

BANCA ALETTI | **BANCO BPM**
GRUPPO

CONGIUNTURA E MERCATI

Economic Research and Markets Strategy

Novembre 2023

BANCA ALETTI | **BANCO BPM**
GRUPPO

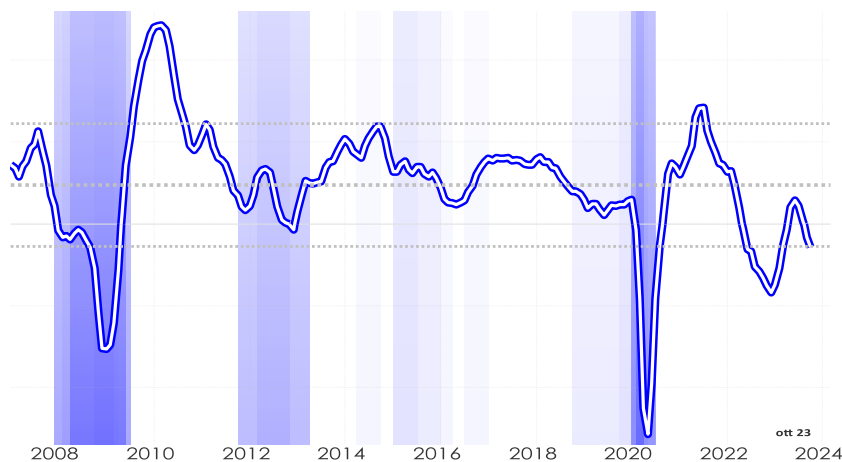
Congiuntura e Mercati

- Nel rapporto di previsione pubblicato a novembre, gli economisti dell'OCSE tracciano un quadro di crescita del reddito globale ad intensità più bassa rispetto a quanto indicato lo scorso giugno. Politica monetaria restrittiva, debolezza del commercio internazionale e un prevalente pessimismo fra imprese e consumatori sono tra i principali elementi che hanno guidato buona parte delle revisioni al ribasso.
- L'outlook dell'OCSE prevede una crescita globale del 2.9% nel 2023, seguita da un modesto rallentamento nel 2024 al 2.7% per poi riprendere nuovamente vigore dal 2025, con un saggio che dovrebbe riportare la crescita attorno al 3%. Gli Stati Uniti dovrebbero crescere quest'anno del 2.4%, per poi rallentare all'1.5% nel 2024 (stime riviste al rialzo) e riaccelerare nel 2025 all'1.7%, grazie anche ad un allentamento della politica monetaria. L'Area dell'euro, particolarmente colpita dalla guerra in Ucraina, dallo shock energetico e da quello inflazionistico, dovrebbe crescere di appena sei decimi nel 2023 e migliorare leggermente nel 2024 allo 0.9%. Per tornare a crescere sopra quota 1.0% sarà necessario attendere il 2025, dove si presume un aumento dell'1.5%.
- Gran parte della spinta dovrebbe arrivare dalla regione asiatica - India, Indonesia e Cina; quest'ultima dovrebbe realizzare una crescita del 5.2%

(oltre le stime governative), prima di rallentare nei due anni successivi, attorno al 4.5% a causa delle crisi immobiliari/finanziarie che hanno tagliato i consumi delle famiglie e ridotto fortemente la spesa per investimenti, in un contesto caratterizzato da un modello di sviluppo pieno di contraddizioni.

- L'inflazione globale continua a decelerare, convergendo verso i target stabiliti dagli istituti centrali entro il 2025. L'indice mondiale dovrebbe risultare del 7% quest'anno, per poi rallentare al 5.2% nel 2024 e al 3.8% nel 2025. Gli effetti di una politica monetaria restrittiva sono oramai ben visibili. I tassi sembrano inoltre aver raggiunto il loro picco nella maggior parte dei sistemi e resteranno restrittivi sino a che non vi saranno chiari segnali di ritorno strutturale della stabilità dei prezzi.
- Rispetto a questo scenario comunque non brillante, permangono rischi al ribasso: a livello congiunturale, un rialzo inatteso dell'inflazione potrebbe ritardare la fase di allentamento delle politiche monetarie; le tensioni geopolitiche continuano ad essere la chiave di volta per un eventuale deterioramento della congiuntura. Il protrarsi del conflitto in Palestina e quello russo-ucraino, minacciano di alimentare tensioni e allargare il fronte dei paesi contrapposti, con conseguenze negative sul commercio internazionale e sui movimenti di capitale.

INDICE ANTICIPATORE E CONGIUNTURA
Banca Aletti: indice anticipatore e recessioni (fasce verticali)



PREVISIONI GLOBALI DI CRESCITA OCSE
saggi annui - Economic Outlook novembre 2023

	media 2017-2019	media 2020-2022	2023	2024	2025
	PIL % a/a (revisioni dalle previsioni di giugno)				
Crescita Globale	3.4	2.2	2.9 (0.2)	2.7 (-0.2)	3.0
Economie Avanzate**	2.3	1.5			
Stati Uniti	2.7	1.8	2.4 (0.8)	1.5 (0.5)	1.7
Eurozona	2.0	1.0	0.6 (-0.3)	0.9 (-0.6)	1.5
Germania	1.7	0.3	-0.1 (-0.1)	0.6 (-0.7)	1.2
Francia	2.1	0.4	0.9 (0.1)	0.8 (-0.5)	1.2
Italia	1.0	1.1	0.7 (-0.5)	0.7 (-0.3)	1.2
Spagna	2.4	0.3	2.4 (0.3)	1.4 (-0.5)	2.0
Giappone	0.6	-0.4	1.7 (0.4)	1.0 (-0.1)	1.2
Regno Unito	1.9	0.9	0.5 (0.2)	0.7 (-0.3)	1.2
Canada	2.6	1.1	1.2 (-0.2)	0.8 (-0.6)	1.9
Economie Emergenti**	4.8	3.2			
Russia	2.3	0.3	1.3 (2.8)	1.1 (1.5)	1.0
Cina	6.5	4.5	5.2 (-0.2)	4.7 (-0.4)	4.2
India*	5.7	3.5	6.3 (0.3)	6.1 (-0.9)	6.5
Brasile	1.5	1.6	3.0 (1.3)	1.8 (0.6)	2.0
Sudafrica	1.0	0.2	0.7 (0.4)	1.0 (=)	1.2

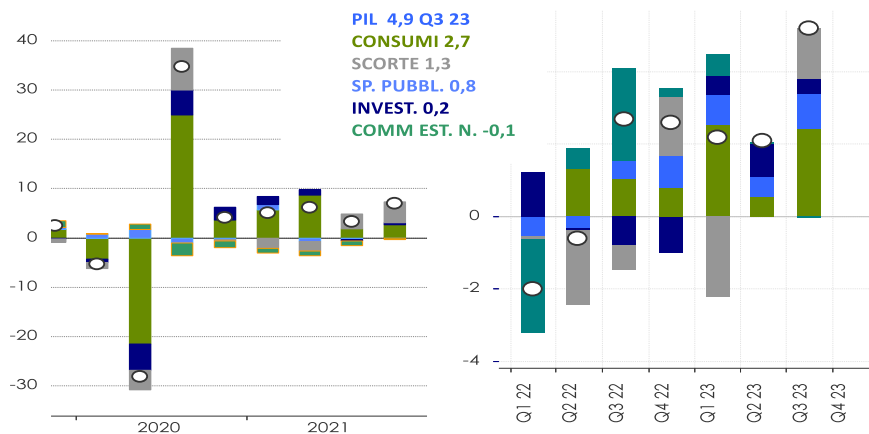
*Anno fiscale dal 1 aprile al 31 marzo

** Fonte: Bloomberg

Congiuntura e Mercati

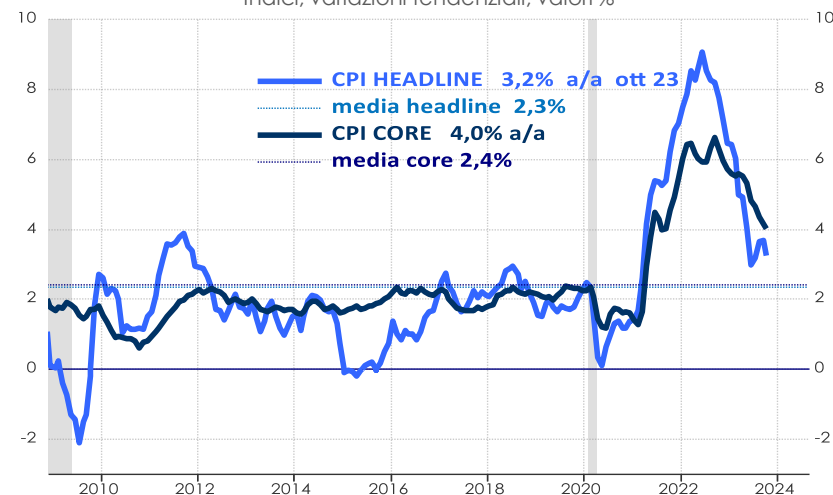
- I dati di contabilità nazionale relativi al terzo trimestre degli Stati Uniti hanno confermato il vigoroso impulso espansivo, superando quanto indicato dalle statistiche a più alta frequenza. Il reddito è aumentato del 5.2% (dato trimestrale annualizzato), valore che rappresenta la miglior performance da fine 2021; il tasso tendenziale ha accelerato dal 2.4% al 3.0%, passo massimo dall'inizio del 2022. La composizione qualitativa è meno buona del dato numerico ed è affidata principalmente all'espansione dei consumi (quasi la metà); spesa pubblica ed accumulo dei magazzini hanno contribuito per quasi tutta la parte restante, considerando che il commercio estero netto hanno fornito un apporto nullo; il fattore critico è rappresentato dal ruolo degli investimenti che hanno dato un contributo molto marginale alla crescita.
- A novembre, l'indice ISM manifatturiero è rimasto invariato rispetto al valore di ottobre (46.7), confermandosi in territorio di contrazione per il tredicesimo mese consecutivo, ma con i nuovi ordini che si sono ripresi una quota meno cedente (48.3). L'ISM servizi invece è cresciuto, segnando 52.7 (da 51.8), a conferma della tenuta del settore terziario. La combinazione dei due indicatori mostra una certa congruenza con lo scenario corrente di «soft landing», ovvero di rallentamento economico, ma non di caduta in recessione.

USA – CONTRIBUTI AL PIL
contributi trimestrali alla crescita



- Il processo di disinflazione continua, ma in modo non lineare. Nel mese di ottobre, la variazione congiunturale dei prezzi è stata nulla per la misura generale, con un saggio tendenziale in calo al 3.2%, ai minimi da marzo 2021. Il saggio core (+4.0%) ha continuato il percorso di decelerazione, rallentando di un decimo rispetto a settembre. L'inflazione «del paniere abitazioni», voce di grande peso nell'indice sta gradualmente moderando e ha raggiunto il 5.3%, minimo da dicembre 2021. Considerando la relazione tipica con le quotazioni immobiliari, questa componente dovrebbe scendere ancora, alimentando il processo di moderazione dei prezzi nei prossimi mesi.
- La Fed ha lasciato invariato per il secondo meeting consecutivo il tasso ufficiale di riferimento al 5.5%. La fase di rialzo dei rendimenti a lunga intervenuta tra l'estate e l'autunno ha di fatto inasprito le condizioni finanziarie del sistema, consentendo alla banca centrale di mantenere agevolmente fermo il livello dei fondi federali (Fed Funds) nel range 5.25% - 5.50%, massimo dal 2001. Le dichiarazioni successive del governatore Powell e il flusso di statistiche comunicate nel frattempo hanno alimentato l'idea che, in un contesto di ritorno alla stabilità dei prezzi, il costo del denaro abbia raggiunto il culmine e che le prossime decisioni si orienteranno verso un cambiamento della politica monetaria,

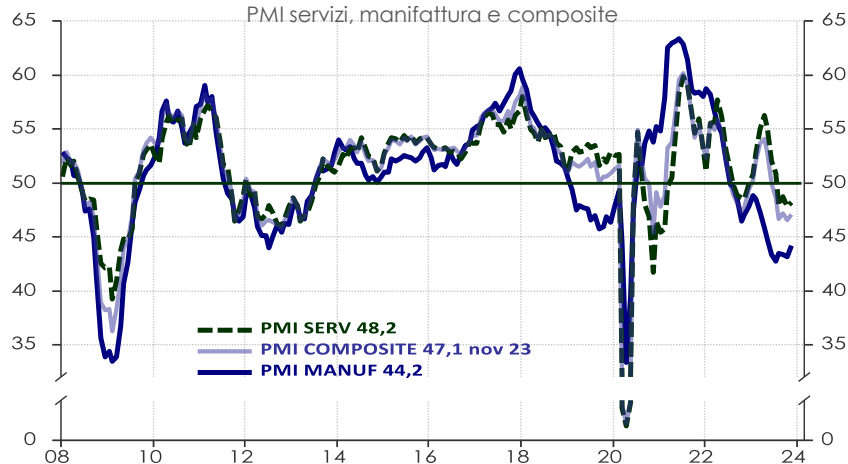
INFLAZIONE GENERALE E CORE
Indici, variazioni tendenziali, valori %



Congiuntura e Mercati

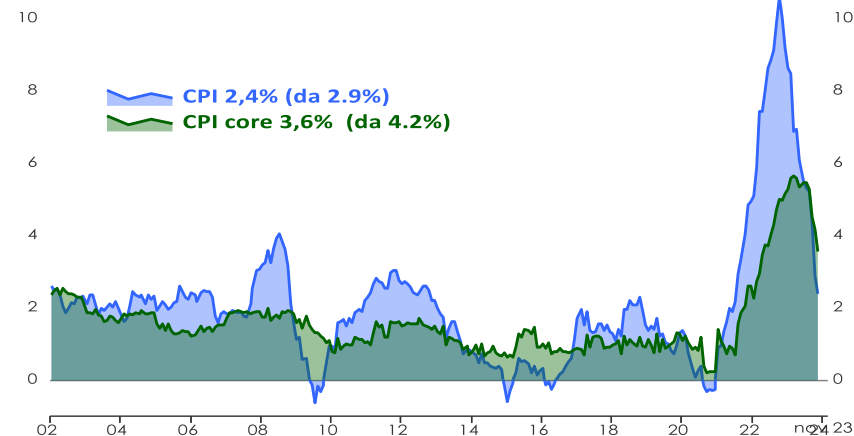
- L'Eurozona continua a crescere ad un ritmo assai modesto. La performance degli ultimi trimestri evidenzia una situazione di stagnazione del sistema. Il calo del commercio internazionale, un'inflazione elevata ed una politica monetaria fortemente restrittiva hanno ridotto o tagliato consumi e investimenti. Nel terzo trimestre, il PIL di Eurozona ha segnato una contrazione su base congiunturale, pari a -0.1%, con un dato annuo praticamente fermo (+0.1%). A pesare sul risultato aggregato sono state le performance negative della Germania, della Francia (entrambi -0.1%) e dell'Olanda (-0.2%), mentre fra i paesi più piccoli, le contrazioni del reddito dell'Irlanda (-1.9%), della Finlandia (-0.9%) e dell'Austria (-0.5%) hanno ulteriormente appesantito l'Area. Nel trimestre, l'Italia è cresciuta, seppure marginalmente (+0.1%), mentre il reddito in Spagna è aumentato di un altro 0.3%. In termini tendenziali, Germania ed Olanda perdono lo 0.4% del Pil, la Francia e ancor più l'Italia ristagnano (rispettivamente 0.6% e 0.1%), mentre in Spagna aumenta dell'1.8%.
- L'indice PMI composito di Eurozona, considerato uno dei principali termometri dello stato di salute economica, si mantiene in novembre sotto la soglia di neutralità, segnando un leggero miglioramento a 47.6. Il settore manifatturiero (43.8) continua a mostrare una condizione di forte criticità che lo caratterizza oramai da 17 mesi, mentre quello dei servizi ha prolungato a 4, il numero consecutivo di mesi in area di contrazione (48.2).

EUROZONA – INDICI ANTICIPATORI
PMI servizi, manifattura e composite



- Il processo di disinflazione prosegue, alimentato dall'assorbimento dello shock energetico che ha prodotto effetti statistici favorevoli, dal rallentamento della congiuntura economica e dalla stretta monetaria condotta dalla BCE. Il dato generale di novembre ha rallentato significativamente al 2.4% (da 2.9%), valore più basso da luglio 2021. Il dato core (inflazione di fondo, ovvero nettata delle componenti alimentari ed energia) è calato al 3.6% (da 4.2%), livello minimo da luglio 2022. Nei prossimi mesi la bassa temperatura congiunturale e gli effetti prodotti dall'alto costo del denaro dovrebbero fornire altri impulsi al rientro dei prezzi, considerando che molti dei fattori generatori d'inflazione si sono attualmente disattivati: negli ultimi tre mesi, l'indice generale dei prezzi è aumentato dello 0.5% annualizzato, mentre l'indice core è cresciuto dello 0.7%.
- La BCE ha fermato il tasso sui rifinanziamenti al 4.5%, e quello sui depositi al 4%; anche se il Consiglio ha confermato che le decisioni saranno «data dependent», risulta abbastanza probabile che questi valori siano ritenuti appropriati per raggiungere l'obiettivo di rientro dell'inflazione verso il target. Questa impostazione, che presume il mantenimento del costo del denaro per parecchi mesi, potrebbe mutare qualora il deterioramento della congiuntura diventasse più profondo ed esteso. Prospettiamo un allentamento alla fine del secondo trimestre.

EUROZONA – inflazione
Variazioni % a/a



Congiuntura e Mercati

- Nell'ultimo mese, le aspettative del mercato sono andate in direzione di un allentamento anticipato dei tassi di politica monetaria rispetto ai tempi indicati dalle banche centrali. Queste aspettative corroborate dai dati d'inflazione hanno prodotto una nuova corposa riduzione dei rendimenti obbligazionari. Per quanto riguarda i titoli federali statunitensi, il calo è stato maggiormente accentuato sulle parti più lunghe della curva, alimentando nuovamente il grado d'inversione: il tasso decennale è calato in area 4.20% da 4.60% (massimo in area 5% a fine ottobre); il biennale è sceso sino a quota 4.61% dal oltre 4.90% (sempre ad ottobre, il picco ha raggiunto quota 5.2%). Anche la curva tedesca si è abbassata: il rendimento a due anni è calato in area 2.60%, mentre il decennale è sceso sotto quota 2.30%, per un calo simile di circa 40 pb. In ogni caso nel mese di novembre la fase di disinversione della curva si è fermata, passando da quota -15/-20 a -35/-40pb. Nello stesso periodo, i titoli di stato italiani hanno registrato un recupero ancora più importante, con il rendimento del BTP a due anni calato sino a quota 3.20%, in riduzione di quasi 60pb. Il BTP decennale è caduto sin sotto quota 4% calando di 65pb circa (ricordiamo che il picco è stato toccato a metà ottobre in area 5%). Lo spread BTP-Bund si è ristretto in misura sensibile, passando in un mese a 170/175pb da 185, dopo essere salito sino all'area dei 210pb. L'esito degli esami delle società di rating e una legge di bilancio giudicata favorevolmente dai mercati hanno dato forza alla tendenza.

RENDIMENTI GOVERNATIVI DAL 2008



- Nel mese di novembre, anche il mercato del credito europeo ha mostrato un significativo calo dei rendimenti: per quanto riguarda il settore IG il tasso è calato a 3.90% (da 4.40%), mentre il segmento HY è diminuito di un 60pb. al 7%. Anche gli spread hanno stretto, restando comunque poco attraenti: IG è calato a 140pb (-5pb), mentre HY è sceso a 430pb (-30pb).
- In termini nominali effettivi il dollaro si è indebolito, perdendo il 3.5% circa dai massimi segnati in ottobre, effetto aggregato di una perdita di forza contro tutte le principali valute: 2.9% contro franco svizzero ed un 2% contro sterlina e yen. Nei confronti dell'euro, il dollaro ha perso più di mezzo punto, un comportamento che rientra nella fase di ampia oscillazione del tasso di cambio che caratterizza questo 2023, indebolito dal confronto fra le performance macro, ma spesso rafforzato da quello relativo all'inflazione. L'euro, attualmente a quota 1.08, ha raggiunto a fine novembre 1.10, dopo essere crollato 1.04 a fine settembre.
- Nell'ultimo mese il mercato azionario ha messo a segno un importante rialzo, grazie alla congiuntura USA, al calo dell'inflazione e al ribasso dei rendimenti obbligazionari. L'indice mondiale è cresciuto del 5%, spinto dal mercato americano (S&P500 +4.6%, Nasdaq +5.3%), da quello europeo (Stoxx +5.4%), da quello giapponese (3.6%), ma frenato dall'indice cinese (CSI300 -6%). La tendenza appare ben impostata, tuttavia il mercato sta scontando molta positività in prospettiva futura, con una compiacenza eccessiva considerando il vix a quota 13.

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.