

BANCA ALETTI | **BANCO BPM**
GRUPPO

CONGIUNTURA E MERCATI

Economic Research and Markets Strategy

Gennaio 2024

BANCA ALETTI | **BANCO BPM**
GRUPPO

Congiuntura e Mercati

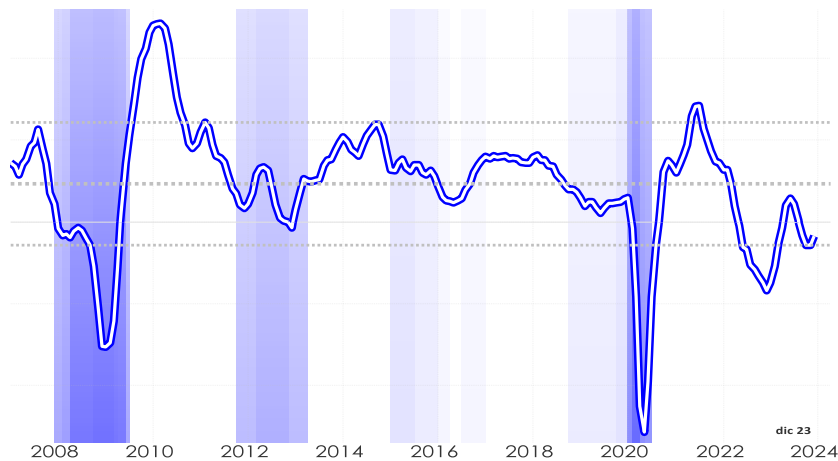
- La congiuntura globale prosegue lungo un percorso di sviluppo molto moderato; relativamente all'anno appena avviato, il sistema globale, ancora permeato di rischi macroeconomici e geopolitici, ha prospettive di crescita più contenute rispetto alla performance realizzata nel 2023. In base al consueto sondaggio condotto fra gli analisti, il valore medio di crescita atteso per il 2024 è pari al 2.6%, inferiore al 2.9% dell'anno scorso (in attesa delle statistiche del IV trimestre, questo dato è ancora stimato).
- La fase di rallentamento iniziata nel 2023 che proseguirà quest'anno è ancora modellata dal tracciato seguito dalle principali economie avanzate, soprattutto dagli Stati Uniti. L'economia nordamericana, dovrebbe frenare in misura marcata all'1.2/1.4% dopo essere cresciuta attorno al 2.4% l'anno scorso. La sintesi numerica, segnala in ogni caso che la maggiore economia mondiale non dovrebbe sperimentare importanti scadimenti recessivi, confermando lo scenario di atterraggio morbido del proprio sistema, nonostante tutti i fenomeni contro-ciclici ancora presenti ed una politica fiscale meno espansiva.
- Il quadro economico di Eurozona è invece complessivamente stagnante, con dinamiche recessive per alcuni paesi. Gli aggiustamenti per il conflitto in Europa, il costoso assestamento dopo la crisi energetica, un'inflazione lungamente fuori controllo ed una politica monetaria fortemente restritti-

va hanno gravato sullo stato di salute delle principali economie continentali. Dopo frequenti revisioni al ribasso, relativamente al biennio 2023-2024, le stime indicano una crescita asfittica per Eurozona, attorno allo 0.5/0.6%, ben distante dal rimbalzo post-Covid dei due anni precedenti (mediamente oltre il 4%). Solo nel 2025, la crescita dovrebbe rafforzarsi, senza comunque raggiungere il punto e mezzo di aumento. La Germania è l'unica tra le principali economie di Eurozona a chiudere il 2023 con una contrazione del Pil che, per quanto minima (media ponderata: -0.1%), ha frenato significativamente la crescita di molti altri paesi; questo fenomeno continuerà anche nel 2024, vista la stima di progresso attorno solamente allo 0.4%. Così, se nel 2023 Francia ed Italia hanno tenuto un passo di crescita minimale (0.7/0.8%), nel 2024 il saggio d'incremento del Pil dovrebbe addirittura ridursi (soprattutto per il nostro paese, con una stima di aumento dello 0.4%). Solo la Spagna risalta, con un balzo del 2.2-2.4% l'anno scorso ed una crescita ben oltre l'1% quest'anno.

- Per quanto riguarda le aree emergenti, Cina (5.3-4.5% nel biennio) e India (crescita oltre il 6%), pur avendo specificità e condizioni strutturali differenti, continueranno a fornire il maggior contributo alla crescita globale.

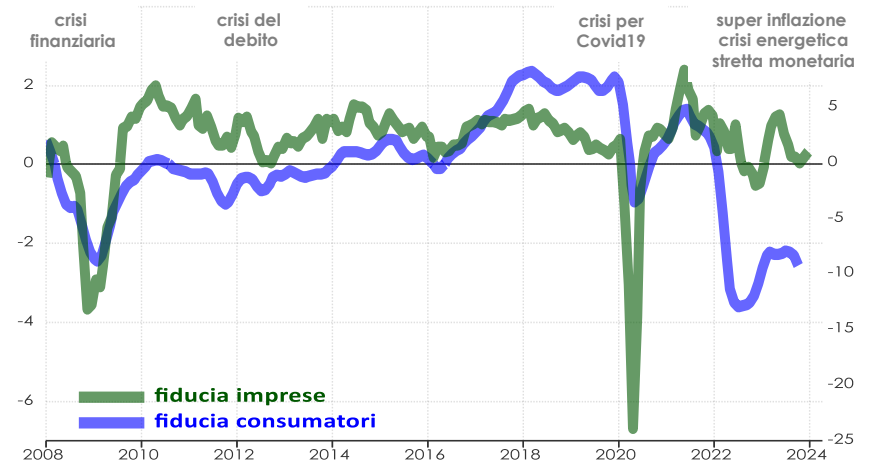
INDICE ANTICIPATORE E CONGIUNTURA

Banca Aletti: indice anticipatore e recessioni (fasce verticali)



INDICATORI DI FIDUCIA GLOBALI

Elaborazioni Banca Aletti su indici OCSE e JPM

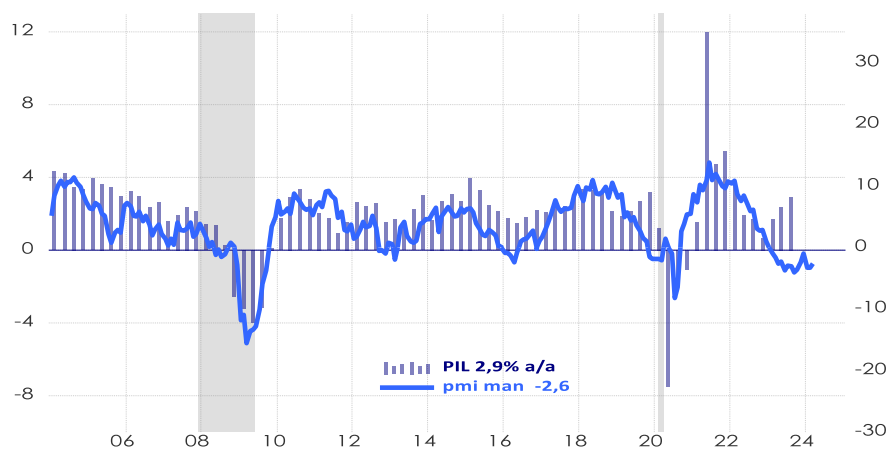


Congiuntura e Mercati

- La crescita degli Stati Uniti nel terzo trimestre 2023 è stata pari al 4.9% in termini annualizzati (miglior prestazione del sistema da fine 2021), valore rivisto al ribasso di tre decimi rispetto alla seconda lettura. La minore performance deriva soprattutto dal taglio di mezzo punto (al 3.1% t/t) della componente legata ai consumi. Per quanto la stima relativa alla crescita nel IV trimestre ponga un rallentamento (proiezione attorno al 2% annualizzato), il saggio medio di crescita del 2023 dovrebbe confermarsi ragguardevole: stimiamo un aumento del PIL pari al 2.4% (da +1.9% nel 2022), caso abbastanza isolato nel panorama dei paesi maggiormente industrializzati, quasi tutti in rallentamento nel 2023.
- Per il 2024 il saggio di crescita è stimato ridursi della metà (1.2% circa), a causa di una partenza moto difficile nel primo trimestre, con possibile contrazione del reddito, penalizzato da una concentrazione di effetti depressivi derivanti soprattutto dal lungo periodo in cui le condizioni finanziarie del sistema sono state compresse dalla politica monetaria fortemente restrittiva. Lungo il 2024, la fase di allentamento della Fed dovrebbe accompagnare una certa ripresa del tono ciclico, ma bisogna tenere conto del clima interno, visto l'appuntamento elettorale di novembre e le condizioni internazionali, ancora molto problematiche.

PIL E FIDUCIA MANIFATTURIERA

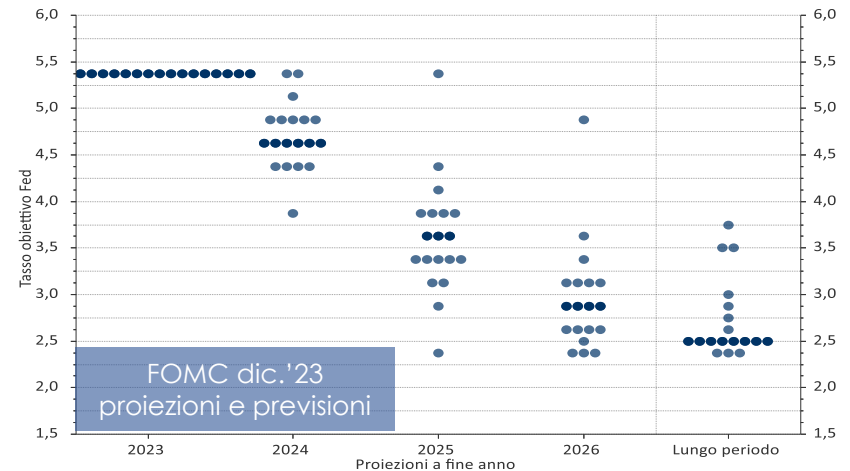
tassi trimestrali a/a, % e indice PMI differenza da 50



- Per quanto riguarda gli indici di fiducia, prosegue la dicotomia settoriale fra le imprese: quelle manifatturiere sono continuamente depresse (l'indice ISM ha segnato a dicembre il quattordicesimo mese consecutivo in area di contrazione), mentre quelle del terziario restano moderatamente ottimiste, trainando la crescita dell'intero comparto. La fiducia dei consumatori resta buona, grazie alla brillantezza del mercato del lavoro, ma pesa il pregresso straordinario rincaro dei prezzi che, solo da pochi mesi ha cominciato davvero ad allentare la presa sui redditi.
- A dicembre la Fed statunitense ha confermato il livello dei tassi (terza riunione consecutiva), al 5.25-5.50%, rispettando le attese. Secondo il Governatore, la fase di rialzo del costo del denaro dovrebbe essersi conclusa, anzi, in base alle proiezioni dei membri del FOMC (dot plots) si segnala la possibilità di tre ribassi nel corso del 2024. I Fed Funds sono quindi visti al 4.5-4.75% a fine anno. La Fed ha confermato che l'inflazione continuerà a frenare, sebbene questa permanga a livelli storicamente elevati. In novembre, il tasso tendenziale generale ha registrato un aumento del 3.1%, un decimo in meno rispetto ad ottobre, mentre il saggio core ha confermato il passo del mese precedente al 4%. La maggioranza dei rincari deriva dall'inflazione di fondo, componente più persistente e decisiva per dare seguito al processo di disinflazione.

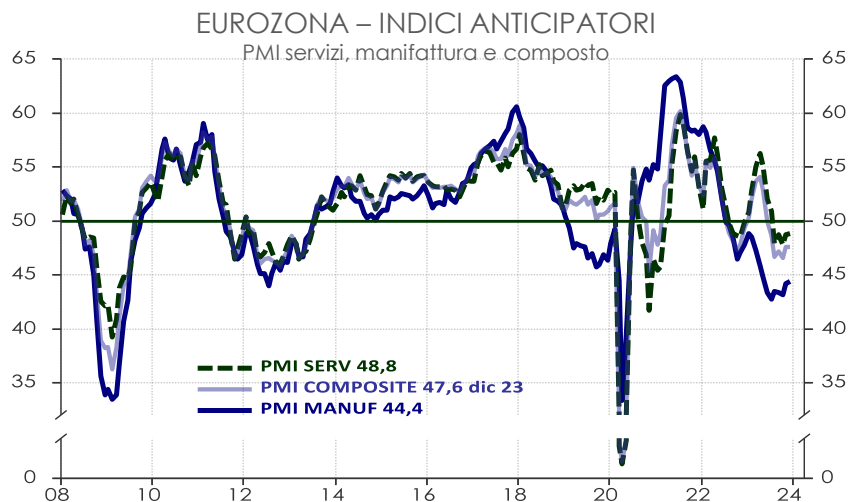
FED – POLITICA MONETARIA

mappa dei Dot Plots –prospettive dei tassi secondo il FOMC

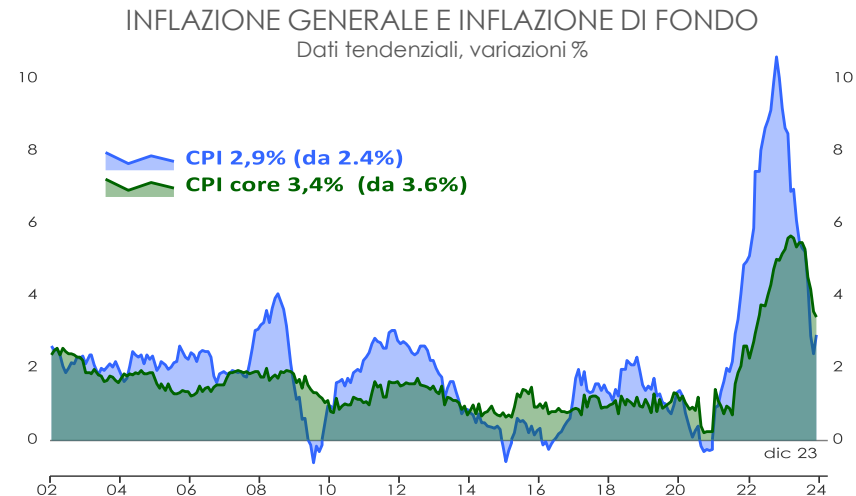


Congiuntura e Mercati

- L'Eurozona manifesta oramai da diverso tempo una condizione economica di sostanziale difficoltà. Dopo alcuni trimestri in cui il reddito è cresciuto in misura molto limitata, nel terzo trimestre del 2023 il Pil si è lievemente contratto (-0.1% t/t). Inoltre, considerando i dati macro più recentemente pubblicati è cresciuta la probabilità che anche nell'ultimo trimestre il sistema sia arretrato, cosa che decreterebbe per Eurozona la condizione di recessione tecnica. Questa crescita stagnante con scadimento recessivo di due trimestri dovrebbe comportare per l'intero 2023 solo un leggero progresso del reddito, che noi stimiamo attorno allo 0.5%. Questa condizione che oscilla tra ristagno e contrazione del reddito dovrebbe caratterizzare anche il 2024, per il quale prevediamo un aumento ancora attorno allo 0.5%, nonostante le attese di miglioramento delle condizioni finanziarie, ma tenendo conto di una politica fiscale non più così espansiva come lo è stata nel biennio precedente.
- Queste proiezioni sono corroborate dalle più recenti evidenze di tipo qualitativo. L'indice PMI composito (47.6 punti a dicembre come a novembre), ovvero risultante di una media ponderata calcolata tra il PMI manifatturiero e quello dei servizi, si muove in territorio di contrazione dallo scorso giugno, pressato dal deciso pessimismo dei produttori (44.4 da 44.2 di novembre), ma anche dal più recente scadimento della situazione nel settore dei servizi (48.8 punti a dicembre dal precedente 48.7).



- La discesa dell'inflazione è stata davvero notevole, spinta dalla componente energetica, ma alimentata dalla normalizzazione di altri panieri, un fenomeno che si lega anche al deterioramento della congiuntura che, ovviamente, toglie pressione al processo di formazione dei prezzi, fin dai primi stadi. A dicembre, il dato generale si è assestato al 2.9% (da 2.4% precedente), in linea con il consenso degli specialisti, mentre quello core è calato di due decimi al 3.4%; con questo aggiornamento, i dati medi annui per il 2023 indicano un progresso del 5.5% e del 5.0% rispettivamente. La Bce ha rivisto lievemente al ribasso le stime di inflazione per il biennio: nel 2024, l'indice generale dovrebbe aumentare del 2.7% per poi rallentare ulteriormente al 2.1% nel 2025. Il dato core, più resiliente, è stimato al 2.7% quest'anno e al 2.3% l'anno venturo.
- Nella riunione di dicembre, la Bce ha confermato i tassi ufficiali (4% tasso depo - 4.5% tasso refi). La lotta all'inflazione non è terminata, per cui il tema «taglio dei tassi» non è stato oggetto di discussione, e comunque, ogni futura decisione continuerà ad essere «data dependent». Con riferimento al Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), il reinvestimento dei titoli verrà mantenuto sino a giugno, ma da luglio il portafoglio verrà ridotto di €7.5mld al mese, sino al termine stabilito, dicembre 2024.



Congiuntura e Mercati

- Nell'ultimo mese, i dati inflattivi incoraggianti e la prospettiva di un allentamento anticipato dei tassi di interesse da parte della Fed (e quindi di altre banche centrali) ha guidato ulteriormente al ribasso l'andamento dei rendimenti obbligazionari, statali e societari.
- Negli Stati Uniti, il calo della curva è stato abbastanza omogeneo, anche se è proseguita la disinversione fin verso i 35pb. Alla prima decade di gennaio, il biennale rende sotto il 4.35%, mentre il decennale è attorno al 4%. Stessa dinamica in Eurozona, seppure con tendenze decisamente meno accentuate: il biennale rende sopra il 2.6% e si confronta con un decennale che rendendo il 2.15%, fa marcare un'inversione di curva oltre i 40pb. Il BTP italiano a due anni segna un rendimento di quasi il 3.20%, ma ha toccato anche un minimo sotto 3.0%; il decennale gira attorno al 3.8% dopo avere raggiunto anche quota 3.5%; considerando queste due scadenze, la curva italiana non si è mai invertita. Per quanto riguarda lo spread BTP/Bund, il periodo molto delicato che normalmente vede la chiusura della legge finanziaria è coinciso questa volta con l'approvazione del nuovo Patto di Stabilità in Europa e con la bocciatura della ratifica del MES, due esiti che influenzeranno rendimenti e differenziali nel prossimo futuro; in ogni caso, nel periodo in esame, lo spread decennale BTP-Bund si è mosso tra 155 e 170 pb.

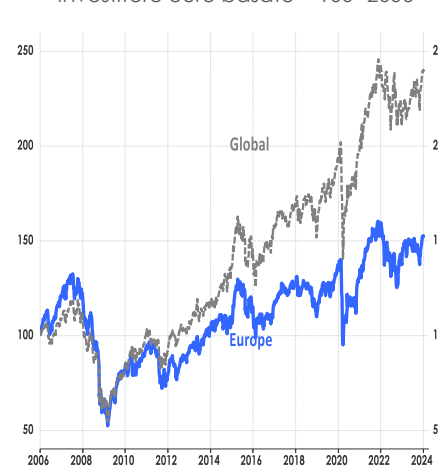
- Anche il mercato del credito europeo ha mostrato un calo dei rendimenti: per quanto riguarda il settore IG il tasso è calato a 3.65% (da 3.90%), mentre il segmento HY è diminuito di un 50pb, al 6.5%. Per quanto riguarda gli spread, l'IG è rimasto pressoché invariato, mentre HY è sceso a 395pb (-30pb).
- La fase di rafforzamento dell'euro che aveva portato il cross anche oltre 1.11 si è interrotta proprio in corrispondenza della chiusura dell'anno, con il dollaro che ha riguadagnato terreno fin sotto quota 1.0950. L'ipotesi di un allentamento monetario prossimo da parte della FED tenderà ad indebolire il biglietto verde, ma come accaduto in queste ultime settimane, in presenza di dati macro positivi oltre le attese, la moneta tende a recuperare. Contro euro, lo yen si è indebolito fin verso quota 160, non distante dai minimi del 2023, stabile la sterlina intorno alla media a 12 mesi (0.86/0.87), decisamente forte il franco svizzero in area 0.93 (storico!).
- Mercato azionario globale positivo anche a cavallo dell'anno, ma con performance differenziate: il mercato statunitense (circa 3 punti in più in un mese) continua ad essere spinto dall'ipotesi di cambio della politica monetaria e da un ciclo che non flette, mentre per Eurozona (giù di 1.3%), sta prevalendo il cattivo posizionamento ciclico senza che questo muova fortemente al ribasso le aspettative di politica monetaria.

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.