

BANCA ALETTI | **BANCO BPM**
GRUPPO

CONGIUNTURA E MERCATI

Economic Research and Markets Strategy

Febbraio 2024

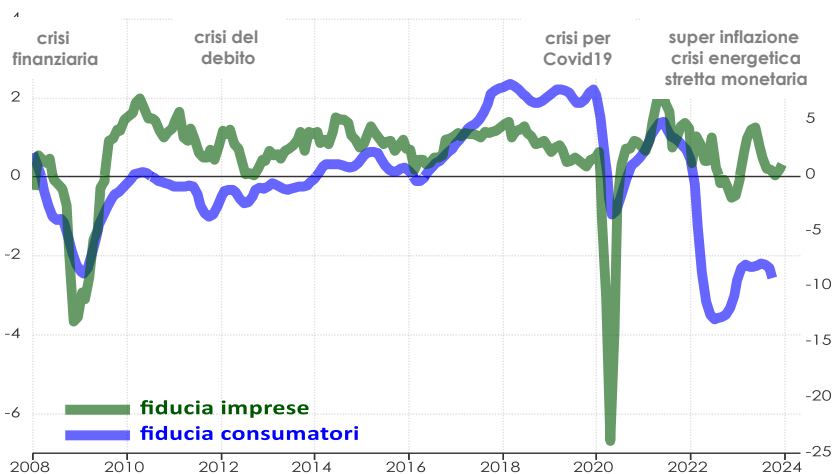
BANCA ALETTI | **BANCO BPM**
GRUPPO

Congiuntura e Mercati

- Il 2024 sarà l'anno in cui si terranno più elezioni nella storia, poiché oltre la metà della popolazione globale (distribuita in 76 diversi paesi) voterà a livello nazionale o regionale. In diversi casi saranno elezioni dalla valenza internazionale, come ad esempio negli Stati Uniti (novembre), oppure in India (primavera) ed in Europa (giugno). Tale sequenza di appuntamenti costituisce uno dei fattori di maggiore criticità per l'anno in corso, innestandosi nel più ampio rischio geo-politico o di sicurezza internazionale, ad oggi sicuramente quello più concreto, considerando il conflitto in Ucraina e lo stato di ebollizione in Medio Oriente.
- L'economia globale in moderata crescita continua a mostrare una dinamica differenziata tra economie avanzate ed economie emergenti. Secondo le previsioni più aggiornate, le stime relative all'anno in corso mostrano un'avanzata del prodotto interno lordo mondiale compresa tra il 2.6% ed il 2.8%, qualche decimo inferiore alla performance del 2023. Fra i paesi maggiormente industrializzati, gli Stati Uniti, pur crescendo sotto la propria media storica, risultano decisamente più forti, con Eurozona che invece stenta moltissimo e riduce parzialmente il gap solo dal 2025. L'espansione globale dovrebbe continuare ad essere trainata essenzialmente dall'area asiatica, con Cina (nonostante tutto), India e Indonesia in grado di spiegare oltre il 50% della crescita aggregata.
- Dal punto di vista congiunturale, l'analisi degli indicatori anticipatori segnala un modesto rafforzamento dell'attività d'impresa, accompagnato tuttavia, da rilevazioni piuttosto pessimistiche da parte delle famiglie. Gli indicatori di fiducia delle aziende manifestano la consueta dicotomia settoriale, con i servizi che reggono l'urto della crisi del manifatturiero (seppure in attenuazione), presente da molti mesi: a gennaio, l'indice composito globale si è attestato a quota 51.8 valore che si allontana sempre più dai minimi di ottobre/novembre e che segnala un avvio d'anno all'insegna di una crescita positiva, per quanto non brillante.
- Il rallentamento dell'inflazione registrato nella seconda parte del 2023 è stato fattore che ha alleviato grandemente la pressione sui consumi, tuttavia, la fiducia delle famiglie risulta mediamente scarsa poiché ancora sottoposta allo shock dei rincari pregressi, solo parzialmente bilanciati dagli aumenti salariali. Al di là dell'effetto benefico sui mercati finanziari registrati nel IV trimestre '23, le attese di ribasso dei tassi sono ancora lontane da manifestare apprezzabili vantaggi per le famiglie, che sono destinate a recuperare reddito, ma al contempo avranno meno sostegno dalle politiche fiscali, il cui grado espansivo è in riduzione.

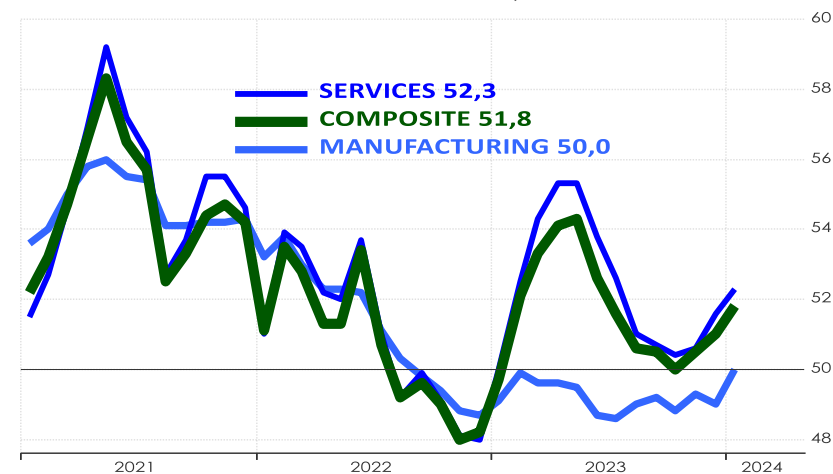
INDICATORI DI FIDUCIA GLOBALI

Elaborazioni Banca Aletti su indici OCSE e JPM



INDICATORI DI FIDUCIA GLOBALI - SETTORI

Indici PMI manifattura, servizi e indice composito a confronto



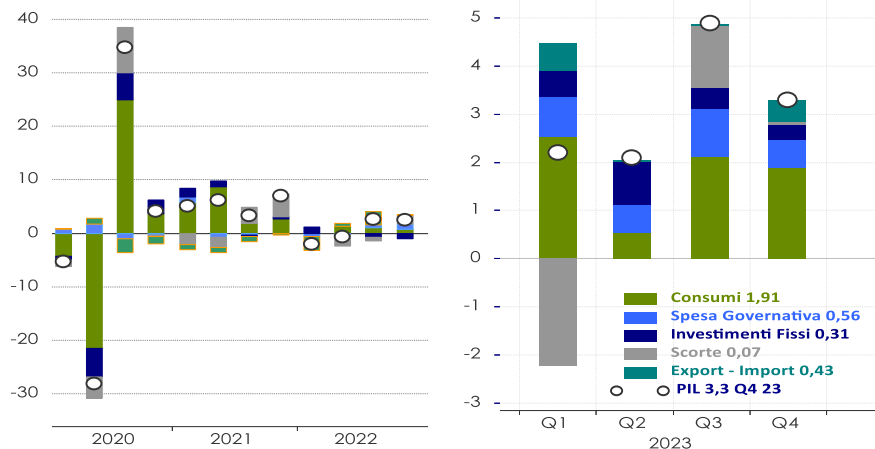
Congiuntura e Mercati

- Negli Stati Uniti, l'attività economica è cresciuta del 3.3% nel IV trimestre (dato annualizzato) portando il dato complessivo del 2023 al +2.5%. Considerando la potente accelerazione del trimestre precedente, questo altro incremento ha sorpreso nettamente al rialzo; tutte le principali componenti sono aumentate: in termini annualizzati, i consumi sono cresciuti del 2.8% (da 3.1%), gli investimenti dell'1.7% (da 2.6%) e la spesa pubblica del 3.3% (da 5.8%). La domanda interna ha fornito gran parte del contributo (oltre 2.2 punti); la spesa governativa ha spinto per quasi sei decimi (assetto fiscale ancora espansivo) ed il commercio estero netto per 4 decimi, con un accumulo di scorte davvero trascurabile. Nonostante gli alti tassi di interesse, che pesano sui debiti e sui finanziamenti, il consumo delle famiglie continua a reggere la più parte della crescita, sospinto da un mercato del lavoro tonico (tasso di disoccupazione al 3.7%, vicino ai minimi) che ha favorito l'aumento delle retribuzioni e sostenuto dal graduale allentamento delle pressioni inflazionistiche, che ha innalzato il sentiment (l'indagine del Conf. Board, con l'indice a 114.8 punti, si conferma ai massimi da dicembre 2021).
- Complessivamente, si conferma (rafforzato) lo scenario base di «soft landing» per il ciclo, con una proiezione di aumento del Pil quest'anno dell'1.8% (nostra previsione), forte di un dato acquisito per oltre un punto.

- Per quanto riguarda i primi dati del 2024 rappresentativi della congiuntura, i principali indici di fiducia delle imprese continuano ad evidenziare una differente condizione tra manifattura e servizi. L'indice ISM manifatturiero è migliorato per due punti a gennaio (49.1), ma conferma la condizione di depressione da oramai quindici mesi consecutivi. Invece l'ISM del comparto terziario, da tempo trainante per il sistema, ha accelerato in misura significativa (53.4), risolvendo l'appannamento registrato da qualche mese.
- Il 2023 si è chiuso con un aumento medio dei prezzi del 4.1% (da 8.0% nel 2022), con un dato tendenziale a dicembre del 3.4%; questo ultimo dato generale ha deluso un po' le attese, tuttavia si conferma la tendenza disinflazionistica, con l'indice core sceso ulteriormente (3.9%, da 4%), così come lo stesso indice relativo ai consumi personali (2.9% da 3.2%).
- Nella riunione di gennaio, la Fed ha confermato il livello dei tassi di interesse, lasciando il tasso ufficiale a 5.25-5.50% (massimo da 22 anni); Powell non ha dato punti di riferimento temporale per l'inversione della politica monetaria, salvo respingere l'ipotesi di un taglio già a marzo; la Fed è ancora incerta sul raggiungimento della stabilità dei prezzi, stante la condizione macro e specifici rischi inflazionistici. La stretta prosegue attraverso la riduzione del bilancio ad un ritmo di circa \$95mld al mese.

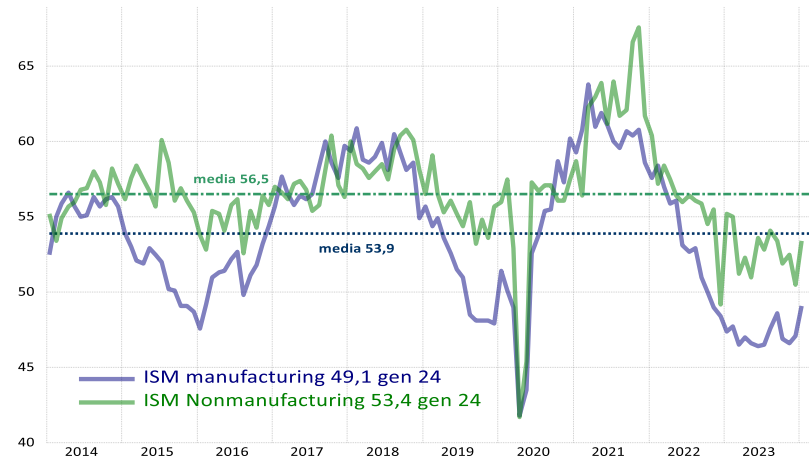
PIL E CONTRIBUTI

tassi trimestrali annualizzati, dati %



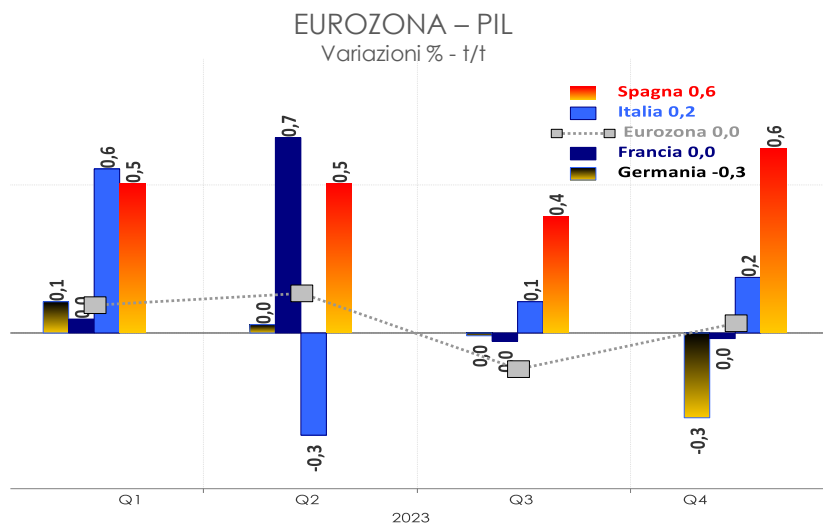
ANDAMENTO INDICI ISM

ISM Manifattura e ISM Servizi a confronto



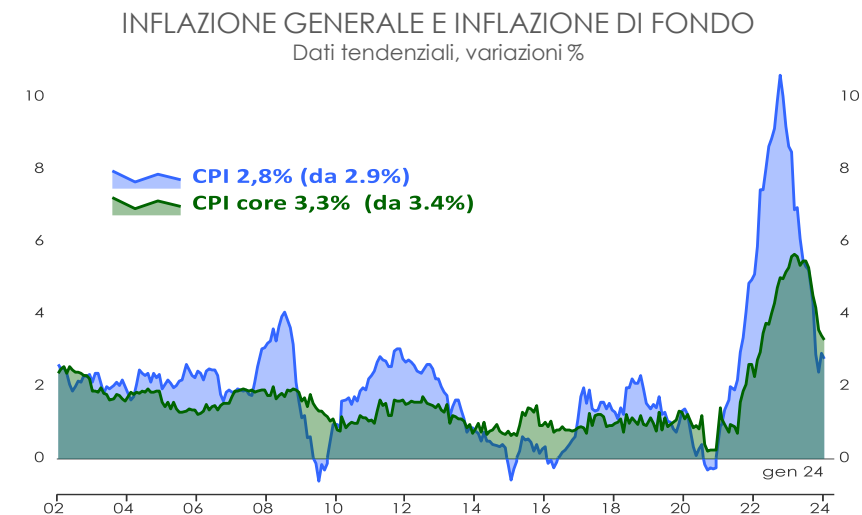
Congiuntura e Mercati

- Rispetto ad una previsione media di consenso di -0.1%, nel IV trimestre il Pil di Eurozona ha ristagnato con crescita nulla (da -0.1% precedente), evitando così la recessione tecnica (due trimestri consecutivi di contrazione). La crescita per l'intero 2023 è stata perciò dello 0.5% (da 3.4% del 2022), un dato che non dà slancio al 2024, per il quale si presume una dinamica ancora molto scarsa, con incremento del Pil dello 0.6% (nostra previsione). La crescita stentata del 2023 è imputabile soprattutto alla Germania, che ha frenato l'intera Eurozona, ma anche allo scarso apporto della Francia e dell'Italia; la Spagna è stato l'unico grande paese a crescere in maniera convincente, fornendo un contributo notevole alla performance finale. I dati congiunturali del reddito del IV trimestre sono abbastanza rappresentativi dell'andamento annuo: la contrazione della Germania (-0.3%), gli impulsi nulli o modesti della Francia e dell'Italia (zero e +0.2% rispettivamente) e quello invece vigoroso della Spagna (+0.6%). Quindi se nel 2023 Eurozona è cresciuta per solo mezzo punto, per la Germania il dato è pari a -0.1%, per l'Italia +0.7%, per la Francia +0.9%, mentre la Spagna si stacca con un +2.5%.
- In merito ai dati relativi all'Italia, la crescita del Pil dello 0.2% è stata di due decimi superiore alla stima media degli analisti. In base alle indicazioni preliminari, larga parte di questa performance deriva dall'ottimo risultato del commercio estero rispetto ad un contributo domestico invece nega-



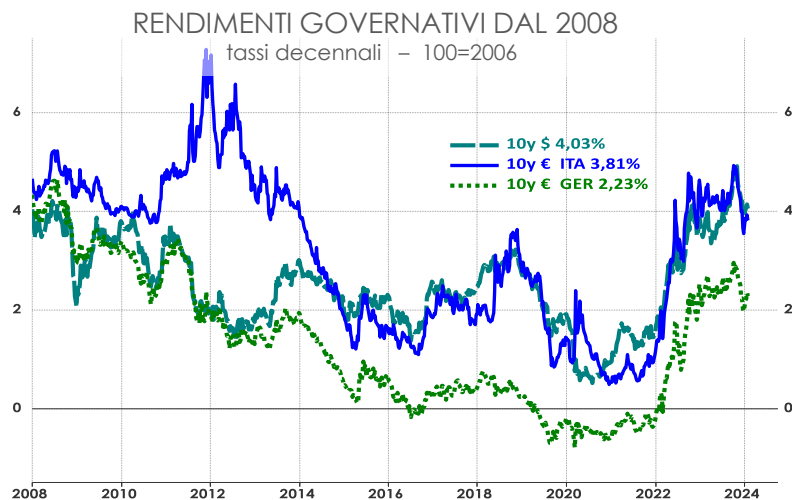
tivo. Per avere un maggiore dettaglio delle singole componenti e dell'evoluzione dei settori dell'economia sarà necessario attendere la comunicazione ISTAT del 5 marzo.

- La sostanziale debolezza di Eurozona ha contribuito ad alimentare il processo disinflazionistico che è proseguito anche ad inizio anno, grazie al fondamentale contributo negativo della componente energetica. A gennaio, il dato aggregato generale d'inflazione ha rallentato di poco al 2.8% su base annua (da 2.9%); anche l'inflazione di fondo ha frenato marginalmente, con l'indice core in aumento tendenziale del 3.3% (da 3.4%), valore comunque più basso da marzo 2022. La dinamica dei prezzi prosegue il percorso verso il target del 2%, valore che pare raggiungibile già entro la fine del 2024, visto che negli ultimi tre mesi i prezzi registrati dal paniere sono addirittura scesi.
- Dinanzi a queste tendenze, la Bce ha confermato il tasso ufficiale al 4.50%, picco dal 2001. Il 2024 segnerà la svolta della politica monetaria, ma la presidente Lagarde ha evitato di indicare il punto di partenza del percorso di ribasso dei tassi di interesse che, al momento, resta indeterminato. La retorica impiegata ha svuotato l'aspettativa diffusamente presente tra gli investitori, di un taglio al costo del denaro già a marzo; sono necessarie ulteriori conferme dai dati sulla convergenza dei prezzi verso la stabilità.



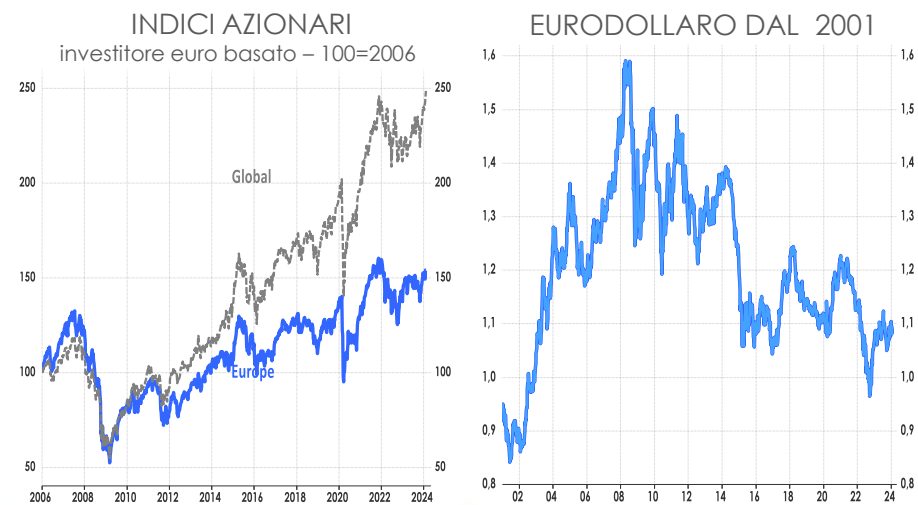
Congiuntura e Mercati

- Dopo la straordinaria discesa dei rendimenti determinata dai dati d'inflazione e dalla prospettiva che la svolta di politica monetaria per Fed e Bce partisse con forza dal mese di marzo, nelle ultime settimane si è osservato un leggero ritracciamento per una valutazione meno aggressiva in merito alla fase di taglio dei tassi.
- I rendimenti in \$ a breve sono rimasti quasi invariati. Il Treasury a due anni consolida sopra la soglia del 4%, al 4.40%, mentre il decennale è aumentato di 6pb, poco oltre il 4.10%. Sebbene la curva continui a mantenersi invertita, tale pendenza (-30pb) risulta essere meno marcata rispetto a quanto osservato nel 2023 (spread 10-2 anni anche -100pb). Anche per Eurozona, seppure con movimenti decisamente meno accentuati si è avuta una correzione. Il biennale rende circa il 2.6% (invariato nell'ultimo mese) e si confronta con un decennale che rende poco meno del 2.3% (+10pb), con inversione della curva 10-2anni di circa 30pb (nel 2023 è stata anche di -80). Il rendimento del BTP a due anni è aumentato nel mese di 9pb, poco sopra 3.20%, mentre il decennale, quasi invariato, è scambiato oltre il 3.8%. Il differenziale sulle due scadenze non è mai stato negativo per il maggiore premio a termine richiesto; per quanto riguarda lo spread BTP/Bund, si consolida la fase di rientro sui 150pb, ad indicare una più che discreta domanda di titoli italiani da parte degli investitori.
- Il mercato del credito europeo ha mostrato una certa volatilità nei rendi-



menti sul segmento IG, tornato verso 3.85% rispetto al minimo di quest'anno a 3.65%. Per il segmento HY, rendimento 6.6%, i movimenti sono stati più contenuti e vicino ai minimi del 2023 (6.5%). Per quanto riguarda gli spread (oas), in un mese, IG ha stretto a 130 da 140, mentre HY è calato di oltre 20pb sotto 380; i differenziali sono ai minimi di un anno.

- La fase di rafforzamento dell'euro che aveva portato il cross anche oltre 1.11 si è interrotta proprio a fine 2023. Nell'ultimo mese, il dollaro ha riguadagnato terreno con decisione, spingendosi fin sotto quota 1.075, una tendenza che a brevissimo non dovrebbe invertirsi sensibilmente: la serie di dati macro maggiormente favorevoli al dollaro ha di fatto, quasi soppresso all'avvio, la fase di restringimento del differenziale dei tassi a breve termine. Contro euro, lo yen fatica ad apprezzarsi (si resta attorno a quota 160) nonostante aspettative di politica monetaria a sostegno. Sterlina inglese e franco svizzero restano forti, rispettivamente sotto 0.855 ed in area 0.93 (banche centrali prospetticamente meno espansive).
- Mercato azionario globale positivo, con performance solo leggermente migliori per i listini statunitensi, attorno al 4% da inizio anno. Il mercato resta tonico, grazie ad aspettative di tassi più bassi e a dati societari positivi, tuttavia, rimane soggetto a rovesciamenti per la bassa volatilità alla luce di rischi geopolitici e politici (2024 anno di elezioni) ed un quadro valutativo generalmente elevato.



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.