



Novembre 2023

# Monthly Macro Insights



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

Negli ultimi mesi la fiducia dei consumatori è tornata su livelli ancora bassi, mentre la fiducia delle imprese si è indebolita nella maggior parte dei Paesi. Tuttavia, gli investitori rimangono piuttosto ottimisti, in quanto prevedono una certa capacità di ripresa dell'economia globale in seguito alla fine della stretta monetaria.

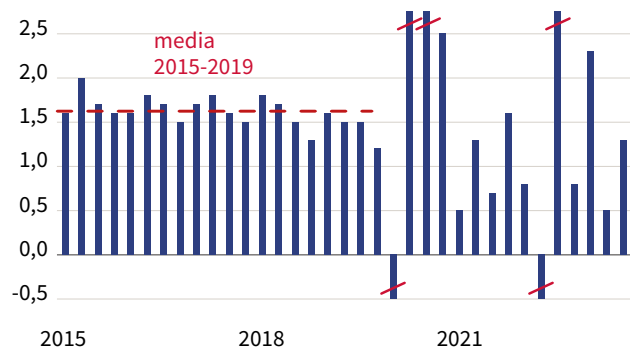
## Sempre più divergenze nel terzo trimestre

In Cina, il PIL è cresciuto dell'1,3% su base trimestrale (t/t), segnando un miglioramento rispetto al ritmo più debole dello 0,5% del secondo trimestre<sup>(1)</sup>. Tuttavia, questo ritmo rimane ben al di sotto della media pre-pandemia e il basso livello di inflazione, che negli ultimi mesi oscilla intorno allo 0%, suggerisce una domanda interna ancora molto fragile. Le autorità cinesi hanno recentemente deciso di emettere nuove obbligazioni per un valore di 1.000 miliardi di yuan<sup>(2)</sup> per finanziare alcuni progetti

infrastrutturali e stimolare così l'attività economica. In effetti, il PMI non manifatturiero è sceso a 50,6 in ottobre<sup>(3)</sup>, raggiungendo il livello più basso da quando il governo ha posto fine alla politica "zero-Covid" lo scorso anno. I prezzi di produzione e delle materie prime sono calati, così come l'indice PMI del settore manifatturiero, attestatosi a 49,5, alimentando il dibattito sui rischi di deflazione. Nel complesso, i dati preoccupanti all'inizio dell'ultimo trimestre suggeriscono una ripartenza economica ancora posticipata: potrebbero, pertanto, essere necessarie ulteriori riforme di stimolo fiscale e di espansione monetaria.

### Cina – PIL

in %, t/t



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

### Eurozona – Fiducia delle imprese

S&P Global Composite



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

(1) Fonte: Bloomberg, 31/10/2023.

(2) Fonte: Agence Xinhua, ottobre 2023.

(3) 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.

Il PIL dell'Eurozona si è contratto del -0,1% t/t<sup>(4)</sup> in un contesto di tassi di interesse sempre più elevati, di debolezza della domanda estera e di effetti persistenti dello shock dei prezzi dell'energia. Le crescite in Francia (0,1%), Spagna (0,3%) e Belgio (0,5%) sono state compensate dai cali dell'attività in Irlanda (-1,8%), Austria (-0,6%), Portogallo (-0,2%) e Germania (-0,1%), mentre la crescita italiana si è fermata dopo la forte contrazione registrata nel secondo trimestre.

## E la sovraperformance statunitense sarà messa alla prova

Il PIL statunitense è cresciuto dell'1,2% t/t (4,9% t/t annualizzato<sup>(5)</sup>), ad un ritmo più veloce dal 2021. Gli investimenti delle imprese sono diminuiti per la prima volta in due anni a causa del calo della spesa in conto capitale, così come le esportazioni nette; la domanda delle famiglie è, tuttavia, rimasta sorprendentemente resiliente, contribuendo, insieme alle riserve delle imprese e alla spesa pubblica, in modo significativo alla crescita.

Tuttavia, questa sovraperformance degli Stati Uniti è in gran parte dovuta a fattori temporanei. In primo luogo, negli ultimi due trimestri il contributo della spesa pubblica è stato due volte superiore rispetto alla media pre-pandemica, facendo raddoppiare il deficit di bilancio per sostenere la crescita. A causa dell'accordo sul tetto del debito di inizio anno e delle prossime decisioni di bilancio, attualmente sottoposti all'analisi del Congresso, probabilmente assisteremo ad un'inversione della recente tendenza.

In secondo luogo, gli investimenti residenziali hanno apportato un leggero contributo positivo alla crescita dopo essere diminuiti nel corso dei nove trimestri precedenti: con l'impennata dei tassi di interesse sui mutui, che hanno raggiunto il livello più alto da quasi 25 anni<sup>(5)</sup>, è molto probabile che il settore torni ad essere un freno alla crescita.

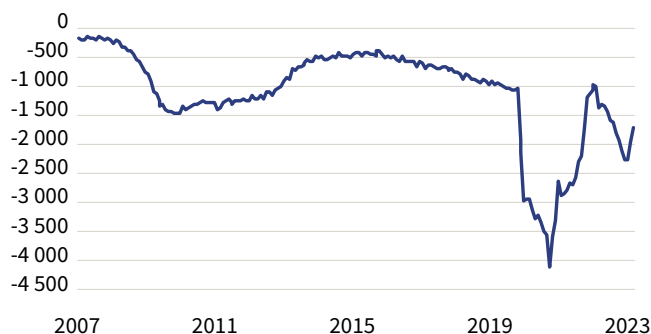
Infine, gli americani hanno continuato ad attingere ai propri risparmi per finanziare i consumi, facendo scendere il tasso di risparmio dal 5,2% ad un insostenibile 3,8%. La buona tenuta dei consumi è dovuta anche a eventi come i tour di Taylor Swift e Beyoncé e i film Barbie e Oppenheimer, che hanno temporaneamente dato un impulso alla spesa per l'intrattenimento. La resilienza dei consumatori sarà messa alla prova dall'aumento dei costi dei prestiti, da condizioni di credito più rigorose e dalla ripresa dei pagamenti dei prestiti agli studenti.

## L'aumento dei tassi sovrani preoccupa le banche centrali...

L'aumento dei tassi sovrani globali operato negli ultimi 18 mesi è destinato a concludersi con ciò che le banche centrali hanno tanto sostenuto: l'higher for longer, strategia che consiste nel mantenere tassi più elevati per un periodo di tempo più lungo. L'aumento dei tassi è anche causa di crescenti rischi associati alle finanze pubbliche e alla sostenibilità del debito, visto il conseguente aumento degli interessi. Inoltre, ci si aspetta un'inflazione sempre più volatile nei prossimi anni. In definitiva, gli investitori sembrano ora richiedere premi a termine più elevati.

### Stati Uniti – Saldo di bilancio

in miliardi di USD



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

### Stati Uniti – Tassi di interesse

in %, mutui



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

(4) Fonte: Eurostat, ottobre 2023.

(5) Fonte: U.S. Bureau of Economic Analysis, ottobre 2023.

Questa tendenza ha una serie di ripercussioni, soprattutto negli Stati Uniti. I rendimenti dei Treasury statunitensi sono il riferimento per determinare il costo dei prestiti per i finanziamenti a famiglie, imprese e governi statunitensi, e influenzano i tassi sui mutui e il funzionamento del mercato immobiliare. Hanno inoltre un impatto sulla stabilità delle istituzioni finanziarie e del sistema nel suo complesso, per via del forte legame tra il dollaro statunitense e le altre valute.

La Fed riconosce che l'attuale tasso di riferimento potrebbe non essere sufficientemente restrittivo per riportare l'inflazione verso l'obiettivo, tanto più considerando che l'aumento a sorpresa dell'indice del costo dell'occupazione, l'incremento delle offerte di lavoro e l'aumento dei prezzi degli immobili sono tutti fattori che potrebbero alimentare le pressioni inflazionistiche. Detto questo, pur avendo lasciato aperta la porta a un aumento del tasso di riferimento, il presidente della Fed Powell ha fatto intendere che l'inasprimento finanziario, e l'aumento dei tassi sovrani in particolare, peseranno sull'attività economica e quindi potrebbero rendere superflui ulteriori rialzi. Di conseguenza, i rendimenti obbligazionari sono scesi e i mercati azionari si sono ripresi, riflettendo l'ottimismo degli investitori riguardo alla volontà della Fed di orientarsi verso una politica monetaria meno restrittiva, il che ha avuto l'effetto di allentare le condizioni finanziarie.

Tuttavia, per avere un effetto sulla crescita e in ultima istanza sull'inflazione, l'inasprimento deve proseguire per qualche tempo. Paradossalmente, l'andamento dei mercati dopo l'intervento di Powell potrebbe costringere la Fed a riprendere con la sua campagna di rialzo dei tassi in un momento in cui la lotta contro l'inflazione è tutt'altro che conclusa

## ...ma l'inflazione richiede una vigilanza costante

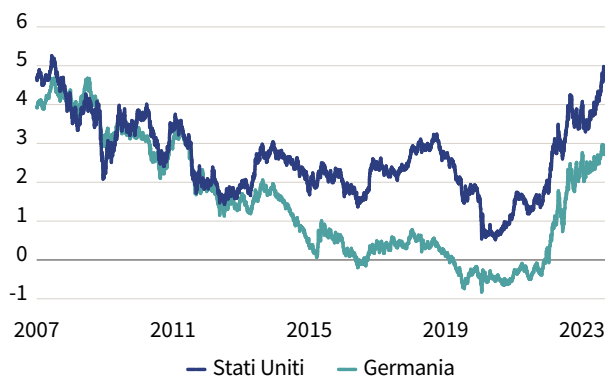
La maggior parte dei Paesi ha registrato un calo sostenuto dell'inflazione che, secondo le previsioni del consensus, potrebbe raggiungere il livello target prima del previsto.

Gran parte della disinflazione è dovuta al calo dei prezzi delle materie prime verso la fine del 2022, in particolare dell'energia, e al notevole miglioramento delle supply chain. L'inflazione core, tuttavia, resta persistentemente alta, con l'inflazione dei servizi che ha mostrato una tendenza molto graduale a scendere.

Inoltre, l'andamento dei prezzi delle materie prime rimane molto incerto. Le crescenti tensioni geopolitiche dall'inizio della crisi in Medio Oriente ricordano agli investitori la fragilità del calo dell'inflazione: la possibilità di un'escalation potrebbe spingere al rialzo i prezzi dell'energia e, più in generale, delle materie prime. Inoltre, fenomeni meteorologici estremi come El Niño<sup>(6)</sup> rappresentano un ulteriore fattore di rischio, in particolare per i prezzi dei prodotti alimentari. Sebbene gli shock dei prezzi delle materie prime siano generalmente ignorati dalle banche centrali, questa volta si dovrà agire con cautela in un contesto in cui l'inflazione è stata troppo alta per troppo tempo, aumentando il rischio di disancoraggio delle aspettative di inflazione.

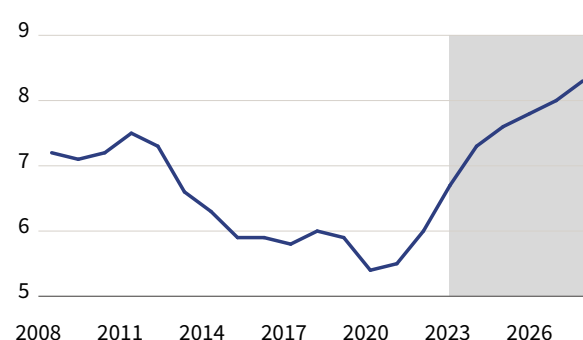
Completato il 3 Novembre 2023

### Mondo – Tassi sovrani in %, 10 anni



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

### Economie avanzate – Pagamenti di interessi in % delle entrate pubbliche



Fonti: FMI, Rothschild & Co Asset Management, Novembre 2023.

(6) El Niño è la conseguenza di una perturbazione atmosferica nell'Oceano Pacifico, tra le coste del Perù e l'Oceania. Si verifica ogni due-sette anni in risposta all'accumulo di calore in eccesso nelle acque dei tropici e dura da sette a dodici mesi.

# Performance degli indici e livelli dei tassi di interesse

|                          | Prezzo al 31/10/2023 | Variazione su 1 mese | Variazione nel 2023 |
|--------------------------|----------------------|----------------------|---------------------|
| <b> Mercati azionari</b> |                      |                      |                     |
| CAC 40                   | 6 886                | -3,5%                | 6,4%                |
| Euro Stoxx 50            | 4 061                | -2,7%                | 7,0%                |
| S&P 500                  | 4 194                | -2,2%                | 9,8%                |
| Nikkei 225               | 30 859               | -3,1%                | 18,3%               |
| <b>Valute</b>            |                      |                      |                     |
| EUR/USD                  | 1,06                 | 0,0%                 | -1,1%               |
| EUR/JPY                  | 160,41               | 1,6%                 | 14,2%               |

| Tassi di interesse | Livello al 31/10/2023 | Variazione in pb <sup>(1)</sup> su 1 mese | Variazione in pb <sup>(1)</sup> nel 2023 |
|--------------------|-----------------------|-------------------------------------------|------------------------------------------|
| <b>3 mesi</b>      |                       |                                           |                                          |
| Eurozona           | 3,80%                 | -2                                        | 204                                      |
| Stati Uniti        | 5,46%                 | 2                                         | 112                                      |
| <b>10 anni</b>     |                       |                                           |                                          |
| Eurozona           | 2,81%                 | -3                                        | 24                                       |
| Stati Uniti        | 4,93%                 | 36                                        | 106                                      |

(1) Punti base.  
Fonte: Bloomberg, dati al 31/10/2023. 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](http://am.eu.rothschildandco.com)

 **Rothschild & Co**  
Asset Management