



Dicembre 2023

Monthly Macro Insights



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

Nel terzo trimestre del 2023 la crescita economica è stata molto debole nei Paesi avanzati ad eccezione degli Stati Uniti, che proiettano l'illusione di un'economia globale resiliente. Siamo sulla strada della “*immaculate disinflation*⁽¹⁾”, oppure l'indebolimento dell'inflazione riflette un effettivo peggioramento dell'economia?

Divergenze che non dovrebbero durare...

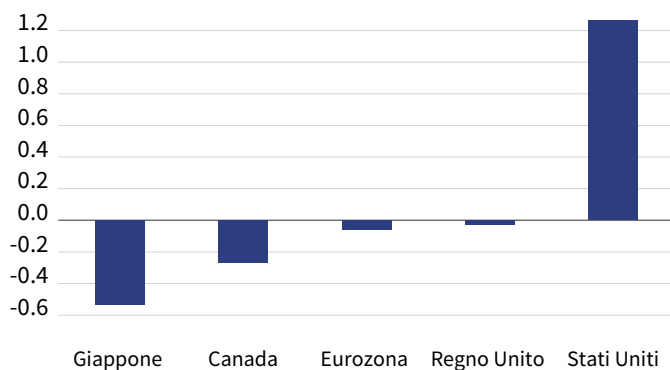
La crescita in Cina è stata fortemente volatile dopo la ripartenza dell'economia all'inizio del 2023. Gli ultimi indici PMI⁽²⁾ segnalano che l'attività nei settori manifatturiero e dei servizi si è contratta nel mese di novembre. Infatti, il PMI manifatturiero è sceso a quota 49,4, registrando il secondo mese consecutivo in territorio di contrazione, mentre il PMI dei servizi è sceso a quota 49,3, frenato dalla diminuzione dei consumi e dell'attività nei settori del turismo e dei viaggi, dopo la fine delle vacanze. Si tratta del livello

più basso mai registrato, escludendo il periodo della pandemia. L'unico elemento positivo giunge dal settore dell'edilizia, dove il PMI è salito da 53,5 a 55. Sebbene l'intensificarsi delle misure di sostegno abbia aumentato la fiducia degli investitori nelle prospettive di miglioramento della crescita nella prima metà del 2024, questi dati suggeriscono che lo slancio rimane fragile e incerto.

Pur evitando una caduta libera, la maggior parte delle economie avanzate nel terzo trimestre del 2023 ha registrato una crescita negativa del PIL: diventa sempre più evidente l'impatto

Economie avanzate – PIL T3-23

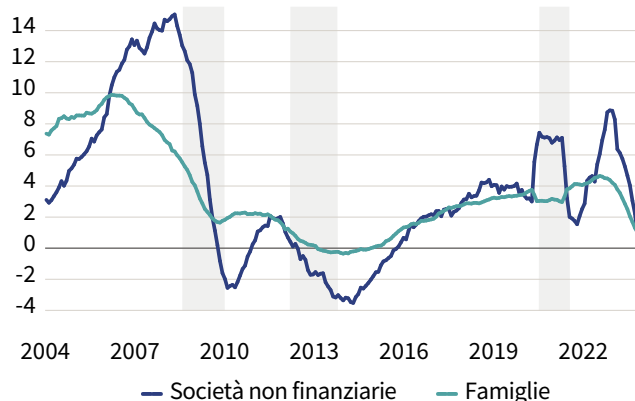
in %, t/t



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

Eurozona – Crediti al settore privato

in %, a/a



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

(1) Disinflazione immacolata.

(2) Indice dei responsabili degli acquisti, indicatore che riflette la fiducia dei responsabili degli acquisti in un settore di attività. Al di sopra di 50 indica un'espansione dell'attività, al di sotto di 50 una contrazione.

dell'inasprimento delle condizioni finanziarie, dell'indebolimento degli scambi commerciali e del calo della fiducia delle famiglie. La fiducia delle imprese rimane debole in un contesto di aumento dei costi di servizio del debito e di inasprimento delle condizioni creditizie, con una contrazione dei nuovi prestiti alle imprese non finanziarie nell'Eurozona.

Costituisce una rara eccezione il PIL statunitense, aumentato dell'1,3% su base trimestrale (t/t)⁽³⁾, ossia del 5,2% t/t annualizzato⁽³⁾. Questo rassicura gli investitori sul fatto che l'inasprimento monetario più rapido degli ultimi decenni non è stato sufficiente a far crollare l'economia statunitense. Tuttavia, gran parte della sovraperformance statunitense può essere spiegata da fattori temporanei, che difficilmente si ripeteranno. Inoltre, considerando i ritardi nella trasmissione della politica monetaria, all'orizzonte si dovrebbe prospettare un indebolimento della crescita del PIL.

... e una politica fiscale generosa

A seguito dell'invasione dell'Ucraina da parte della Russia, diversi governi hanno offerto un considerevole sostegno alle famiglie e alle imprese per far fronte allo shock energetico che ne è derivato. La spesa per la difesa è aumentata in molti Paesi, soprattutto in Grecia e in alcuni Paesi dell'Europa centrale e orientale, ma anche in diverse economie dell'Europa occidentale, in particolare per effetto degli aiuti militari forniti all'Ucraina. Inoltre, l'accelerazione dell'attuazione dei piani di stimolo "Next Generation EU" ha incentivato la spesa in alcune economie europee. Negli Stati Uniti, l'aumento della spesa per la previdenza sociale e l'assistenza sanitaria, unitamente alla diminuzione del prelievo fiscale, hanno portato a una politica fiscale considerevolmente espansiva.

Quindi, nonostante uno degli inasprimenti monetari più rapidi degli ultimi 40 anni, la tenuta dell'economia globale nel primo semestre di quest'anno ha sorpreso la maggior parte degli economisti, tanto che alcuni investitori hanno persino ritenuto che la politica monetaria fosse diventata inefficace. L'allentamento di quest'ultima ha svolto un ruolo centrale nel mitigare gli effetti negativi della stretta monetaria.

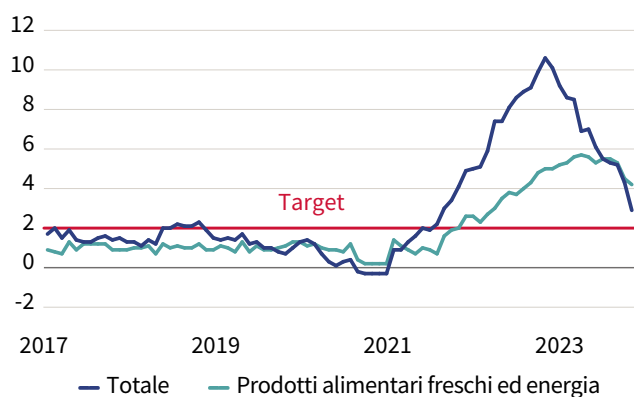
Questa divergenza di policy-mix⁽⁴⁾ si sta ora attenuando, in quanto le politiche di sostegno vengono gradualmente eliminate e le iniziative di consolidamento fiscale vengono intensificate nella maggior parte dei Paesi, anche se ad un ritmo moderato, al fine di limitare i rischi per la sostenibilità del debito pubblico.

In effetti, attualmente i livelli di debito sono più alti rispetto a prima della pandemia. Inoltre, gli interessi sul debito dovrebbero continuare ad aumentare, man mano che i titoli a basso rendimento giungono a scadenza e vengono sostituiti da nuove emissioni con rendimenti più elevati, mentre continua la riduzione dei portafogli obbligazionari detenuti dalle banche centrali, nell'ambito dell'inasprimento quantitativo in corso.

È possibile che le aspettative di riduzione dei tassi vengano disattese?

Nel corso dell'anno, nella maggior parte delle economie l'inflazione globale è diminuita, ma in generale si mantiene al di sopra dell'obiettivo, in quanto gli effetti base positivi della riduzione dei prezzi dell'energia vanno a scomparire. Le recenti dichiarazioni delle banche centrali indicano una notevole riduzione del rischio di ulteriore inasprimento e il mercato dei tassi ora attribuisce una probabilità relativamente alta ad un allentamento da parte della

Eurozona – Tasso d'inflazione in %



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

Stati Uniti – Aspettative di inflazione in %, U. del Michigan, famiglie, 5 anni



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

(3) Fonte: Bureau of Labour statistics degli Stati Uniti, 30/11/2023.

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

BCE e della Fed già all'inizio del 2024. Infatti, i futures⁽⁵⁾ prevedono quasi cinque tagli di 25 punti base del tasso di riferimento della Fed da questo momento fino alla fine del prossimo anno⁽⁶⁾.

Mentre l'inflazione di fondo è scesa negli ultimi mesi grazie alla pressione al ribasso sui prezzi dei beni, l'inflazione dei servizi si sta attenuando solo leggermente, poiché i salari sono generalmente il principale costo di produzione del settore.

Sicuramente, in diverse economie hanno iniziato a manifestarsi i primi segnali di raffreddamento del mercato del lavoro, in particolare un rallentamento della crescita dell'occupazione, una diminuzione dei posti di lavoro vacanti e, in alcuni casi, un leggero aumento del tasso di disoccupazione. Anche la crescita dei salari nominali sta iniziando a perdere slancio.

Tuttavia, la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) rimane elevata a causa dell'indebolimento degli incrementi di produttività, con l'eccezione, ancora una volta, degli Stati Uniti. Sebbene il legame tra il CLUP e l'inflazione dei prezzi vari nel tempo, tra diversi Paesi e tra diversi settori, resta il fatto che il trend recente rappresenta una vera sfida per i banchieri centrali, che devono confrontarsi anche con aspettative di inflazione più elevate. Di conseguenza, è probabile che la politica monetaria rimanga restrittiva fino a quando non emergeranno con molta chiarezza segnali di allentamento delle pressioni sull'inflazione di fondo e di moderazione delle aspettative inflazionistiche.

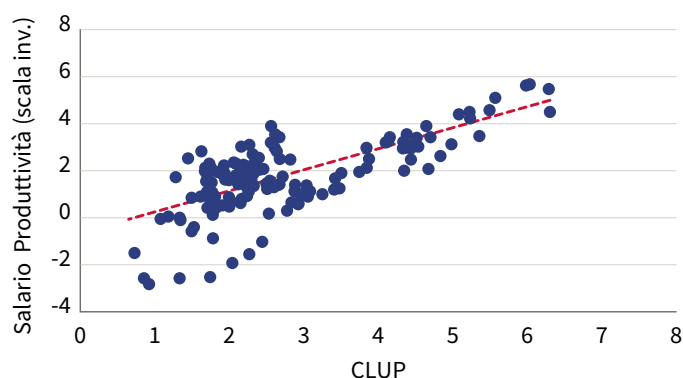
Tuttavia, servirà del tempo per identificare chiaramente queste dinamiche disinflazionistiche, e non è affatto certo che possa verificarsi una "disinflazione immacolata", ossia un calo indolore dell'inflazione. Anzi, se le pressioni inflazionistiche si rivelassero persistenti o se le condizioni finanziarie continuassero a indebolirsi, potrebbero essere necessari ulteriori rialzi dei tassi.

Infatti, per produrre un impatto sulla crescita e, in ultima analisi, sull'inflazione, l'inasprimento delle condizioni finanziarie deve rimanere persistente. L'ultima impennata dei mercati azionari e il calo dei tassi sovrani, unitamente a un maggiore ottimismo degli investitori in merito a un atterraggio morbido, potrebbero spingere i banchieri centrali ad adottare toni più aggressivi⁽⁷⁾, al fine di evitare un allentamento ingiustificato delle condizioni finanziarie che metterebbe a repentaglio le loro iniziative per raffreddare l'economia. In sintesi, le aspettative degli investitori in merito a una riduzione dei tassi potrebbero rivelarsi fuorvianti, a meno che il loro scenario di resilienza non si riveli troppo ottimistico.

Completato il 3 Dicembre 2023

Stati Uniti – CLUP e IPC di fondo

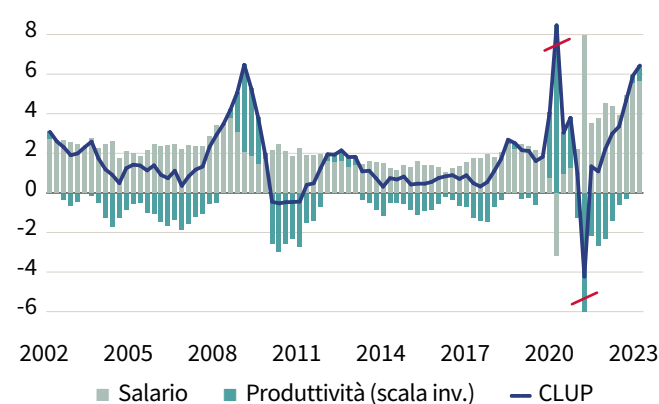
in %, a/a, 1986-2023



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

Eurozona CLUP

in %, a/a



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

(5) Impegni irrevocabili ad acquistare o vendere una quantità concordata di un'attività a un prezzo concordato in una data futura concordata.

(6) Fonte: Bloomberg, 30/11/2023.

(7) Posizionamento a favore di una politica monetaria meno accomodante per combattere l'inflazione.

Performance degli indici e livelli dei tassi di interesse

	Prezzo al 30/11/2023	Variazione su 1 mese	Variazione nel 2023
 Mercati azionari			
CAC 40	7 311	6,2%	12,9%
Euro Stoxx 50	4 382	7,9%	15,5%
S&P 500	4 568	8,9%	19,6%
Nikkei 225	33 487	8,5%	28,3%
Valute			
EUR/USD	1,09	3,0%	1,8%
EUR/JPY	161,37	0,6%	14,9%

Tassi di interesse	Livello al 30/11/2023	Variazione in pb ⁽¹⁾ su 1 mese	Variazione in pb ⁽¹⁾ nel 2023
3 mesi			
Eurozona	3,78%	-2	202
Stati Uniti	5,39%	-7	104
10 anni			
Eurozona	2,45%	-36	-12
Stati Uniti	4,33%	-60	45

(1) Punti base.

Fonte: Bloomberg, dati al 30/11/2023. 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