

BANCA ALETTI | **BANCO BPM**
GRUPPO

CONGIUNTURA E MERCATI

Economic Research and Markets Strategy

Aprile 2024

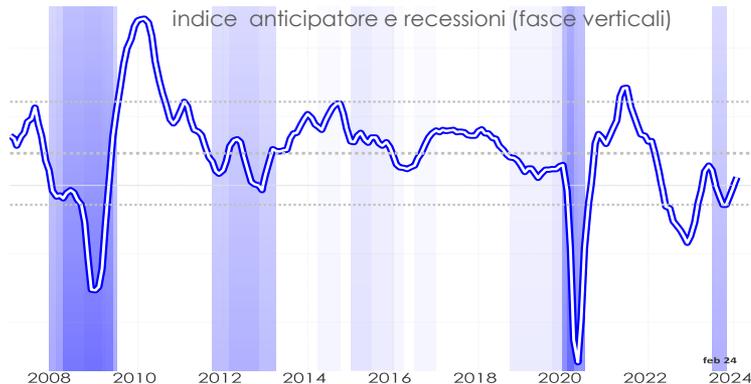
BANCA ALETTI | **BANCO BPM**
GRUPPO

Congiuntura e Mercati

- Secondo i dati e le statistiche macroeconomiche pubblicate nelle ultime settimane, il ciclo economico rimane generalmente fiacco, ma in base alle tendenze degli indicatori anticipatori si confermano segnali di ripresa che dovrebbero prossimamente consolidare i livelli di attività raggiunti e poi realizzare condizioni di crescita progressivamente più solide.
- Il processo disinflazionistico prosegue, ma i valori risultano spesso ancora superiori al livello obiettivo fissato dalle singole autorità monetarie. Nell'ultimo anno, la tendenza di riduzione della dinamica inflazionistica ha acquisito un importante sostegno dal calo delle quotazioni delle materie prime (energetiche in primis, e per l'Europa quelle del gas) e dalla stretta delle politiche monetarie, in grado di calmierare la domanda di beni e servizi, con un impatto di rilievo sulla crescita nel biennio 2023-2024 (soprattutto nei paesi OCSE europei).
- Per le maggiori banche centrali e salvo sorprese, il 2024 è l'anno della svolta nella politica monetaria. Il Presidente della Fed, J. Powell, ha dichiarato che, se la congiuntura economica evolverà come previsto, sarà appropriato tagliare i tassi entro la fine dell'anno; stando alla proiezione media dei membri del comitato di politica monetaria (FOMC), i tagli al costo del denaro dovrebbero essere tre; per la Bce, la Presidente C. Lagarde, ha aperto alla possibilità di una riduzione dei tassi da giugno,

- quando il set di informazioni a disposizione fornirà un quadro più chiaro.
- Tra le economie avanzate, la banca nazionale svizzera è stata la prima ad abbassare i tassi: a sorpresa, nel meeting del 21 marzo BNS ha ridotto il costo del denaro di 25pb. all'1.5%, decisione che sicuramente è stata presa anche in considerazione di un tasso di cambio troppo forte.
 - Fra i paesi emergenti, l'allentamento monetario è in corso già da qualche mese. In America latina, Brasile, Messico, Colombia, Cile e Perù; in Europa, Polonia, Repubblica Ceca e Ungheria hanno gradualmente allentato i tassi di interesse, un'azione che generalmente si spiega con la necessità di anticipare le decisioni delle maggiori banche centrali per evitare di subire contraccolpi eccessivi dai movimenti dei tassi di cambio e quindi dai flussi di capitali esteri.
 - Seppure di segno opposto anche la decisione della BoJ va in direzione della normalizzazione: la delibera di aumento dei tassi di 20pb nell'intervallo 0%-0.1% soggiace all'idea che anche il Giappone dovrebbe sperimentare un periodo di stabilità dei prezzi, un fenomeno straordinario, dal momento che quello deciso a marzo è il primo rialzo dopo ben 17 anni e sancisce la fine dell'era dei tassi negativi che durava dal 2016. Grazie alla ripresa dell'inflazione salariale, i prezzi al consumo attualmente al 3.0-2.5%, dovrebbero assestarsi secondo consenso al 2.5-1.5% nel biennio.

INDICE ANTICIPATORE E CONGIUNTURA GLOBALE



L'indicatore anticipatore sintetico segnala la tendenza della congiuntura e i vari livelli. Le fasce verticali designano le recessioni in vari paesi; la gradazione del colore definisce la gravità e la diffusione della fase recessiva.

QUADRO RIASSUNTIVO POLITICHE MONETARIE

Paese	Tasso Attuale	3M Chg	1Y Chg	Est. 3Q24	Paese	Tasso Attuale	3M Chg	1Y Chg	Est. 3Q24
Australia	4.35%	0.00%	0.75%	4.20%	Brasile	10.75%	-1.00%	-3.00%	9.80%
Canada	5.00%	0.00%	0.50%	4.85%	Cile	7.25%	-1.00%	-4.00%	5.30%
Cina	4.35%	0.00%	0.00%	4.25%	Colombia	12.25%	-0.75%	-0.50%	11.10%
Eurozona	4.50%	0.00%	1.50%	4.25%	Rep. Ceca	5.75%	-1.25%	-1.25%	4.75%
Giappone	0.10%	0.20%	0.20%	0.00%	Ungheria	9.00%	-2.50%	-4.00%	6.55%
Regno Unito	5.25%	0.00%	1.00%	5.10%	Messico	11.00%	-0.25%	0.00%	10.65%
Stati Uniti	5.50%	0.00%	0.50%	5.30%	Perù	6.25%	-0.50%	-1.50%	5.70%
Svizzera	1.50%	-0.25%	0.50%	1.75%	Polonia	5.75%	0.00%	-1.00%	5.55%

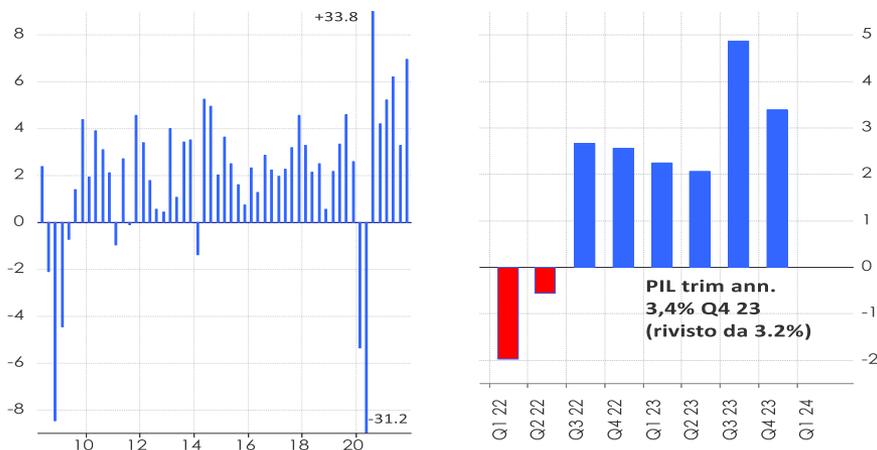
Le stime sono fornite da Bloomberg (media ponderata degli analisti interpellati)
Le tab. sono divise per economie mature (sinistra) e economie emergenti (destra)

Congiuntura e Mercati

- La lettura finale del PIL del IV trimestre 2023 ha confermato per gli Stati Uniti un'importante crescita anche in chiusura d'anno, grazie a un contributo corale delle componenti fondamentali. Con un avanzamento del 3.4% t/t annualizzato, il Pil è aumentato del 2.5% su base annua, sei decimi superiore al risultato dell'anno precedente, performance sostenuta non solo dalla tonicità dei quattro trimestri, ma anche dagli otto decimi ereditati dal 2022, tramite il cosiddetto effetto trascinamento (crescita che meccanicamente si trasmette all'anno al successivo). Anche il 2024 gode di questa spinta, un «cuscinetto di sicurezza» piuttosto solido che produce un dato acquisito in partenza dell'1.4%, con una proiezione di crescita annua lievitata ormai al 2.4%.
- Stando agli indicatori anticipatori, l'attività economica è ancora piuttosto disarmonica, tuttavia la divergenza di intensità tra l'attività nel comparto industriale e quella nel settore dei servizi si sta riducendo: secondo l'indagine dell'ISM, ad aprile il dato complessivo per la manifattura è finalmente risalito ad un livello compatibile con condizioni di crescita, uno stato che risolve un periodo di contrazione risalente a settembre 2022. In merito al settore dei servizi, il dato registrato a marzo ha confermato la fase di ripresa partita da gennaio 2023. L'indice dell'Università del Michigan, rappresentativo della fiducia delle famiglie americane, ha indicato un livello di ottimismo a marzo al massimo dall'estate del 2021, un

USA – CRESCITA ECONOMICA

PIL – saggi trimestrali annualizzati di crescita e contributi

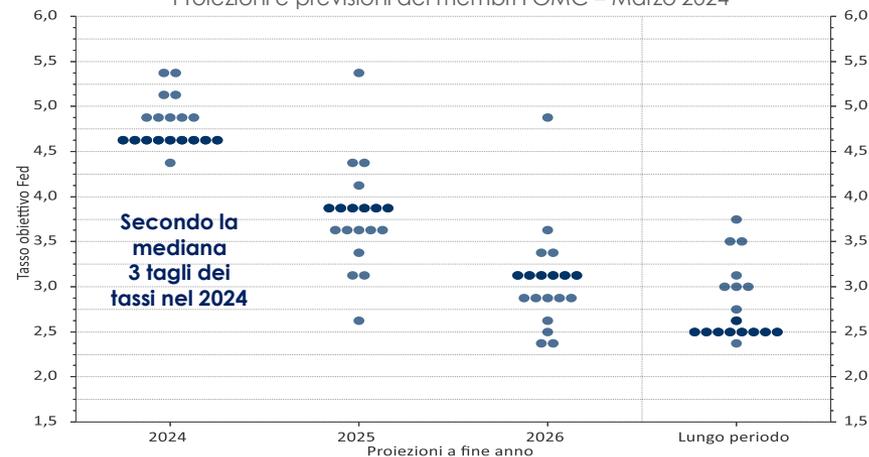


clima che si spiega con il rallentamento dell'inflazione nell'ultimo anno e con condizioni favorevoli del mercato del lavoro, anche se non più così brillanti come nel 2023: l'ultimo dato salariale rimane ben assestato sopra il 4% d'incremento annuo, ma il tasso di disoccupazione è salito al 3.9%, valore più alto da gennaio 2022.

- A febbraio, l'aumento dei prezzi è stato dello 0.4% per la misura generale e per quella di fondo, incrementi che hanno generato rispettivamente un incremento tendenziale del 3.2% (da 3.1) ed una limatura al 3.8% (da 3.9), minimo da maggio 2021. Gli ultimi dati rimarcano la difficoltà a compiere la discesa verso il target del 2%, anche perché il consueto contributo calmieratore dei panieri legati all'energia, dovrebbe esaurire presto il proprio apporto.
- Durante il meeting del 20 marzo, la Fed ha confermato il livello dei tassi nel range 5.25-5.50%, ai massimi di 23 anni, ed in linea con le attese. La nuova mappa dei «dot plots» ha mostrato come la maggioranza dei membri veda tre tagli dei tassi nel corso del 2024, come già anticipato lo scorso dicembre, e altri tre nel 2025 (uno in meno). Powell ha dichiarato che il punto di partenza dell'allentamento monetario rimane indeterminato, poiché la decisione di ridurre il costo del denaro resta dipendente dal flusso dei dati che verrà comunicato nei prossimi mesi.

FOMC – MAPPA DOT PLOTS

Proiezioni e previsioni dei membri FOMC – Marzo 2024



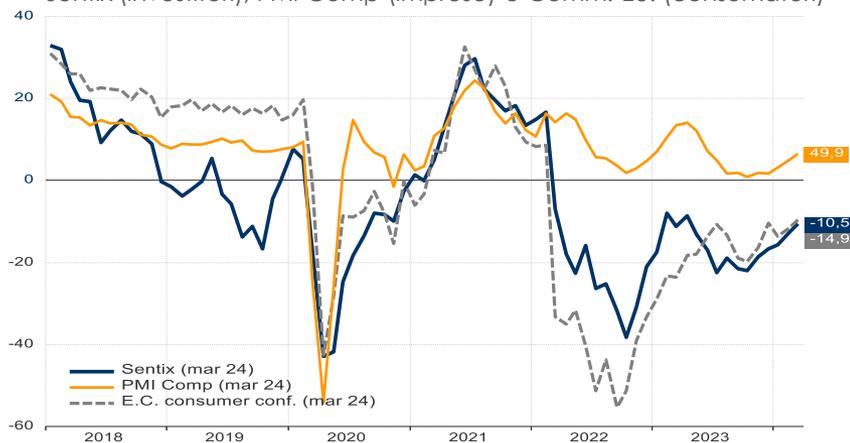
Congiuntura e Mercati

- La terza ed ultima lettura del PIL di Eurozona, relativa al IV trimestre, ha confermato la condizione di ristagno che caratterizza l'area da diversi trimestri. I consumi privati si sono fermati (crescita quasi nulla) e la tenuta della linea di galleggiamento è stata garantita dallo scatto degli investimenti (+1% trimestrale) e dal sostegno della spesa pubblica (+0.5%), ma il contributo negativo del commercio estero netto e delle scorte ha bilanciato al ribasso, azzerando il dato aggregato di crescita. La performance dell'Area per l'intero 2023 si è attestata allo 0.5%, un incremento del Pil che dovrebbe ripetersi quest'anno, risentendo dell'assenza di slancio alla partenza e della persistente condizione critica che caratterizza l'economia tedesca e che appesantisce tutti gli altri.
- Secondo le nostre previsioni, l'Eurozona dovrebbe crescere dello 0.5% nel 2024, mentre nel 2025 prospettiamo un tasso superiore all'1%. Il probabile alleggerimento del costo del denaro, a partire dalla seconda metà dell'anno, dovrebbe fornire una certa spinta a consumi ed investimenti, sostenuti dal graduale, ma progressivo rientro dell'inflazione.
- L'indice preliminare PMI aggregato, uno dei principali termometri dello stato di salute dell'economia, ha osservato un lieve avanzamento in marzo (a 49.9 punti da 49.2), approssimando la soglia della neutralità, dopo quasi un anno in area di contrazione. Il settore industriale permane in condizioni critiche, peggiorando ulteriormente (45.7) dopo un inizio di

- anno incoraggiante, mentre il settore dei servizi ha consolidato i progressi precedenti, salendo in area di espansione (51.1). In attesa di dati regionali più completi, l'altra evidenza è lo stato di costante difficoltà dell'industria tedesca, in contrazione dall'estate scorsa (42.6 da 42.5) e non sufficientemente trainata dal settore dei servizi (49.8), cosicché il dato complessivo (47.4) resta ampiamente sotto quota 50. I dati reali sono conseguenti: la produzione industriale in Eurozona ha avviato l'anno proseguendo lungo la tendenza del 2023; dopo aver mostrato una contrazione, in termini tendenziali, per quasi tutti i mesi dello scorso anno, anche a gennaio la performance è stata negativa (-3.2% a/a). Altresì, lato consumi, dove i dati delle vendite al dettaglio segnalano contrazione e cali, sia in termini nominali (-2.3% a/a), sia reali (-1.0%).
- L'inflazione generale (a febbraio 2.6 da 2.8%) e quella core (3.1 da 3.3%) continuano a rallentare, avvicinandosi al livello obiettivo del 2%, ma soprattutto l'inflazione di fondo, più caratterizzata da panieri di prezzo nei servizi, mostra una forte vischiosità.
- La Bce ha confermato a marzo il corridoio ufficiale dei tassi (refi 4.50%, depo 4%), mentre sono state ridotte le stime di crescita e di inflazione per il 2024. Christine Lagarde, in seguito, ha dichiarato che se i dati sui prezzi continueranno a moderare, la politica monetaria diventerà senz'altro meno restrittiva...

EUROZONA – INDICI ANTICIPATORI

Sentix (investitori), PMI Comp (imprese) e Comm. Eu. (consumatori)



INFLAZIONE – HEADLINE E CORE

Tassi tendenziali in variazioni % - Feb24



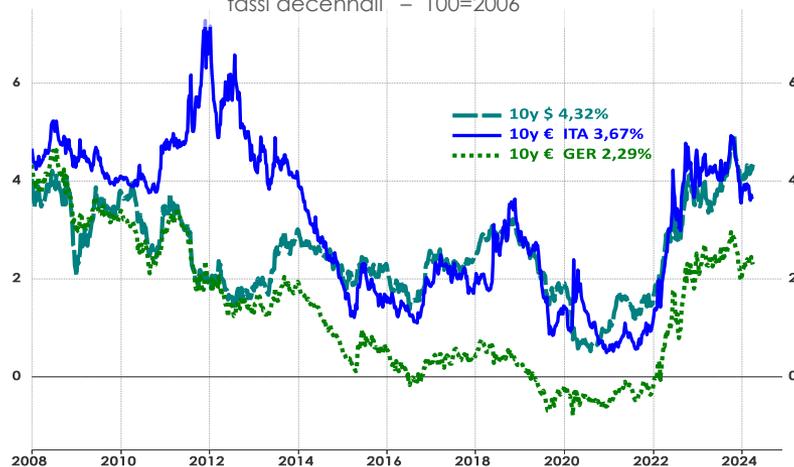
Congiuntura e Mercati

- Nell'ultimo mese i rendimenti dei titoli di stato americani hanno dato seguito alla fase di risalita, pochi punti base sulla parte entro l'anno ed una ventina in più lungo la curva: a inizio aprile, il biennale registra un valore oltre il 4.7%, mentre il decennale è salito 4.39% (+21pb), valori che confermano l'inversione della curva che, per il tratto 10-2y nel mese ha oscillato tra 45 e 30pb (giova ricordare che questo parametro è stato spesso citato come fattore predittivo di recessione...). Praticamente fermi i rendimenti in € sulla base dei titoli tedeschi, con il biennale che rende quasi il 2.9%, mentre il decennale presenta un rendimento del 2.4%, con una maggiore inversione della curva 10-2y, verso -50pb. Nel mese, la curva italiana è scesa ancora di qualche punto base: il BTP a due anni rende il 3.45%, mentre il decennale è calato verso 3.80%, per un differenziale tra le due scadenze che si è mantenuto a lungo anche sotto i 30pb. Lo spread BTP/Bund, dopo essere calato addirittura sotto i 120pb nella prima decade di marzo (minimo da inizio 2022), ha inaugurato il mese di aprile in area 135-140pb, pur sempre in riduzione rispetto al differenziale sperimentato a gennaio-febbraio.
- Il mercato del credito ha mostrato variazioni contenute nell'ultimo mese. Sul segmento IG, il rendimento si è mantenuto in area 3.9-3.7% con ultimi impulsi calanti; anche il segmento HY ha mostrato rendimenti stabili a 6.45/6.60%. Per quanto riguarda gli spread (misurati in oas), restano molto

bassi, anche se il restringimento sembra essersi esaurito al momento a 110 e 330pb, con gli ultimi dati a 113pb e 358pb rispettivamente.

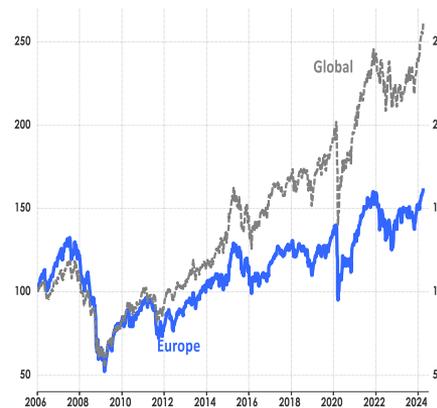
- Nell'ultimo mese l'euro ha quasi completamente ritracciato i guadagni di febbraio che lo avevano condotto in area 1.0950. Lungo marzo la price action ha portato il cross verso 1.07, un cedimento che si spiega con un differenziale di crescita congiunturale favorevole al dollaro, un'inflazione meno cedente quella statunitense e il ri-prezzamento delle aspettative di allentamento della Fed. La prospettiva di rafforzamento dell'euro resta valida verso 1.10 nei prossimi mesi. Contro il franco svizzero, l'euro si è apprezzato ulteriormente verso 0.975 sostenuto dal taglio dei tassi deciso da BNS; da inizio anno il guadagno dell'euro è superiore al 4.5%, performance simile a quella realizzata contro lo yen, che nonostante un tasso ufficiale più alto, ha toccato quota 165 prima di ritracciare (163) su ipotesi di interventi BoJ. Stabile la sterlina (0.85-0.86) su quote non lontane dal fair value di medio periodo (nostra valutazione).
- Mercato azionario globale ancora in aumento (+2%), una tendenza che accresce sempre più le performance (+8% ytd), ma anche la condizione di certo squilibrio, sintetizzata dalle alte valutazioni e dalla bassa volatilità (possibile eccessiva confidenza del mercato). A marzo, l'Eurozona (EuroStoxx) ha sovraperformato gli USA (S&P500) per oltre due punti circa grazie al traino spagnolo ed italiano, mantenendo il divario favorevole da inizio anno.

RENDIMENTI GOVERNATIVI DAL 2008
tassi decennali - 100=2006

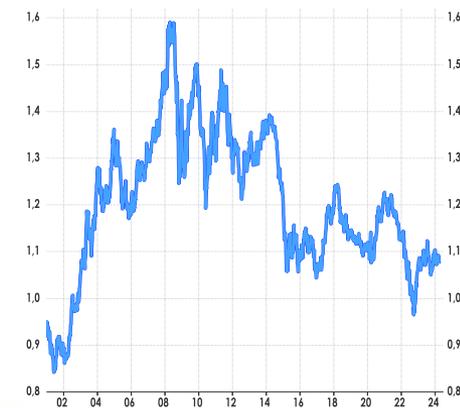


INDICI AZIONARI

investitore euro basato - 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.