



L'economia USA avanza ad alta quota e bassa inflazione. E con i nuovi segnali positivi in Europa (Italia e Spagna) si fa meno urgente la riduzione dei tassi.

In sintesi

- **L'economia mondiale non ha ancora pienamente recuperato gli effetti della pandemia** e si sta arrampicando per raggiungere i livelli che avrebbe raggiunto senza di essa.
- **Fanno eccezione gli Stati Uniti**, dove l'unico indicatore ancora al di sotto è il tasso di partecipazione al lavoro.
- L'economia statunitense continua ad avanzare a un passo molto rapido, **ma l'inflazione è scesa al limite fissato dalla FED: così l'atterraggio è già avvenuto.**
- **A tirare la domanda interna americana sono i consumi e la spesa pubblica**, ma anche gli investimenti non residenziali.
- **Occupazione e salari reali in aumento continueranno ad alimentare la spesa delle famiglie.**
- **Segnali positivi dal resto del mondo**, con gli ordini che sono tornati ad aumentare.
- **Le basse commesse**, invece, **preoccupano le imprese manifatturiere europee.**
- **I tassi scenderanno** per evitare una stretta eccessiva. **Le Borse lievitano.**

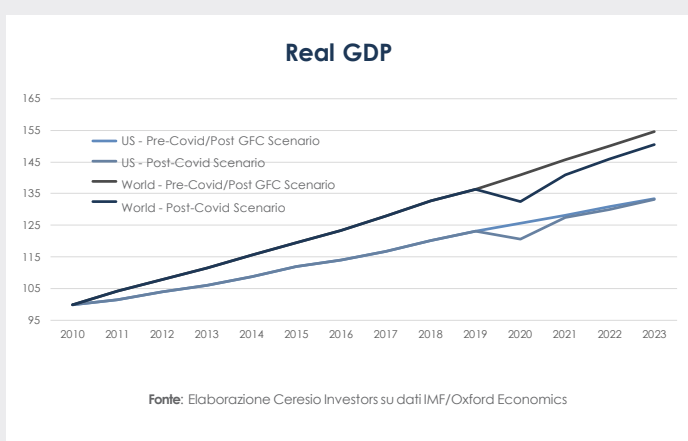
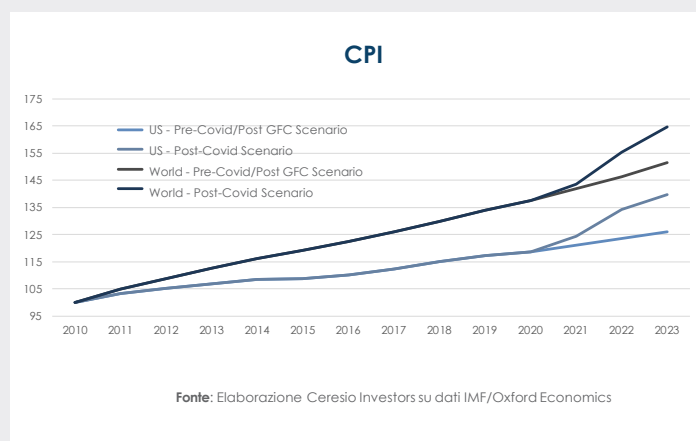
2024: si riconfermerà l'eccezionalismo degli Stati Uniti?

Negli ultimi tre anni, l'economia mondiale ha dovuto affrontare grandi shock e, nonostante i rassicuranti segnali di tenuta dell'attività economica ed i progressi nella riduzione dell'inflazione, ci troviamo in realtà su un sentiero di crescita inferiore a quello pre-pandemia, raggiunto con più inflazione, tassi di interesse ben più elevati e maggiore volatilità rispetto alla situazione di partenza.

Il buco aperto dalla pandemia non è ancora stato chiuso (e non è detto che lo sarà), quindi l'economia globale più che essere in fase di "atterraggio", morbido o duro che sia, è in realtà ancora impegnata in un'arrampicata, in uscita dalla voragine in cui era precipitata nel 2020.

Questo è vero ovunque eccetto che negli Stati Uniti, unica tra le grandi economie il cui PIL reale è oggi esattamente dove si sarebbe trovato se tutto fosse proceduto linearmente, senza shock pandemici. Certo, tutto costa circa il 10% in più rispetto a quanto sarebbe costato senza Covid e guerra/e scoppiate nel frattempo, ma questo purtroppo vale anche per economie che registrano un livello di produzione e consumi ancora inferiore al loro potenziale.

L'economia statunitense continua a beneficiare di una straordinaria tenuta dei consumi, che nonostante le molteplici verosimili ragioni per cui dovrebbero rallentare dai torridi ritmi di crescita del 2023 (esaurimento dei risparmi pandemici, aumento del costo del debito e restrizione dell'accesso al credito...) continuano a sorprendere al rialzo previsioni già solide. Ci sono le condizioni perché ciò si confermi anche nel corso del 2024?



In USA atterraggio avvenuto...

Soffice, violento, soffice... Per mesi economisti e mercati hanno sfogliato la margherita della congiuntura economica USA per capire come sarebbe stato l'atterraggio pilotato dalla FED per arrivare su un sentiero di crescita non inflazionistica.

Ora scopriamo che la manovra si è già conclusa con successo, ossia senza che la riduzione dell'inflazione abbia causato recessione, né un doloroso aumento della disoccupazione. Infatti, la dinamica dei prezzi al consumo, nella misura preferita dalla FED (deflatore dei consumi personali core), viaggia sotto il 2% da sei mesi (aumento annualizzato su 6 mesi 1,9% - su 3 mesi, 1,5%). Un indicatore alternativo e molto seguito di "vera inflazione" (trueflation) è addirittura sceso a febbraio 2024 a meno dell'1,4% annuo, tutto compreso. Nel mentre l'economia ha accelerato il passo e ha inanellato due trimestri di crescita più che robusta: 4,9% nel terzo e 3,3% nel quarto 2023; con le prime stime per il primo 2024 al 3,4% (Grafico 1).

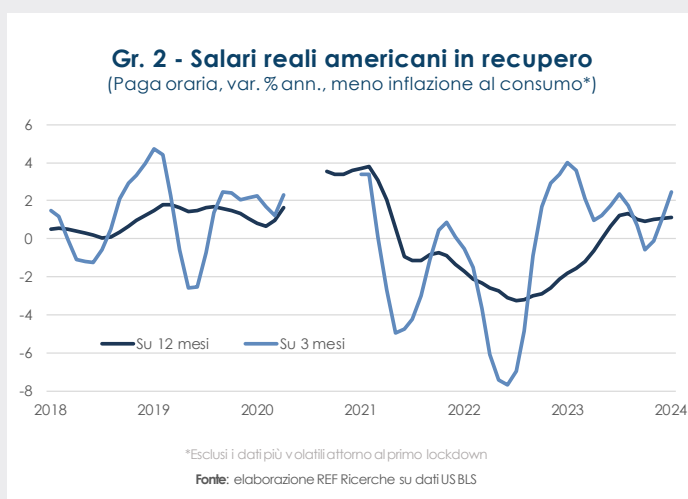
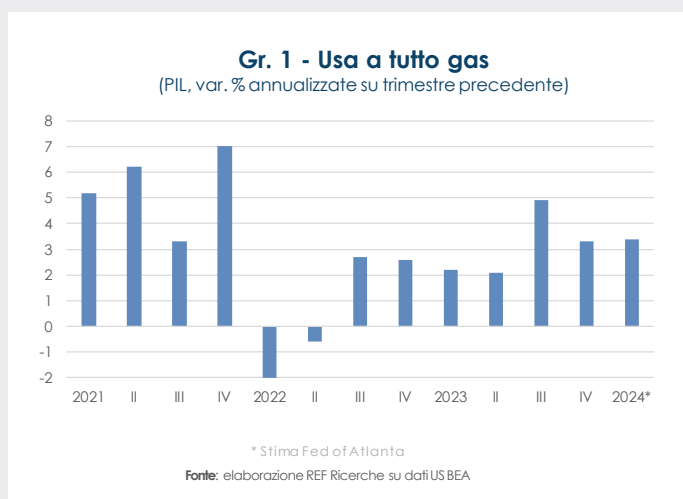
...con i consumi che spingono la crescita

Qual è la forza principale dietro tale aumento? La velocità è troppo elevata per essere sostenibile? La spinta viene soprattutto

dai consumi, che spiegano quasi la metà dell'aumento del PIL. Un altro quinto origina dalla spesa pubblica, equamente diviso tra corrente e capitale. E un decimo dagli investimenti diversi dalle abitazioni. Le prime due componenti continueranno a marciare: i consumi sono alimentati dall'inarrestabile avanzata dell'occupazione, che viene tirata su dall'elevato numero di posti vacanti (1,44 volte i disoccupati) e dai guadagni salariali ancora robusti, ora anche in termini reali (Grafico 2).

Lunga vita all'espansione americana

Ci sono, quindi, ottime premesse perché la locomotiva a stelle e strisce continui a marciare a pieno ritmo, grazie a consumatori più ricchi (in termini di reddito) e contenti (la fiducia è salita molto). E dai programmi di investimento sia pubblici che privati, questi ultimi sospinti dai sussidi generosi dell'Inflation Reduction Act. Ma è un ritmo che può durare? In effetti, il potenziale di crescita americano è attorno al 2%, inferiore a quanto sta performando in questo periodo. E in effetti, l'esuberanza è osservabile anche dal dimezzamento del tasso di risparmio rispetto a prima del 2020. D'altra parte, c'è ancora un ampio tesoretto accumulato quando non si poteva spendere per i divieti sanitari. Dunque, gli Stati Uniti hanno ancora gambe e fiato per continuare a correre.



Nel mondo si risvegliano gli ordini

Le statistiche congiunturali delle prime settimane del 2024 ci hanno portato altre buone notizie un po' da tutto il mondo. Infatti, si è osservato un generalizzato miglioramento dell'attività e il rafforzamento della dinamica degli ordini (Grafico 3), pur permanendo le differenze settoriali (manifatturiero ancora in difficoltà) e geografiche (Euroarea zavorrata da Francia e Germania). Ma il movimento di ripresa appare più corale e questo lascia intravedere l'irrobustimento del tasso di crescita mondiale e correzione al rialzo delle previsioni.

L'Italia Giano bifronte

Per quanto riguarda l'economia italiana, anche qui l'aumento degli occupati continua ad alimentare potere d'acquisto, fiducia e spesa delle famiglie. Anzi, la creazione di nuovi posti di lavoro nell'ultimo triennio non ha nulla da invidiare a quella portentosa degli Stati Uniti (Grafico 4).

Dall'altro lato, le imprese manifatturiere italiane stanno soffrendo l'assenza di ordini al pari di quelle dell'area euro, e in ciò quindi l'Italia è una sorta di Giano della congiuntura, con il volto americano per il lavoro e quello europeo per la visibilità della produzione (Grafico 5).

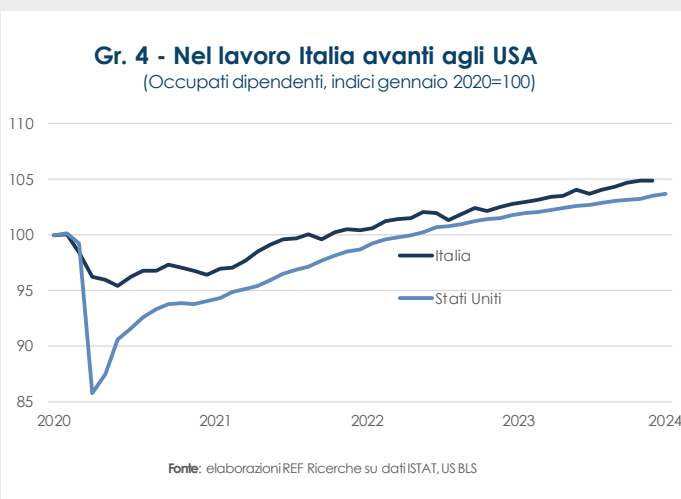
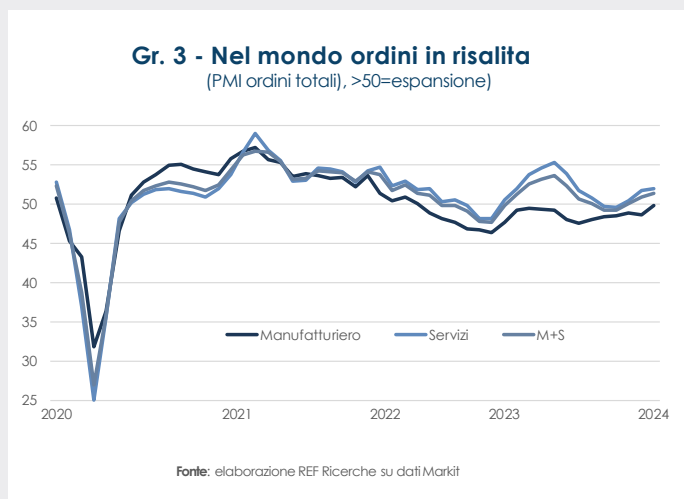
In sostanza, il quadro economico sul fronte reale mostra: forte crescita americana destinata a proseguire; risveglio dell'attività che si diffonde in Asia, anche in Cina; perdurante debolezza europea a causa di Francia e Germania; resistenza della domanda aggregata alla stretta monetaria.

Disinflazione "Adelante con juicio"

La temperatura dei prezzi al consumo continua a calare. E solo la prudenza delle Banche



Fonte: Dagoberto Bellucci, Arianna Editrice (2017)



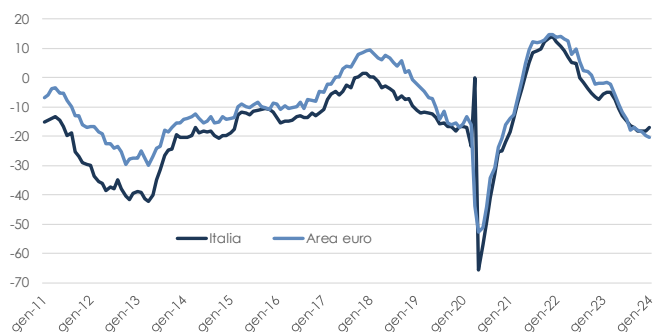
centrali impedisce di dichiarare vittoria. In effetti, rimane un rischio residuo nella dinamica del costo del lavoro. Infatti, la corsa delle retribuzioni non è tornata ai livelli pre-pandemici. Ma non è nemmeno necessario che vi torni. Mentre l'andamento delle quotazioni delle materie prime continua a essere benevolo al raffreddamento del costo della vita (Grafico 6).

La chiave, quindi, per il consolidamento dei successi dell'inflazione è nella fonte interna di aumento dei prezzi, quindi, costo del lavoro e margini di profitto. Il primo, inoltre, è di gran lunga la determinante principale per la determinazione dei listini dei servizi, che compongono la gran parte dell'inflazione core. Non a caso quest'ultima ha accelerato di meno

e ora sta decelerando più lentamente, ed è la sorvegliata speciale dei banchieri centrali, proprio perché è prevalentemente fatta in casa (Grafico 7).

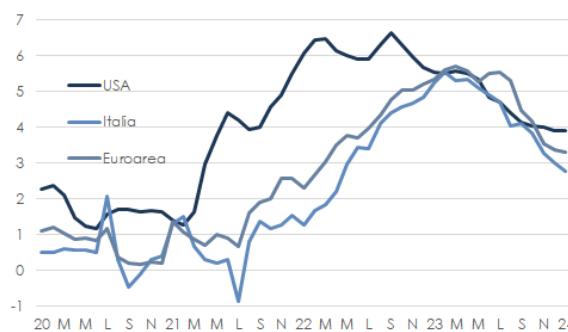
Ecco perché sia la FED sia la BCE guardano ai segnali che vengono dal mercato del lavoro per capire se e quando iniziare ad allentare la stretta monetaria. E l'indicatore sintetico principale rimangono le retribuzioni. Ci sono forti differenze istituzionali e statistiche che rendono difficile fare confronti sulle due sponde dell'Atlantico, ma un dato comune è disponibile: i salari offerti per le nuove assunzioni, che in USA e nell'Euroarea stanno rallentando (Grafico 8).

Gr. 5 - Italia: ordini fiacchi à la europea
(Manifatturiero, giudizi imprese sul livello, saldo risposte)



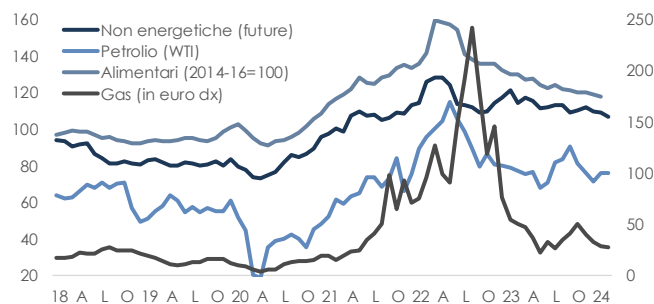
Fonte: elaborazioni REF Ricerche su dati EUROSTAT

Gr. 7 - L'inflazione core cala adagio
(Var. % su 12 mesi)



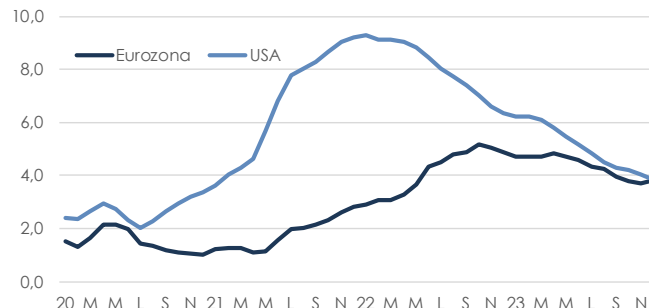
Fonte: elaborazioni REF Ricerche su dati EUROSTAT

Gr. 6 - Materie prime calme
(Livelli, prezzi e indici in US\$)



Fonte: elaborazioni REF Ricerche su dati Datastream

Gr. 8 - Salari in frenata
(Var. % annua, salari offerti)



Fonte: elaborazioni REF Ricerche su dati InDeed

Perciò la riduzione dei tassi è in arrivo, sebbene meno rapidamente di quanto scontino i mercati.

Borse più su e tassi pure: la strana coppia

Nel biennio 2022-2023 i tassi e le azioni si sono mossi secondo la relazione canonica: in direzione opposta. Perché a dare il la erano le attese di rincaro del costo del denaro che innescava paure di recessione. Oppure le attese di fine dei rialzi e imminenti ribassi dei tassi da parte delle Banche centrali. Dall'inizio del 2024, invece, i prezzi dei bond sono calati (che significa rendimenti più elevati) mentre quelli delle azioni sono aumentati.

Alla base c'è stata la constatazione che il rischio di recessione è sparito dai radar, proprio per l'ottima salute dell'economia statunitense e i progressi di quelle europee e asiatiche. Da qui a scontare un ritardo nell'abbassamento del costo del denaro a breve e incorporare ciò in maggiori rendimenti a lunga il passo è breve. Nei corsi azionari, però, ora fa premio il fatto che gli utili continueranno ad aumentare.

Tuttavia, il combinato disposto tra maggiori tassi di mercato e minore inflazione, presente e attesa, si traduce in una maggiore stretta monetaria (Grafico 9). Che potrebbe andare oltre il

desiderabile da parte dei banchieri centrali stessi, specie se la diminuzione dell'inflazione dovesse riservare sorprese positive.

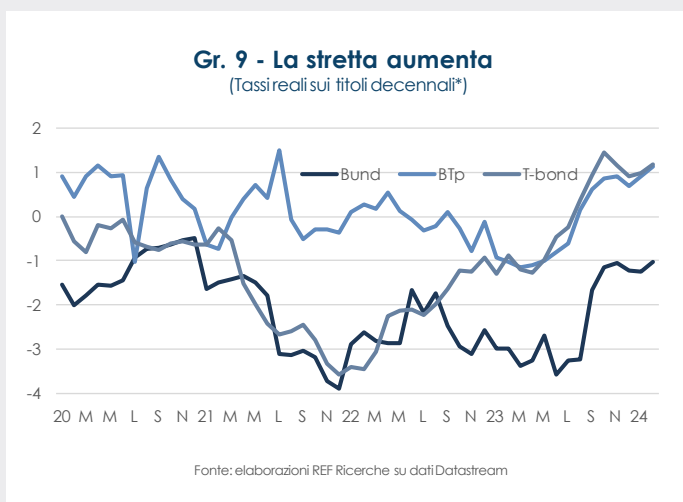
In ogni caso, se non altro i progressi sul fronte dell'inflazione hanno fatto definitivamente togliere alle Banche centrali il dito dal grilletto di nuovi possibili rialzi. E questo era il primo passo obbligato per poi passare a discutere di quanto e quanto abbassare i tassi. Discussione che è già ben avviata e che vede il solito confronto tra falchi e colombe sia di qua sia di là dell'Oceano. Copione già visto. E nel quale gioca un ruolo importante anche l'altro strumento usato in questa fase per togliere benzina monetaria all'economia: la riduzione dei bilanci delle Banche centrali con il mancato rinnovo dei titoli in scadenza, a un ritmo che è parecchio deciso.

Finora la manovra monetaria nel complesso, per disegno o accidente (o per entrambi) come avrebbe detto Keynes, si sta rivelando un successo. Forse non è il caso di essere troppo audaci nello sfidare la dea bendata attendendo troppo a lungo ad avviare l'allentamento. E non è escluso che questa considerazione faccia già capolino nelle riunioni periodiche dei comitati di politica monetaria. Un giugno appare un buon mese per partire.

Naturalmente il nuovo scenario ha avuto effetti sui tassi di cambio, con il dollaro statunitense che trae beneficio dalla forza della sua economia. Pur rimanendo entro la banda di oscillazione 1,05.1,10 contro euro che ha inaugurato un anno fa.

E le quotazioni azionarie lievitano

Quelle che non stanno dentro nessuna banda e che segnano nuovi record, assoluti o relativi, sono le azioni. Per alcuni le loro quotazioni sono molto tirate e si paventa una riedizione della bolla della fine degli anni Novanta del secolo



scorso. La differenza con allora è che gli acquisti andavano in ogni direzione, senza distinguere il grano dal loglio, anche perché allora non era possibile distinguerli. Oggi gli acquisti si concentrano su pochi titoli che hanno elevati tassi di crescita e distribuiscono lauti dividendi: una sorta di mix tra azioni value e azioni growth. Prima o poi anche la loro corsa finirà, se non altro perché le loro società non possono occupare tutta l'economia. Ma questa è un'altra storia e tema di una futura analisi.



Avvertenze Importanti

Il presente documento è stato preparato da REF Ricerche S.r.L. per Ceresio Investors, per tale intendendosi Banca del Ceresio e le sue controllate; è reso disponibile a mero fine informativo sul sito www.ceresioinvestors.com da Banca del Ceresio e da Ceresio SIM S.p.A. Esso non costituisce in nessun caso ricerca in materia di investimenti, offerta al pubblico di prodotti finanziari ovvero promozione di servizi e/o attività di investimento; non è destinato alla distribuzione, pubblicazione o utilizzo in qualsiasi giurisdizione in cui tale distribuzione, pubblicazione o utilizzo sarebbe illegale, né è rivolto a qualsiasi persona o entità a cui sarebbe illegittimo indirizzare tale documento. Il contenuto del documento riflette unicamente l'opinione dell'autore alla data della sua predisposizione. Ceresio Investors non ha verificato in via indipendente i dati contenuti nel documento e non si assume alcuna responsabilità in merito all'esattezza, completezza e attualità dei dati e delle informazioni nello stesso contenuti ovvero presenti sulle pubblicazioni utilizzate ai fini della sua predisposizione e declina ogni responsabilità per errori od omissioni. I dati in esso eventualmente riportati si riferiscono al passato: i risultati passati non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati futuri. Ceresio Investors non potrà essere ritenuto responsabile, in tutto o in parte, per i danni (inclusi, a titolo meramente esemplificativo, il danno per perdita o mancato guadagno, interruzione dell'attività, perdita di informazioni o altre perdite economiche di qualunque natura) derivanti dall'uso, in qualsiasi forma e per qualsiasi finalità, dei dati e delle informazioni presenti nella presente pubblicazione. Il presente documento non può essere, nemmeno parzialmente, riprodotto, trasmesso o usato a qualsiasi scopo senza il preventivo consenso scritto di Ceresio Investors.

Qualora desideri ricevere via e-mail le prossime Newsletter Le chiediamo gentilmente di inviare una richiesta agli indirizzi di posta elettronica di seguito elencati:

CONTATTI:

Banca del Ceresio SA
Via della Posta 7
6901 Lugano – Svizzera
Tel.: +41 (0)91 923 84 22
info.bdc@ceresioinvestors.com

Ceresio SIM - Global Selection SGR - Eurofinleading Fiduciaria
Via Tamburini 13
20123 Milano (MI)
Tel.: +39 02 3037 7351
info.sim@ceresioinvestors.com