



Ottobre 2023

Monthly Macro Insights



Marc-Antoine Collard
economista capo,
Direttore della ricerca economica
Rothschild & Co Asset Management

La maggioranza degli investitori continua a credere nella tenuta dell'economia globale, nonostante il più brutale inasprimento delle politiche monetarie degli ultimi quarant'anni. Tuttavia, non solo gli effetti di questo inasprimento si fanno sentire sempre di più sull'attività economica, ma l'aumento dei prezzi del petrolio e dei tassi obbligazionari fa sorgere nuove preoccupazioni circa il concretizzarsi dello scenario "ideale".

Le differenze regionali persistono

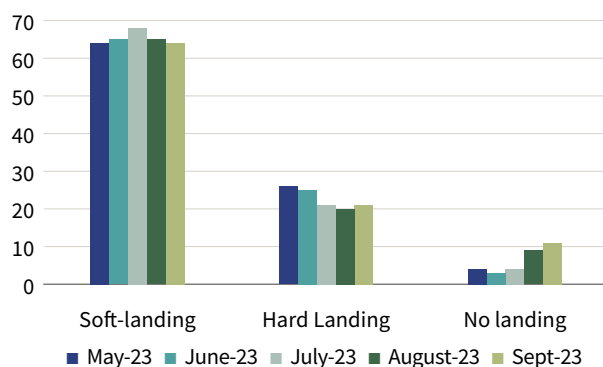
Sostenuta dal calo dei prezzi dell'energia, da importanti misure di stimolo fiscale e dalla decisione della Cina di abbandonare la propria politica "zero Covid", l'economia globale ha sorpreso in positivo nei primi mesi del 2023. Questa situazione potrebbe aver indotto gli investitori a pensare che la politica monetaria potrebbe non essere uno strumento così brutale per raffreddare l'attività economica. Effettivamente, la retorica dominata dall'idea che la stretta monetaria avrebbe inevitabilmente prodotto una

recessione per contenere l'inflazione è ampiamente svanita. Tuttavia, la tenuta della crescita globale sembra essere stata di breve durata.

Nell'Eurozona, la crescita è rimasta nel complesso stagnante dal secondo trimestre 2022, riflettendo gli effetti ritardati dell'inflazione sui redditi e l'importanza relativa del finanziamento bancario in molte economie. A settembre la BCE ha aumentato i tassi di interesse per la decima volta consecutiva, raggiungendo il livello più alto dall'introduzione dell'euro. Ciò ha avuto l'effetto

Mondo – Global Fund Manager Survey

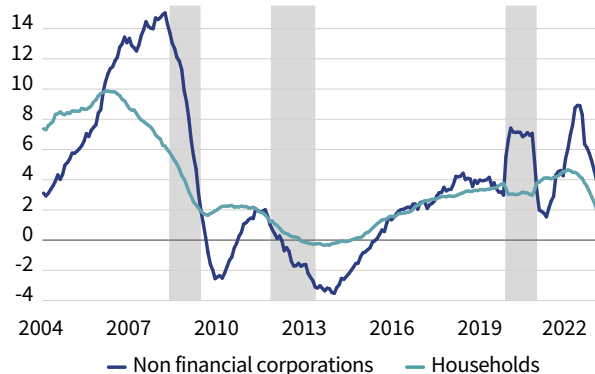
in %, scenario globale



Fonti: Bank of America, Rothschild & Co Asset Management, ottobre 2023.

Eurozona – Crediti al settore privato

in %, a/a



Fonti: Macrobond, Rothschild & Co Asset Management, ottobre 2023.

di rallentare notevolmente la dinamica del credito, con il tasso di crescita dei prestiti al settore privato che è sceso allo 0,6% su base annua (a/a) in agosto, il ritmo più lento dal 2015⁽¹⁾. Secondo l'indice di fiducia delle imprese S&P Global, il PIL dell'Eurozona potrebbe diminuire del -0,4% su base trimestrale (t/t) nel terzo trimestre 2023 se le correlazioni storiche saranno confermate, mentre gli investitori si aspettano un leggero aumento.

Con una maggioranza risicata (5-4), la Banca d'Inghilterra (BoE) ha deciso di mantenere invariata la propria politica monetaria a settembre, ponendo fine a una serie di quattordici rialzi consecutivi dei tassi, mentre la lettura dei dati macroeconomici degli ultimi mesi si è rivelata complessa. Da un lato, la crescita dei salari rimane incompatibile con un rapido ritorno dell'inflazione verso l'obiettivo, il che impone una prosecuzione della stretta monetaria. D'altra parte, il PIL ha sorpreso al ribasso a luglio (-0,5% su base mensile), il tasso di disoccupazione è aumentato ad agosto e l'inflazione di fondo (esclusi generi alimentari ed energia) ha sorpreso al ribasso, scendendo dal 6,9% al 6,2%⁽²⁾. Occorre tuttavia sottolineare che questo calo è stato in gran parte causato dalla riduzione dei costi (spesso irregolari) dei pernottamenti e dei biglietti aerei. Inoltre, l'ultima indagine sulla fiducia delle imprese evidenzia che il sottoindice della produzione è sceso al ritmo più sostenuto da marzo 2009, escludendo i periodi di confinamento. Nel complesso, la BoE sta osservando chiari segnali dell'impatto di una politica monetaria più restrittiva sul mercato del lavoro e sull'attività, e ha quindi deciso di fare una pausa, anche se è ben chiaro che un ulteriore rialzo rimane possibile, se necessario.

Dal canto suo, la crescita in Cina ha perso slancio, poiché l'impulso iniziale della riapertura all'inizio dell'anno si è rapidamente affievolito. D'altra parte, i dati di agosto suggeriscono la fine del

periodo di deterioramento dell'attività economica. La crescita della produzione industriale ha accelerato al 4,5% a/a rispetto al 3,7% di luglio e le vendite al dettaglio hanno sorpreso in misura maggiore, con un balzo del 4,6% a/a rispetto al 3% previsto⁽³⁾. Sebbene l'ottimismo sull'efficacia delle misure adottate dalle autorità per stimolare l'economia stia gradualmente prendendo piede, persistono alcune sfide, in particolare quelle legate ai problemi strutturali del settore immobiliare, che continuano a pesare sulla domanda interna.

Al contrario, l'economia statunitense si è dimostrata sorprendentemente resiliente, grazie alla spesa delle famiglie sostenuta dalla riduzione dell'eccesso di risparmio accumulato durante la pandemia. Inoltre, la politica fiscale ha svolto un ruolo fondamentale. Dopo i picchi di spesa nel 2020 e 2021 per contrastare l'impatto della pandemia, il deficit federale è sceso di un importo record nel 2022, passando da quasi 3.000 miliardi di dollari a circa 1.000 miliardi di dollari⁽⁴⁾. Tuttavia, anziché continuare a scendere ai livelli pre-pandemia, alcuni prevedono che il deficit raddoppierà a circa 2.000 miliardi di dollari per l'anno in corso.

Più elevato, più a lungo

Sebbene l'inflazione complessiva si sia dimezzata rispetto ai picchi del 2022 nella maggior parte delle economie avanzate del G20, questo adeguamento è dovuto principalmente agli effetti base dei prezzi delle materie prime. In effetti, l'inflazione di fondo non è ancora scesa in modo decisivo, frenata dalle pressioni sui costi e dai margini elevati in alcuni settori. In questo contesto, le banche centrali hanno ribadito per mesi che la politica monetaria sarebbe

Cina – Investimenti immobiliari

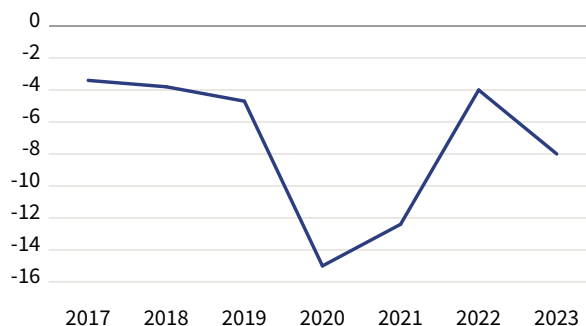
in %, a/a, YTD



Fonti: Macrobond, Rothschild & Co Asset Management, ottobre 2023.

Stati Uniti – Saldo di bilancio

in % del PIL



Fonti: Committee for Responsible Federal Budget, Rothschild & Co Asset Management, ottobre 2023.

(1) Fonte: Eurostat, ottobre 2023.

(2) Fonte: Banca d'Inghilterra, ottobre 2023.

(3) Ufficio nazionale di statistica cinese, ottobre 2023.

(4) Tax Policy Center, ottobre 2023.

rimasta restrittiva ancora per qualche tempo. Fino a poco tempo fa, gli investitori hanno fatto finta di non sentire, ma il recente aumento dei tassi sovrani suggerisce che questa volta il messaggio è stato recepito.

Inoltre, l'aumento dei prezzi delle materie prime potrebbe dare un ulteriore impulso all'inflazione complessiva. I mercati energetici rimangono tesi, in un contesto in cui i livelli delle scorte sono storicamente bassi e il rischio di interruzioni dell'approvvigionamento rimane elevato. Dal canto loro, i prezzi dei prodotti alimentari saranno determinati dall'impatto che avrà il fenomeno meteorologico El Niño su alcune colture e dall'introduzione di nuove restrizioni alle esportazioni. Anche la guerra in Ucraina potrebbe generare ulteriori pressioni sui prezzi di varie materie prime.

L'aumento dei tassi si spiega anche con i rischi legati alle finanze pubbliche. L'aumento del debito pubblico è stato un fenomeno globale, con il debito pubblico lordo medio delle economie del G7 che è passato dal 76% al 131% del PIL negli ultimi 23 anni⁽⁵⁾, un record storico. Tuttavia, la maggior parte dei governi ha cercato di ricreare un certo margine di manovra, ma il susseguirsi delle crisi (crisi finanziaria globale, crisi del debito nell'Eurozona, pandemia di Covid-19, crisi energetica causata dall'invasione dell'Ucraina da

parte della Russia) e le crescenti pressioni di bilancio legate alle spese aggiuntive per la transizione climatica, l'invecchiamento della popolazione e la difesa, hanno reso arduo questo compito.

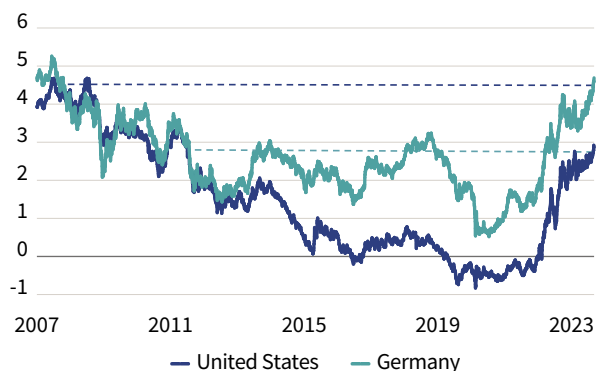
Nell'ultimo decennio, l'onere degli interessi è diminuito nonostante l'impennata del debito pubblico, grazie al calo dei tassi sovrani e alla bassa inflazione. Tuttavia, nell'ultimo anno queste due dinamiche si sono improvvisamente invertite e l'onere del servizio del debito sta aumentando rapidamente, in quanto il debito a basso rendimento giunge a scadenza e viene sostituito da nuove emissioni a più alto rendimento. Pertanto, gli sforzi per ripristinare il margine di manovra di bilancio e mettere in atto piani finanziari credibili sembrano inevitabili per garantire la sostenibilità del debito e rassicurare gli investitori.

Di conseguenza, la divergenza nel *policy-mix*⁽⁶⁾ (politica monetaria restrittiva ma politica fiscale flessibile) sta per finire e gli effetti della generosità fiscale sull'economia svaniranno rapidamente. Sebbene i tempi di trasmissione monetaria si siano allungati, alcuni investitori rischiano di essere colti di sorpresa quando l'impatto della stretta monetaria si farà pienamente sentire.

Finito di redigere il 6 ottobre 2023

Mondo – Tassi sovrani

in %, 10 anni



Fonti: Macrobond, Bloomberg, Rothschild & Co Asset Management, ottobre 2023.

Stati Uniti – Inflazione dei servizi, esclusi gli alloggi

in %, PCE core



Fonti: Macrobond, Bloomberg, Rothschild & Co Asset Management, ottobre 2023.

(5) Office for National Statistics del Regno Unito, ottobre 2023.

(6) Combinazione di politica monetaria e politica fiscale di un Paese.

Performance degli indici e livelli dei tassi di interesse

	Prezzo al 30/09/2023	Variazione su 1 mese	Variazione nel 2023
 Mercati azionari			
CAC 40	7 135	-2,5%	10,2%
Euro Stoxx 50	4 175	-2,8%	10,0%
S&P 500	4 288	-4,9%	12,3%
Nikkei 225	31 858	-2,3%	22,1%
Valute			
EUR/USD	1,06	-2,5%	-1,2%
EUR/JPY	157,93	0,1%	12,5%

Tassi di interesse	Livello al 30/09/2023	Variazione in pb ⁽¹⁾ su 1 mese	Variazione in pb ⁽¹⁾ nel 2023
3 month			
Eurozone	3,81%	17	205
United States	5,45%	1	110
10 years			
Eurozone	2,84%	37	27
United States	4,57%	46	70

(1) Punti base.

Fonte: Bloomberg, dati al 30/09/2023. Performance espresse in valuta locale.

I dati indicati si riferiscono ad anni o mesi passati e le performance passate non sono un indicatore affidabile di quelle future.

Le performance degli indici sono nette, calcolate con dividendi non reinvestiti.

Disclaimer

Per scopi pubblicitari. Il presente documento è destinato unicamente a soggetti collocatori ed investitori qualificati, e non può essere in alcun modo diffuso al pubblico o consegnato ad investitori che non posseggano tale qualifica. Il presente documento viene fornito esclusivamente a titolo informativo. Esso non costituisce, da parte di Rothschild & Co Asset Management Europe, un'offerta di acquisto o di vendita, una sollecitazione all'investimento o una consulenza d'investimento. Le informazioni contenute nel presente documento sono parziali, a motivo della loro semplificazione. Tali informazioni sono soggettive e possono essere modificate senza alcun preavviso. Tutti i presenti dati sono stati determinati sulla base di informazioni contabili o di mercato. Tutti i presenti dati sono stati determinati sulla base di informazioni contabili o di mercato. I dati contabili non sono stati tutti certificati dal revisore dei conti.

Rothschild & Co Asset Management Europe potrebbe ricevere o pagare commissioni in relazione ai servizi prestati a favore dei fondi. Rothschild & Co Asset Management Europe declina qualsiasi responsabilità per eventuali decisioni prese sulla base di tali informazioni. La versione aggiornata del Prospetto è disponibile agli investitori e deve essere visionata prima di ogni sottoscrizione. Ogni decisione di investimento deve essere presa sulla base delle informazioni contenute nel Prospetto. Rothschild & Co Asset Management Europe - 29, avenue de Messine - 75008 Paris - Francia. Società di gestione di portafoglio, titolare dell'autorizzazione AMF N° GP-17000014 datata 2 novembre 2004. S.A con capitale di 1 237 984 euro immatricolata nel registro del commercio e delle imprese di Parigi con il numero 324 311 463. Succursale Rothschild & Co Asset Management Europe Milano - Passaggio Centrale 3 - 20123 Milano - Italia

Contatti

FRANCE

Parigi

29, Avenue de Messine
75008 Paris
+33 1 40 74 40 74

SVIZZERA

Ginevra

Equitas SA
Rue de la Corrairie 6
1204 Geneva
+41 22 818 59 00

GERMANIA – AUSTRIA

Francoforte

Börsenstraße 2 - 4
Frankfurt am Main 60313
+49 69 299 8840

BELGIO – OLANDA – LUSSEMBURGO

Bruxelles

Avenue Louise 166
1050 Bruxelles
+32 2 627 77 30

ITALIA

Milano

Passaggio Centrale, 3,
20123 Milano
+39 02 724 431

SPAGNA

Madrid

Paseo de la Castellana 40 bis
Madrid 28 046
+34 91 053 70 43



Seguici su
LinkedIn 

Il nostro sito web
am.eu.rothschildandco.com

 **Rothschild & Co**
Asset Management