

BANCA ALETTI | **BANCO BPM**
GRUPPO

CONGIUNTURA E MERCATI

Economic Research and Markets Strategy

Ottobre 2023

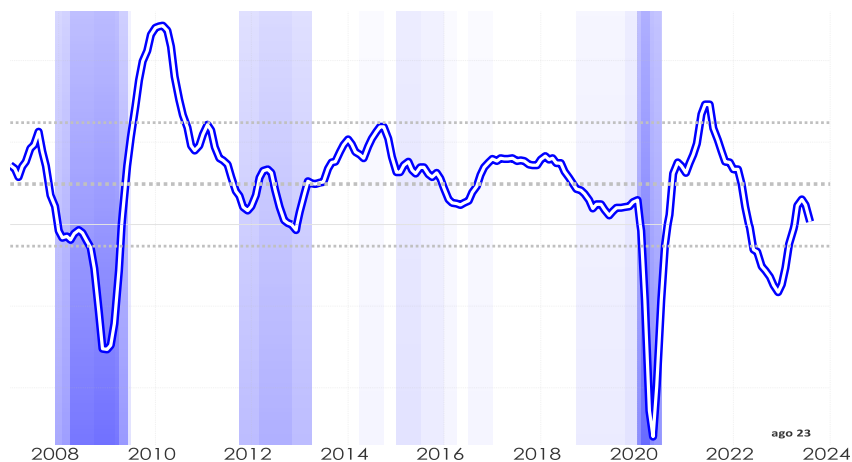
BANCA ALETTI | **BANCO BPM**
GRUPPO

Congiuntura e Mercati

- L'andamento del ciclo economico pare svolgersi a due velocità quest'anno. Nel primo semestre, larga parte delle statistiche macro pubblicate hanno espresso valori al di sopra delle attese, nonostante la crisi energetica, l'inflazione elevata e la stretta monetaria. Nella seconda metà, la congiuntura sta esprimendo chiari segnali di affaticamento, seppur con un tono disomogeneo tra le varie aree geografiche. L'economia statunitense prosegue l'espansione ad un ritmo più celere rispetto alle stime di inizio anno. In Eurozona il tono congiunturale esprime invece un importante decadimento. La Germania, in proratta e forte difficoltà, incorrerà in una contrazione del reddito sull'intero 2023; l'Italia sta inesorabilmente ripiegando verso una fase di forte ristagno. In Cina, gli effetti dello scoppio di bolle reali (costruzioni) e finanziarie (immobiliare) alimentano rischi per la crescita domestica, con ovvia ricaduta negativa sul commercio internazionale.
- A metà settembre, la Commissione Europea ha pubblicato l'aggiornamento delle proprie stime (Summer Forecast). Secondo i numeri presenti nel rapporto, l'Eurozona conferma una condizione di bassa crescita ma non di recessione; le proiezioni degli esperti indicano un aumento dello 0.8% nel 2023 (stima rivista al ribasso dall'1.1% di marzo), e dell'1.3% nel 2024 (da 1.6% stimato a marzo).
- Il comportamento al rialzo dei prezzi di beni e servizi ha colpito i consumi, indebolendo l'intera domanda interna e nonostante il più recente arretramento dei prezzi alla fonte e dei prezzi delle materie prime su base annua (compresi i prezzi energetici, ad eccezione del petrolio) ritroviamo ancora impulsi rialzisti sui prezzi provenienti dalla forza del mercato del lavoro. Il tasso di disoccupazione risulta ai minimi storici e l'aumento medio dei salari superiore al 5% negli ultimi dodici mesi controbilancia parte della perdita del potere d'acquisto derivante dai passati eccezionali rincari. La Commissione stima un'accelerazione dei prezzi al consumo al 5.8% nel 2023 e al 2.9% nel 2024.
- L'OCSE ha invece una visione meno ottimistica sull'andamento della congiuntura economica di Eurozona. Per il 2023 prevede un incremento del PIL pari allo 0.6%, mentre nel 2024 all'1.1%. A livello mondiale, nel biennio 2023-24 è stimata un'espansione del 3% e del 2.7%. La guerra in Ucraina e le tensioni tra Cina e Stati Uniti sono i temi geopolitici che uniti alla stretta fortissima delle banche centrali alimentano maggiormente le incertezze. Lato inflazione, OCSE stima per gli Stati Uniti un tasso medio annuo del 3.8% quest'anno ed un rallentamento al 2.6% nel 2024; per Eurozona le attese sono per un dato annuo del 5.5% nel 2023 ed un rientro al 3% nel 2024.

INDICE ANTICIPATORE E CONGIUNTURA

Banca Aletti: indice anticipatore e recessioni (fasce verticali)



COMMISSIONE EUROPEA e OCSE

Stime aggiornate di PIL e inflazione – variazioni in %

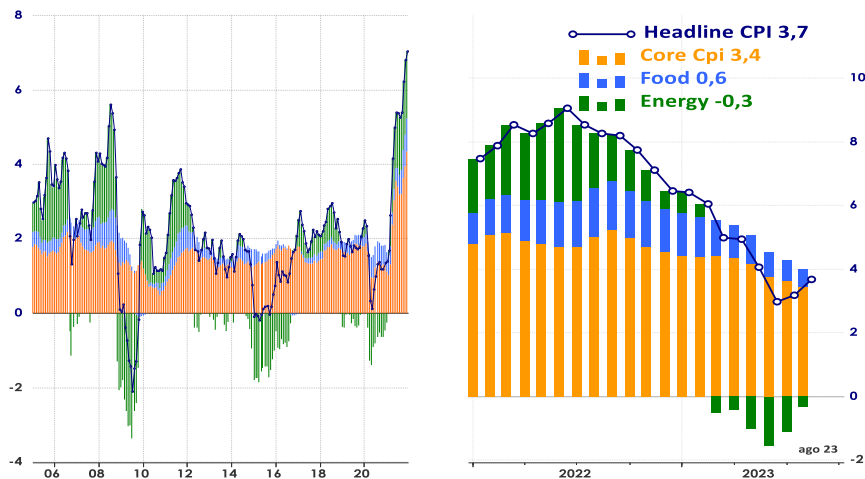
C.E.	PIL % a/a				Inflazione % a/a			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
Germania	3.2	1.8	-0.4	1.1	3.2	8.7	6.4	2.8
Spagna	5.5	5.5	2.2	1.9	3.0	8.3	3.6	2.9
Francia	6.4	2.5	1.0	1.2	2.1	5.9	5.6	2.7
Italia	7.0	3.7	0.9	0.8	1.9	8.7	5.9	2.9
Eurozona	5.6	3.3	0.8	1.3	2.6	8.4	5.6	2.9
OCSE	PIL % a/a				Inflazione % a/a			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
Mondo	6.3	3.5	3.0	2.7				
Stati Uniti	5.9	2.1	2.2	1.3	4.7	8.0	3.8	2.6
Cina	8.4	3.0	5.1	4.6	2.0	0.6	0.5	1.3
Italia	7.0	3.7	0.8	0.8	1.9	8.7	6.1	2.5
Eurozona	5.6	3.3	0.6	1.1	2.6	8.4	5.5	3.0

Congiuntura e Mercati

- La frenata del PIL negli Stati Uniti prosegue senza generare gravi squilibri. La crescita superiore alle attese nel primo semestre del 2023 e i segnali più recenti di tenuta del ciclo attenuano il rischio di scadimento recessivo del sistema, rafforzando lo scenario di «soft landing». Secondo le stime più recenti, larga parte degli analisti prevede una variazione negativa, circoscritta ad un trimestre tra la fine del 2023 e l'inizio del 2024.
- I principali indici anticipatori del ciclo continuano a fornire segnali di moderata espansione. L'ISM dei servizi conferma la solidità del comparto grazie ad un valore di agosto superiore ai 54 punti (50 punti soglia che divide espansione da contrazione). L'indicatore della manifattura è costantemente in territorio di contrazione da novembre 2022, seppur senza retrocedere oltremoda dalla soglia di neutralità (ultimo dato 49 a settembre)
- Il processo di disinflazione prosegue con qualche tentennamento. L'indice generale è aumentato al 3.7% ad agosto (da 3.2%), a causa principalmente della risalita del comparto energetico. Questo recente risultato non altera il percorso di fondo che si prospetta nel medio termine. L'inflazione di fondo continua a decelerare; il saggio core ad agosto ha rallentato al 4.3%, quattro decimi al di sotto del dato precedente.

STATI UNITI – ANDAMENTO INFLAZIONE GENERALE

Tassi tendenziali – valori %

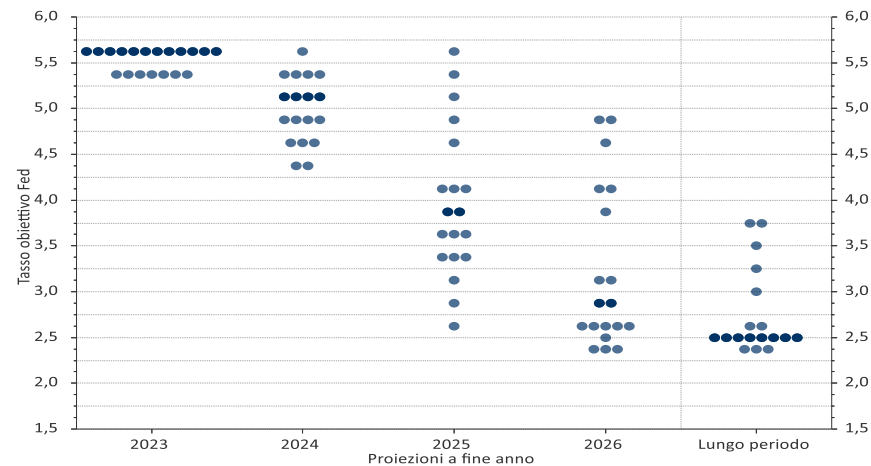


Gran parte dell'inflazione complessiva è riconducibile al dato core, nettato di energia e alimentari. Una delle componenti di maggior rilievo è data dall'abitazione, con un peso complessivo sul paniere di oltre il 40% e per il quale prospettiamo la discesa nei prossimi mesi.

- Sebbene i recenti dati di inflazione forniscano un quadro generale buono, il livello permane ampiamente al di sopra dell'obiettivo della banca centrale. Durante l'ultimo meeting di politica monetaria, la Fed pur confermando il livello dei tassi al 5.5% (*upper bound*) ha segnalato (le proiezioni dei «dots plot») un possibile ulteriore rialzo di 25pb entro la fine dell'anno. L'indicazione ha abbastanza scosso i mercati per il perdurare di una politica monetaria così restrittiva. D'altra parte, la tonicità del mercato del lavoro se da una parte consolida la crescita dell'economia, dall'altra genera pressioni salariali che possono rinvigorire fortemente il sistema di formazione dei prezzi.
- La Fed ha rivisto al rialzo le previsioni di inflazione, assunzione accompagnata dalla locuzione «*higher for longer*», ovvero che i tassi d'interesse, stante la dinamica attuale, verranno mantenuti ai livelli massimi correnti per un tempo più lungo (delle attese dei mercati).

FED POLITICA MONETARIA

La mappa dei Dot Plots – le prospettive dei tassi secondo i membri del FOMC



Congiuntura e Mercati

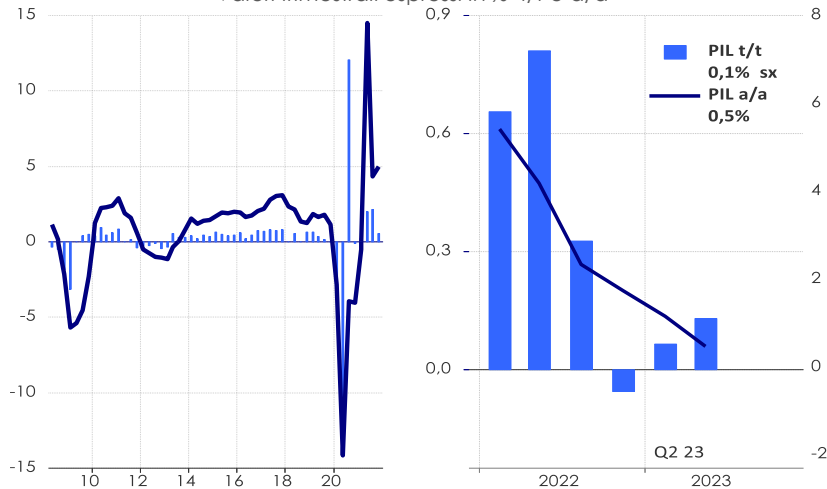
- In Eurozona, il quadro macroeconomico è sempre più complesso. La revisione dei dati della contabilità nazionale ha riservato una sorpresa negativa per la crescita del reddito nel secondo trimestre, con la riduzione dell'aumento congiunturale del PIL a 0.1% dallo 0.3% inizialmente stimato. Il dato replica l'analogo incremento che ha caratterizzato i primi tre mesi dell'anno, dopo la leggera flessione (-0.1%) patita a fine 2022, tracciando un sentiero che approssima una condizione di sostanziale stagnazione.
- A partire da questo assetto, non molto favorevole, le statistiche diffuse nelle ultime settimane puntano verso un indebolimento ulteriore della congiuntura. I maggiori indicatori anticipatori si sono attestati in settembre (ultima rilevazione disponibile) ampiamente al di sotto della soglia critica dei 50 punti, soglia che separa espansione da contrazione. In particolare, il sondaggio PMI composito, termometro dello stato di salute globale dell'economia, ha registrato 47.2 punti, minimo da novembre 2020. In Germania la statistica è scesa sino a 46.4 punti, livello più basso dalla fine della pandemia. Il dato si colloca in area di contrazione per la maggior parte delle principali economie.
- Anche i numeri relativi all'attività economica reale sono piuttosto critici, soprattutto per la Germania. La produzione tedesca si è contratta a luglio

in misura doppia rispetto al consenso, mentre gli ordini all'industria hanno subito una flessione ancor più grave. La pressione esercitata dal forte grado di restrizione monetaria e le condizioni sempre più rallentate del commercio internazionale rende molto incerto l'affrancamento dal ristagno che caratterizza tutta Eurozona.

- L'inflazione è tutt'ora elevata, con un tasso generale in settembre (dato preliminare) al 4.3% e quello core 4.5%. Nonostante il processo di disinflazione prosegua, la lentezza di tale percorso ha indotto la BCE ad elevare ulteriormente il costo del denaro durante il meeting di settembre. Il tasso sui rifinanziamenti ha raggiunto il 4.5%, mentre quello sui depositi il 4% (nuovo massimo storico). L'Istituto ha lasciato la porta aperta ad una nuova stretta monetaria, scegliendo di proseguire con un approccio «data dependent». L'inflazione è attesa a lungo sopra target, ragion per cui si prospetta un prolungato periodo di tassi elevati. Tale scelta è ritenuta necessaria per dare ancor più solidità al processo di disinflazione, tenendo sotto controllo le aspettative.
- La BCE ha rivisto al ribasso le stime di crescita del biennio 23-24, rispettivamente allo 0.7% e all'1% mentre, lato inflazione, questa è attesa al 5.6% nel 2023, al 3.2% nel 2024 e al 2.1% nel 2025.

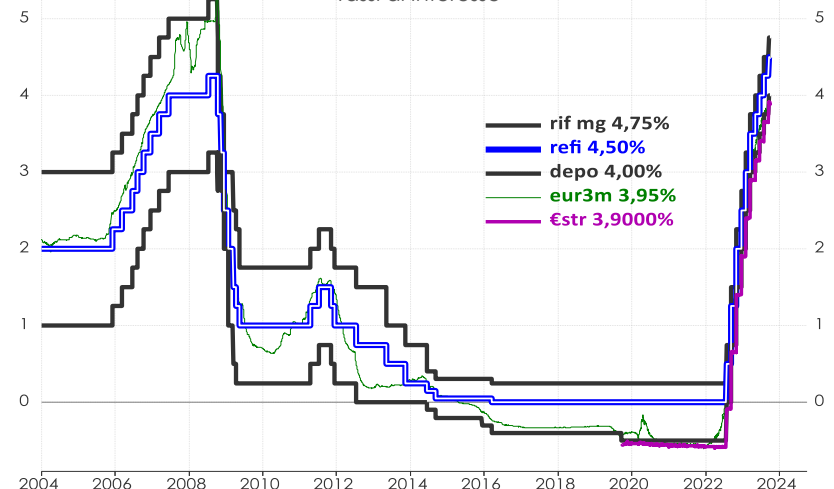
EUROZONA – PRODOTTO INTERNO LORDO

Valori trimestrali espressi in % t/t e a/a



BCE – POLITICA MONETARIA

Tassi di interesse

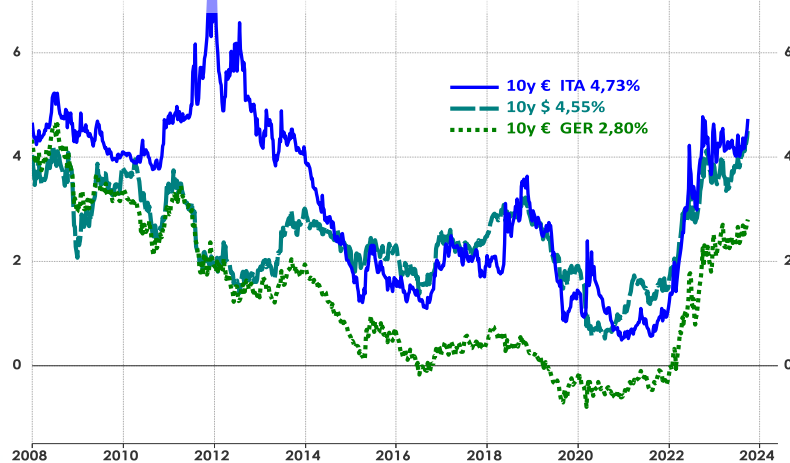


Congiuntura e Mercati

- Nell'ultimo mese, la curva americana ha visto diminuire il grado di inversione, con rendimenti in maggiore ascesa sulla parte a lunga per le pressioni di un'economia più tonica delle aspettative. La parte a breve pare aver incorporato l'esaurimento della manovra restrittiva della Fed, sebbene permangano ipotesi che la stretta continui; il tasso decennale ha oltrepassato quota 4.5%, ai massimi dal 2007; il biennale più laterale intorno all'area 5.0%. Anche la curva tedesca ha ridotto il grado di inversione con la parte lunga in aumento più deciso, un movimento che pare rispondere più alla correlazione con i treasuries, piuttosto che ad altri rialzi del costo del denaro; In un contesto che si sta disinflazionando, il decennale ha comunque raggiunto 2.8%, mentre il biennale ha oscillato in area 3.2%.
- In Italia i BTP decennali hanno offerto un rendimento progressivamente più elevato, con il decennale salito oltre quota 4.8% ed il biennale in area 4.10%. La curva già inclinata positivamente, si è ulteriormente irripidita, movimento che si lega all'aumento del premio al rischio per il deterioramento del ciclo economico che peggiora i fondamentali finanziari e riduce lo spazio fiscale in vista della legge finanziaria, tratteggiata sommariamente dal quadro programmatico appena pubblicato (NADEF). Lo spread con il bund tedesco ha continuato ad allargarsi oltrepassando i 195punti base, in avvicinamento ai massimi di inizio anno che erano stati oltre quota 210pb.

RENDIMENTI GOVERNATIVI DAL 2008

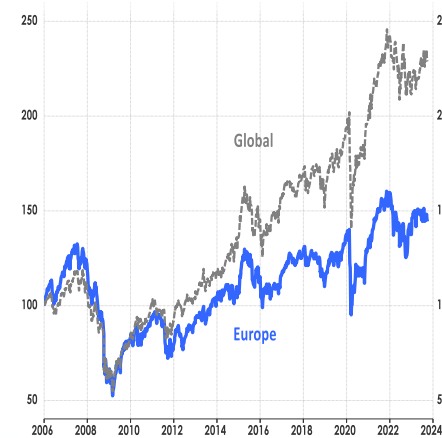
tassi decennali - 100=2006



- Il mercato del credito europeo ha subito il rialzo dei rendimenti per un contesto meno favorevole: tassi quindi in aumento nel settore IG oltre 4.5% (spread vicino a 150pb) e nel settore HY oltre 7.5% (spread superiore a 435pb).
- Dopo aver quasi raggiunto quota 1.13, in corrispondenza del meeting della BCE di luglio, l'euro ha subito un marcato deprezzamento che l'ha portato sino a quota 1.05, sui minimi di marzo. L'ipotesi di ulteriori rialzi da parte della FED e di uno stop da parte della BCE per un differenziale di performance macroeconomica evidente, ha spinto il dollaro, favorendolo anche contro altre valute. Per contro, l'euro ha toccato i massimi dal 2008 nei confronti dello yen giapponese, in area 160 (la BoJ resta lontana da una inversione di rotta). Dall'inizio dell'anno, l'euro perde nei confronti del franco svizzero e della sterlina; risulta invariato contro dollaro USA, mentre guadagna senz'altro contro lo yen giapponese.
- Nell'ultimo mese il mercato azionario si è mosso al ribasso, risultato di una congiuntura incerta, ma soprattutto per il possibile protrarsi di politiche monetarie restrittive che innalzano i tassi obbligazionari. I guadagni da inizio anno sono ancora molto elevati, con incrementi significativi per S&P500 e Nasdaq (+11% e +25%); più contenuti i progressi per i listini europei, mediamente fra l'8% e il 14%, eccezion fatta per il FTSE-MIB italiano, in progresso di quasi il 18%. Da inizio anno l'indice globale (MSCI World) guadagna circa il 9%.

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.