.1	3.0	1.9	1.5	=	-0.2	1.6	=	-0.4	1.7
ECONOMIE EMERGENTI	4.6	4.1	4.4	4.6	4.5	=	=	=	=	=	=	=
RUSSIA	0.7	-3.7	-0.2	1.5	2.3	1.1	0.2	-0.3	1.6	=	0.1	1.4
CINA	7.3	6.9	6.7	6.8	6.6	6.2	0.1	=	5.7	=	-0.3	5.5
INDIA	7.2	7.6	7.1	7.2	7.0	5.8	-0.1	-1.4	6.2	-0.1	-1.2	6.4
BRASILE	0.1	-3.8	-3.3	1.1	1.1	0.8	=	-0.6	1.7	=	-0.6	1.8
SUDAFRICA	1.6	1.3	0.4	1.4	0.7	0.5	=	-0.7	1.2	0.1	-0.5	1.3

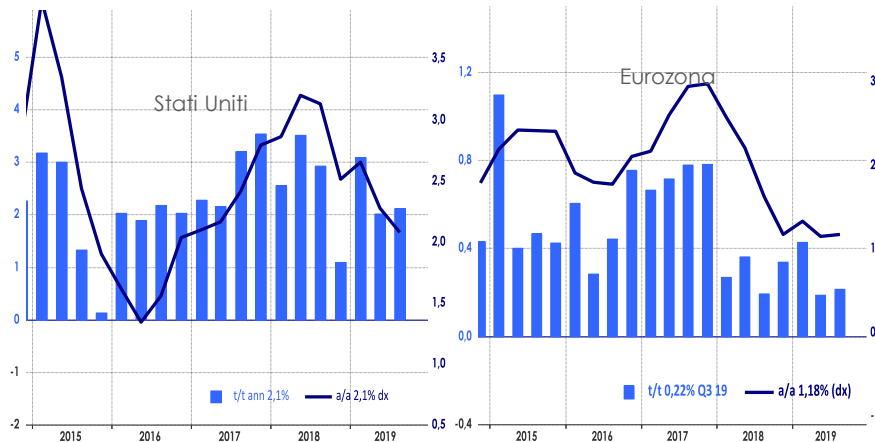
Congiuntura e Mercati

- Tra i maggiori sistemi economici, gli Stati Uniti restano quello più lontano dal rischio di scaldamento recessivo, tuttavia non vi è dubbio che anche la massima economia mondiale stia perseguendo una traiettoria di progressiva moderazione dell'impulso espansivo, ben colto anche dai dati della contabilità nazionale (PIL +2.1% t/t annualizzato nel terzo trimestre dopo l'ultima revisione; +2.1% anche su anno, minimo da inizio 2017). Le maggiori criticità del sistema, come accade in generale per quasi tutte le economie, risiedono nello stato di salute dell'industria manifatturiera (produzione -1.1% sull'anno), correntemente assoggettata sia all'azione di un vincolo di breve periodo (scorte in eccesso) che di un vincolo più strutturato (clima di fiducia basso).
- I precedenti segnali di stabilizzazione osservati ad ottobre, in seguito alla fine dello sciopero GM e le prospettive del raggiungimento di un accordo commerciale, non hanno sostanzialmente modificato l'ISM manifatturiero di novembre (48.1 da 48.3). L'indice ISM non manifatturiero, intanto, è rimbalzato da 52.6 di settembre (minimo di tre anni) a 54.7 a ottobre, valore in linea con la media di lungo periodo e congruente con una moderata espansione del comparto dei servizi e delle costruzioni.

- Il mercato del lavoro rimane vigoroso, con tasso di disoccupazione al 3.6%, nell'area dei minimi cinquantennali. La condizione di pieno impiego delle risorse produttive offre garanzia di evoluzione favorevole dei consumi privati nei trimestri a venire, in linea con il robusto passo corrente delle vendite al dettaglio (+3.1%). Nell'insieme, confermiamo dunque un sentiero di crescita moderata dell'economia, con saggi medi pari al 2.2-2.3% nell'anno in corso e 1.5-1.6% nel prossimo; restano possibili oscillazioni in entrambe le direzioni, dipendenti dell'andamento del contenzioso commerciale e dalla portata dell'accordo che Cina e Stati Uniti potranno infine conseguire. La stessa apertura del procedimento di impeachment contro il Presidente apre un fronte aggiuntivo di incertezza.
- Dopo la riunione della Fed del 30 ottobre, che ha varato il terzo taglio consecutivo del costo del denaro (1.5-1.75%), si è aperta una fase nuova, che probabilmente sarà contrassegnata da un periodo di stabilità del costo del denaro; in assenza di shock esogeni, non si prevedono correzioni di rotta nell'orizzonte di previsione. Il nuovo quadro di riferimento è stato recepito dai mercati, che hanno azzerato le attese di un taglio nel FOMC di dicembre e ridotto le aspettative per una mossa espansiva l'anno venturo (ad oggi la probabilità massima è del 74%).

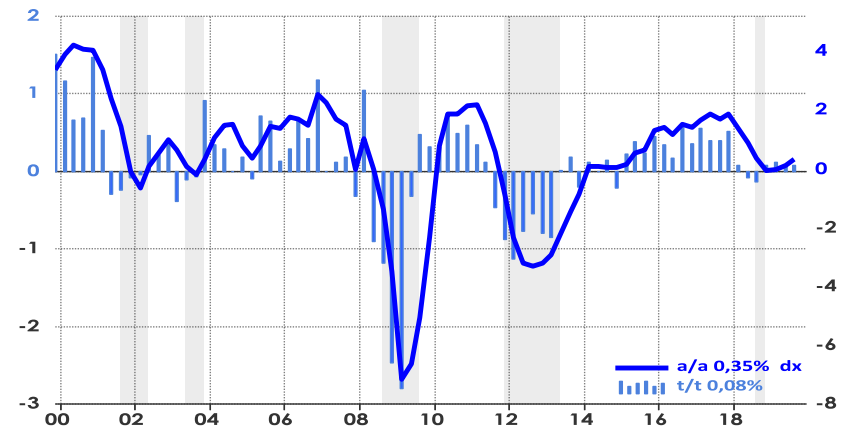
CRESCITA ECONOMICA

PIL - dati %, variazioni trimestrali e tendenziali



ITALIA - CRESCITA ECONOMICA

PIL - dati %, variazioni trimestrali e tendenziali



Congiuntura e Mercati

- La diffusione del dato tedesco (PIL +0.1%) ha completato il quadro della contabilità nazionale del terzo trimestre per l'Unione Monetaria, che ha visto il reddito aggregato crescere dello 0.2% e la massima economia europea evitare la recessione tecnica. In prospettiva, gli indici anticipatori non consentono di trarre significative evidenze di ripartenza dell'attività economica nei prossimi mesi e tratteggiano un quadro congiunturale improntato ad estrema fragilità (PMI composito in calo a 50.3 da 50.6 a novembre, con l'indice dei servizi 51.5 da 52.2), tuttavia anche per Eurozona si colgono embrionali indicazioni di stabilizzazione del clima economico industriale (PMI manifatturiero 46.9 da 45.9), che validano uno scenario centrale di crescita moderata (PIL 2019 +1.1%, 2020 1.0%).
- Nella riunione del 24 ottobre, che ha sancito l'uscita di scena del presidente M. Draghi, le misure di politica monetaria decise a settembre sono state integralmente confermate; da novembre la banca centrale è guidata da C.Lagarde, che dovrà gestire un board piuttosto diviso al suo interno. Le prime dichiarazioni del nuovo governatore suggeriscono una continuità di azione con il predecessore, sullo sfondo di un quadro di reflazione persistentemente insufficiente (indice generale 0.8% a novembre); nel breve termine non sono attese variazioni all'assetto della policy.

- I rendimenti obbligazionari si collocano ampiamente sopra i minimi di ottobre, positivamente sollecitati da attese più favorevoli sull'evoluzione ciclica, dalla stabilità delle politiche monetarie espansive, dalla prospettiva di un accordo sul commercio e dalla rarefazione dei flussi di marca assicurativa; il decennale in \$ è vicino a 1.8% rispetto a minimi di 1.5%; il biennale 1.65% (1.4%); il decennale in euro -0.34% (-0.70%); il biennale in euro -0.6% (-0.9%). Il tasso decennale italiano si è mosso tra 1.2-1.3%, sui massimi da agosto, per uno spread in allargamento sino a 164bps (corrente 153) per le difficoltà in seno al Governo, che ha in parte incrinato l'iniziale apertura di credito. L'euro si è mosso tra 1.10-1.11 contro dollaro, senza trend.
- L'azionario ha registrato evoluzione positiva, beneficiando dell'assicurazione offerta dalle banche centrali, che ha permesso il ritorno dell'appetito per il rischio, e della distensione delle condizioni finanziarie in scia agli sviluppi più favorevoli sul fronte del protezionismo e di Brexit; grazie ad una stagione contrassegnata da risultati al momento positivi, gli indici statunitensi hanno segnato i nuovi massimi assoluti trainando l'intero mercato azionario globale (S&P oltre 3100). Confermiamo visione favorevole sul comparto che rimane asset class privilegiata ponderando le opportunità per il rischio, pur nel quadro di una volatilità attesa in aumento i mesi prossimi; si conferma lo scarso appeal dei prodotti obbligazionari in euro (redditività negativa nominale e reale), con valutazione più favorevole per la parte in \$.

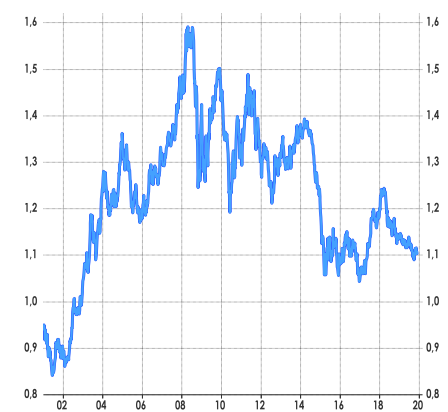
RENDIMENTI DECENNALI GOVERNATIVI DAL 2008



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.