

*Anima***Research**

OUTLOOK
Secondo semestre 2023

Colpi di coda

Colpi di coda

Overview

A fine dicembre, riflettendo sui trend registrati nel 2022, avevamo sottolineato come la resilienza della crescita, la vischiosità dell'inflazione e la solitudine delle banche centrali nella battaglia per ripristinare la stabilità dei prezzi avessero avuto un ruolo cruciale nel plasmare le dinamiche di mercato. Il nostro scenario centrale prevedeva un indebolimento dell'attività economica e dell'inflazione nel 2023, ma con rischi orientati nella stessa direzione rispetto ai trimestri precedenti: che la crescita si rivelasse più solida del previsto, e le pressioni sui prezzi si allentassero più lentamente. Così è stato.

Negli Stati Uniti, l'attività economica è stata sostenuta dalla forza dei consumi, complici le dinamiche molto costruttive nel mondo del lavoro, gli ampi risparmi accumulati durante la crisi Covid e il perdurante desiderio di "rivalsa" dopo le restrizioni pandemiche; sviluppi costruttivi sono emersi anche nel settore immobiliare, e, più di recente e in via preliminare, nel comparto manifatturiero, che resta in contrazione ma potrebbe essere vicino a una stabilizzazione. La resilienza dovrebbe estendersi fino all'autunno, per poi lasciare spazio a una recessione, lieve e di breve durata; i rischi sono orientati al rialzo: con il meccanismo di trasmissione della politica monetaria meno potente che in passato, la contrazione potrebbe anche essere posticipata al 2024. In Area Euro, si sta assistendo a un delicato processo di bilanciamento fra forze di segno opposto: da una parte, la resilienza del settore dei servizi e la robustezza del turismo; dall'altra parte, l'indebolimento del settore manifatturiero e la stretta creditizia. Nel complesso, l'attività economica dovrebbe restare stagnante nei prossimi mesi, per poi sperimentare una recessione, non severa, nel quarto trimestre. In Cina, la fase di maggior slancio del processo di riapertura si è conclusa rapidamente e le prospettive per la crescita si sono deteriorate in modo sostanziale, sotto il peso di una combinazione tossica di sfide cicliche e strutturali; le autorità sono al lavoro per potenziare gli stimoli, ma il livello di scetticismo intorno a portata ed efficacia del sostegno che sarà offerto è molto alto, e ci aspettiamo che il PIL si espanda a un ritmo non superiore al potenziale nel secondo semestre.

Le dinamiche dell'inflazione nei paesi sviluppati sono state intrinsecamente legate a quella della crescita. Gli effetti base positivi e il calo delle quotazioni delle materie prime hanno spinto gli indici headline su livelli significativamente più bassi rispetto ai picchi registrati nel 2022, ma i progressi a livello core sono rimasti scarsi e incerti. In particolare, i prezzi dei beni di base stanno scendendo, grazie alla normalizzazione delle catene produttive e a una domanda di beni da parte dei consumatori che



Fabio Fois

**Head of Investment
Research & Advisory**
fabio.fois@animasgr.it
+39 02 80638572

mostra segni di rallentamento, ma le pressioni sui prezzi dei servizi si confermano più vischiose e le prospettive non sono molto incoraggianti: negli Stati Uniti non ci sono evidenze di una decelerazione sostenuta dei salari, mentre in Area Euro la domanda stagionale di viaggi e attività ricreative potrebbe generare tensioni per tutto il terzo trimestre. In Cina, l'inflazione si è rivelata più debole del previsto e le pressioni dovrebbero intensificarsi solo gradualmente nei prossimi mesi.

Gli sviluppi macro registrati hanno costretto le autorità monetarie a mantenere alta la guardia nella lotta contro l'inflazione, complici le evidenze di un impatto limitato delle turbolenze scoppiate a marzo sulle politiche creditizie delle banche, in particolare negli Stati Uniti. Ci aspettiamo che Fed e BCE prolunghino la stretta durante l'estate alzando i tassi di 25bp a luglio e settembre, e conservino un approccio restrittivo anche in seguito se i dati lo giustificheranno.

Come a dicembre, a livello macro i rischi rimangono gli stessi, nei protagonisti e nelle dinamiche: che l'inflazione scenda meno del previsto, e la crescita si riveli più solida delle attese.

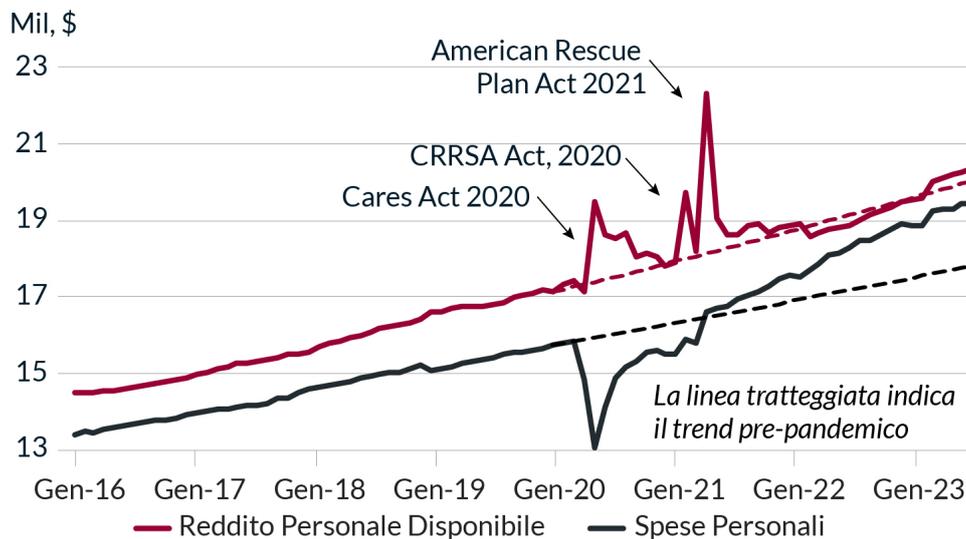
CRESCITA

Disomogenea, ma nel complesso ancora resiliente

Negli **Stati Uniti**, la resilienza della crescita che illustravamo a dicembre scorso ha continuato a dispiegarsi per tutta la prima metà dell'anno, come ben illustrato dalla recente revisione al rialzo del dato di crescita del PIL nel primo trimestre: da 1.3% t/t della prima stima a 2.0% t/t della terza. La crescita americana, quindi, ha rallentato, da 2.6% nel quarto trimestre 2022 a 2.0%, ma meno di quanto si pensava. E il segnale che emerge dal flusso di dati macro relativo al secondo trimestre è lo stesso: l'economia perde colpi, ma molto lentamente, in quanto le famiglie continuano ad avere intenzione e modo di consumare (**Grafico 1**).

GRAFICO 1

Reddito personale e spesa sono in avanzamento

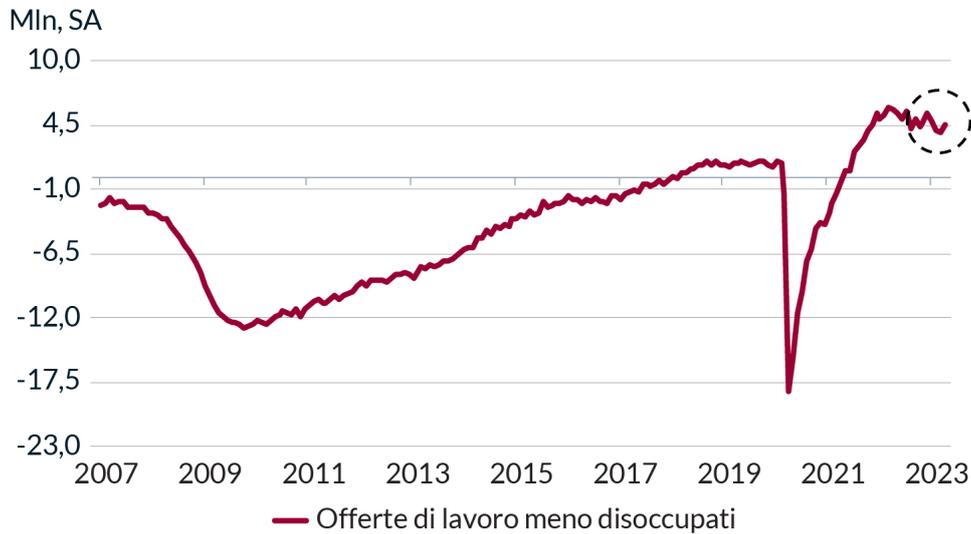


Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

La spesa per consumi, che ha sorpreso al rialzo in aprile, a maggio è rimasta invariata, ma più per una frenata delle vendite di beni che per un indebolimento dei servizi, ancora vivaci. Il mercato del lavoro rimane solido, con la creazione di nuovi posti di lavoro che si conferma sopra i livelli pre-COVID (a 317 mila vs 192 mila) per effetto di una domanda di lavoro che continua a eccedere l'offerta (**Grafico 2**); da notare, a tal proposito, che perfino il settore edilizio, che a inizio anno sembrava dover essere il primo a capitolare sotto il peso della politica restrittiva della Fed, ha registrato a maggio un aumento degli occupati.

GRAFICO 2

Negli Stati Uniti la domanda di lavoro continua ad eccedere l'offerta

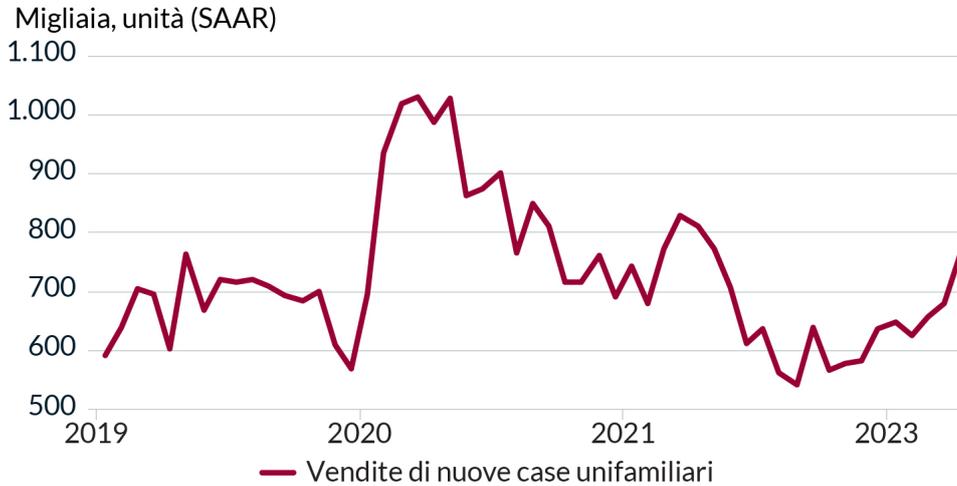


Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

Un altro motivo della resilienza dell'economia americana va rintracciato nel superamento della crisi del settore bancario dopo il fallimento di SVB. Quell'episodio aveva inizialmente alimentato il timore di una crisi finanziaria in grado di precipitare velocemente l'economia americana in recessione; tuttavia, mesi di evidenza ci inducono ormai pensare che nuovi fenomeni acuti di stress finanziario siano improbabili, mentre il restringimento delle condizioni finanziarie indotto dal ciclo di rialzi della Fed continuerà ad agire rallentando la crescita, ma senza effetti traumatici sul sistema: i dati settimanali sui prestiti testimoniano che il settore bancario non ha chiuso i cordoni della borsa, ma sta continuando a erogare liquidità, perfino al settore immobiliare. Su quest'ultimo fronte, i dati più recenti mostrano che le vendite di nuove case hanno ripreso vigore e si attestano su livelli superiori del 25% rispetto ai minimi di settembre (**Grafico 3**), mentre il mercato immobiliare secondario si è stabilizzato; questa eccezionale resilienza di fronte a un ciclo monetario così restrittivo potrebbe essere spiegata dal fatto che la percentuale di famiglie esposte su mutui a tasso variabile è crollata al 9% dal 37% del 2007, attenuando l'impatto del processo di rialzo dei tassi sui bilanci dei consumatori.

GRAFICO 3

Il mercato residenziale negli Stati Uniti si sta riprendendo



Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

In questo contesto, riteniamo che la probabilità che una recessione si materializzi entro la fine dell'anno sia minore di quanto ipotizzavamo sei mesi fa, grazie alla combinazione fra uno stock di risparmi delle famiglie ancora ampio, e un mercato del lavoro che rimane solido, a dispetto di tutto. Ci aspettiamo quindi che l'economia americana si confermi resiliente fino all'autunno, per poi sperimentare una recessione modesta e di breve durata solo verso la fine dell'anno. Il PIL dovrebbe espandersi ad un ritmo dell'1.8% in termini di tasso destagionalizzato annuo, dunque solo in leggero rallentamento rispetto al 2.0% del 2022. Non escludiamo però che l'economia americana possa dimostrarsi anche più robusta e non attraversare una fase recessiva per tutta la restante parte dell'anno.

CRESCITA IN USA, AREA EURO E CINA

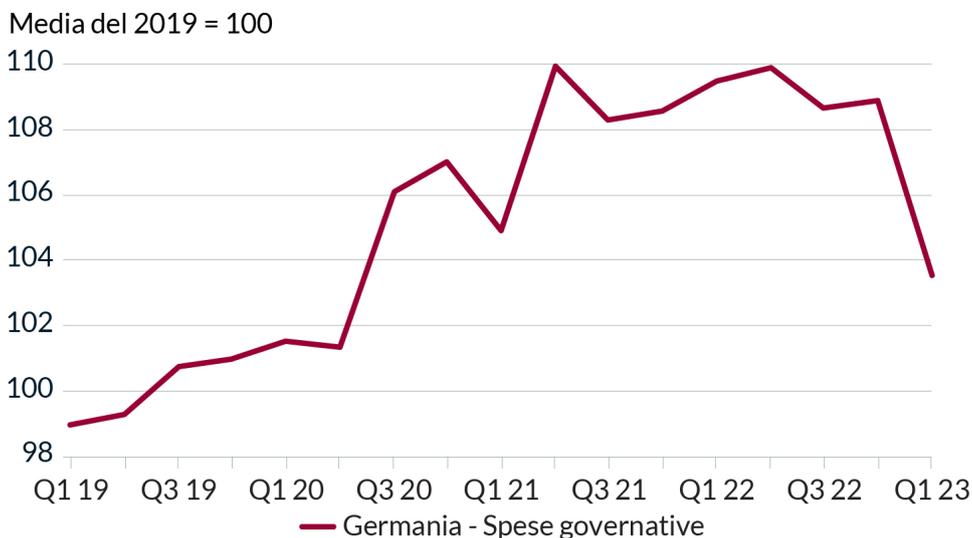
Crescita	Stati Uniti	Area Euro	Cina
	t/t %, SAAR	t/t %	a/a %
Q3 22	2.9	1.3	3.9
Q4 22	2.0	0.1	2.9
2022	2.0	3.4	3.0
Q1 23	2.0	-0,1	4.5
Q2 23	1.8	0,1	5.5
Q3 23	0.8	0,1	5.5
Q4 23	-0.4	-0,3	5.5
2023	1.8	0.3	5.3
2024	0.5	0.4	5.0

Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

Rispetto agli Stati Uniti, l'Area Euro sta ancora smaltendo le conseguenze dello scoppio della guerra russo-ucraina, a cui si sta ora sommando il ciclo di restringimento monetario della BCE. A cavallo tra quarto trimestre 2022 e primo trimestre 2023, l'economia dell'Eurozona ha registrato due trimestri di crescita a -0.1% q/q, una recessione tecnica quindi, per effetto della contrazione della domanda interna. Dopo aver assorbito per mesi lo shock esogeno prodotto dalla guerra, durante l'inverno le famiglie hanno tirato la cinghia e i consumi privati sono scesi; anche la spesa pubblica corrente ha corretto, sulla scorta della rimozione di tutta una serie di misure di supporto varate con il COVID (soprattutto in Germania) (**Grafico 4**).

GRAFICO 4

La fine del COVID ha ridotto i consumi pubblici, specie in Germania



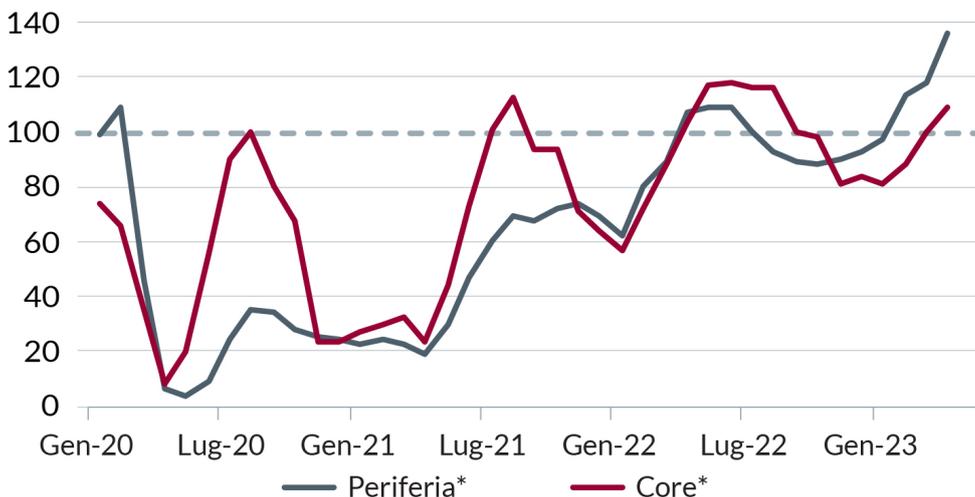
Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

In primavera, il quadro congiunturale dell'area ha complessivamente retto, suggerendo che la crescita, sebbene anemica, dovrebbe tenere fino al prossimo inverno. A nostro avviso, si sta assistendo a un delicato processo di bilanciamento di forze relative: manifatturiero/servizi e centro/periferia. Il manifatturiero rimane chiaramente l'anello debole: la Germania è l'epicentro geografico della debolezza, con il PMI manifatturiero in ampio e continuo calo da gennaio, ma il settore arranca anche in Francia, benché in misura inferiore, mentre Italia e Spagna stanno mostrando segnali di cedimento solo da aprile. I servizi, al contrario, tengono un po' dappertutto e stanno iniziando a rallentare in termini aggregati solo da giugno. Questo ci induce a pensare che per tutta l'estate una stagione turistica molto favorevole, soprattutto nei paesi della periferia, dovrebbe più che compensare l'indebolimento del manifatturiero e garantire al suddetto bilanciamento di forze un risultato positivo, tenendo a galla la crescita (**Grafico 5**).

GRAFICO 5

Si prospetta una forte stagione turistica, soprattutto per i paesi periferici

Pernottamenti, 2019=100



*Core = GER, FR

*Periferia = IT, SP, GR, PR

Per la Grecia usato il tot. degli arrivi

Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

Nel complesso, il PIL dovrebbe espandersi a un ritmo assai modesto nel 2023 (0.3%, a fronte di un 3.4% nel 2022), e chiudere l'anno nuovamente in contrazione. I fattori di rischio sembrano abbastanza bilanciati e la variabile critica che deciderà le sorti della recessione dell'Area Euro potrebbe essere in ultima analisi la politica monetaria.

In Asia, il processo di riapertura della **Cina** nel corso del primo trimestre si è sviluppato in linea con le nostre aspettative, con un rimbalzo molto forte dei consumi, che hanno trainato la crescita, un settore immobiliare che finalmente ha mostrato i primi segni di recupero dopo un 2022 difficile e le esportazioni che si sono rivelate più forti delle attese; ne è derivata una forte accelerazione della crescita, dal 2.9% a/a di fine 2022 al 4.5% a/a del primo trimestre. Tuttavia, tra aprile e maggio il *momentum* sequenziale della crescita ha iniziato in modo inatteso a perdere slancio. Il commercio internazionale si è indebolito a maggio, nonostante il supporto offerto dal deprezzamento della divisa, con l'export che ha virato in territorio negativo in termini annui per effetto della contrazione delle esportazioni di auto; la produzione industriale ha rallentato, con gli indicatori PMI che sfiorano il livello di 50 che separa espansione e contrazione dell'attività. Inaspettatamente, anche i consumi hanno perso vigore, registrando a maggio il primo rallentamento della spesa per servizi da inizio anno; si tratta, a nostro avviso, di un campanello d'allarme importante: se anche il più vivace dei comparti economici perde spunto in un contesto di

riaperture dopo due anni di lockdown, il rischio è che i livelli di fiducia degli operatori economici non siano sufficientemente forti da mantenere la crescita sopra il potenziale nella restante parte dell'anno. Da ultimo, nonostante l'ampio stimolo fiscale e monetario già ricevuto, anche le sorti del comparto residenziale sembrano nuovamente incerte: i prezzi delle case hanno smesso di aumentare, i tassi di completamento delle strutture esistenti sono in stallo e le vendite di case in calo. Rispetto a questo scenario, pensiamo che un nuovo pacchetto di stimoli fiscali e monetari siano inevitabili, ma le autorità saranno prudenti e non replicheranno il copione del 2008, quando vararono un piano di supporto di oltre mille miliardi di dollari; l'annuncio potrebbe arrivare dopo il Politburo di luglio. Nel complesso, rimaniamo costruttivi sul gigante asiatico, dal momento che la Cina sta comunque attraversando una fase iniziale del ciclo economico, a differenza di Stati Uniti ed Area Euro, ma ci aspettiamo un ritmo di espansione nella seconda metà dell'anno non superiore al potenziale (5.0-5.5%), con il supporto di ulteriore stimolo fiscale e monetario.

INFLAZIONE

Prezzi core vischiosi nelle principali economie avanzate

L'inflazione globale, esplosa oltre ogni previsione dopo lo scoppio della guerra russo-ucraina, continua a rimanere un driver cruciale, sebbene pensiamo che il peggio sia alle spalle, specie nei paesi sviluppati.

INFLAZIONE IN USA, AREA EURO E CINA

Inflazione primaria	Stati Uniti	Area Euro	Cina
	a/a %	a/a %	a/a %
Q3 22	8.2	9.3	2.6
Q4 22	7.1	10.0	1.8
2022	8.0	8.4	1.9
Q1 23	5.8	8.0	1.3
Q2 23	4.1	6.2	0.2
Q3 23	3.4	4.7	0.5
Q4 23	2.7	2.6	1.7
2023	4.0	5.4	1.0
2024	1.9	2.5	2.5

Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

L'inflazione *headline* si attesta ormai su livelli ben lontani dai picchi nelle economie avanzate, con rallentamenti particolarmente pronunciati nei prezzi energetici; sebbene l'inflazione sui prezzi dei prodotti alimentari rimanga elevata, l'allentamento delle pressioni sui prezzi dei fattori produttivi e delle importazioni suggerisce che il processo di disinflazione è avviato. Al contrario, l'inflazione *core* rimane ancora resiliente. La forza dei consumi nel settore dei servizi, infatti, è alimentata da dinamiche molto costruttive sul mercato del lavoro: tutte le economie del G7 presentano tassi di disoccupazione molto bassi, in alcuni casi ai minimi storici, una forte crescita dei salari e altri segnali di continuo squilibrio tra domanda e offerta di lavoro. Il reddito nominale aggregato delle famiglie è in aumento e questo, insieme con l'eccesso di risparmio residuo e i limitati effetti negativi sulla ricchezza (ad esempio, il calo dei prezzi delle case) sta sostenendo la domanda per consumi. Poiché questa spinta si rivolge principalmente verso il settore dei servizi ad alta intensità di lavoro, le tensioni sul mercato del lavoro permangono, il che a sua volta contribuisce alla crescita dei redditi da lavoro.

Questo circuito di retroazione tra la forza del mercato del lavoro e i consumi nel settore dei servizi ha reso i prezzi dei servizi la componente dell'inflazione più vischiosa durante il 2023.

Nel complesso, quindi, mentre gli effetti base positivi e il calo delle quotazioni del petrolio e di altre materie prime stanno facendo scendere l'inflazione *headline*, i progressi sull'inflazione *core* sono ancora contrastanti: i prezzi dei beni di base stanno scendendo, grazie alla normalizzazione delle catene produttive,

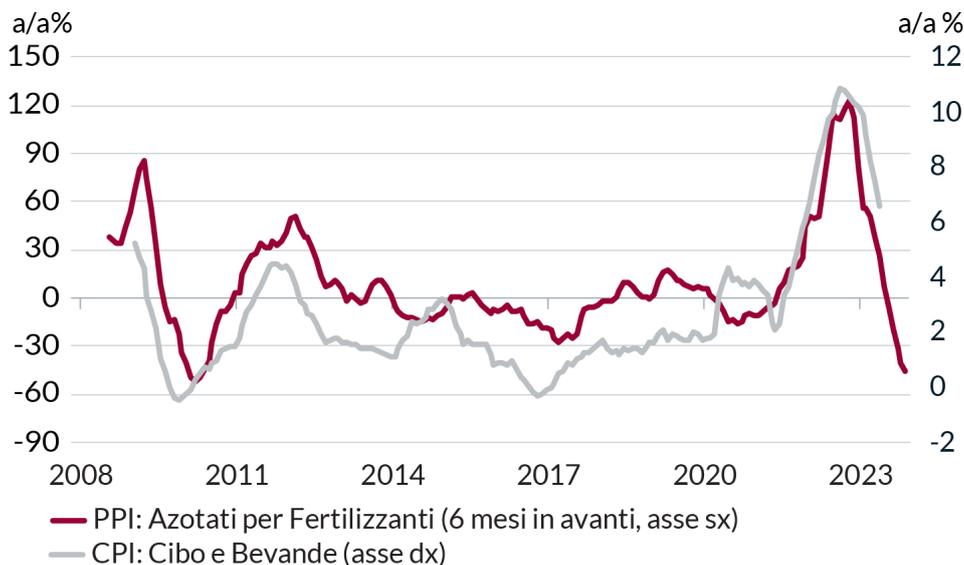
alla ricostituzione delle scorte e a una domanda di beni da parte dei consumatori che mostra segni di rallentamento; i prezzi dei servizi, invece, hanno ancora spazio di tenuta.

Negli **Stati Uniti**, in particolare, l'inflazione *headline* ha ormai imboccato un trend ribassista che dovrebbe consolidarsi tra il terzo e il quarto trimestre del 2023.

Più in dettaglio, all'interno dell'indice *headline* prevediamo che i prezzi energetici agiranno da freno all'inflazione complessiva per l'intero anno. Con riferimento ai prezzi dei prodotti alimentari, il recente calo ha riguardato principalmente la categoria degli alimenti ad uso domestico, che è stata anche il motore dell'impennata dell'inflazione alimentare complessiva dopo la pandemia. A nostro avviso, questa dinamica è coerente con il calo dei prezzi delle materie prime agricole dalla fine dello scorso anno, nonché con la tendenza al ribasso di altri indicatori, come i prezzi percepiti nelle aziende agricole e i dati sui costi dei fattori produttivi, sia sui prodotti finiti sia sulla domanda intermedia di alimenti e mangimi vari (**Grafico 6**).

GRAFICO 6

L'inflazione dei beni alimentari ha forti margini di rallentamento entro la fine dell'anno



Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

I ritardi con cui le variazioni dei prezzi all'ingrosso si trasmettono ai prezzi al dettaglio lasciano presagire un ulteriore rallentamento dell'inflazione alimentare nei prossimi mesi.

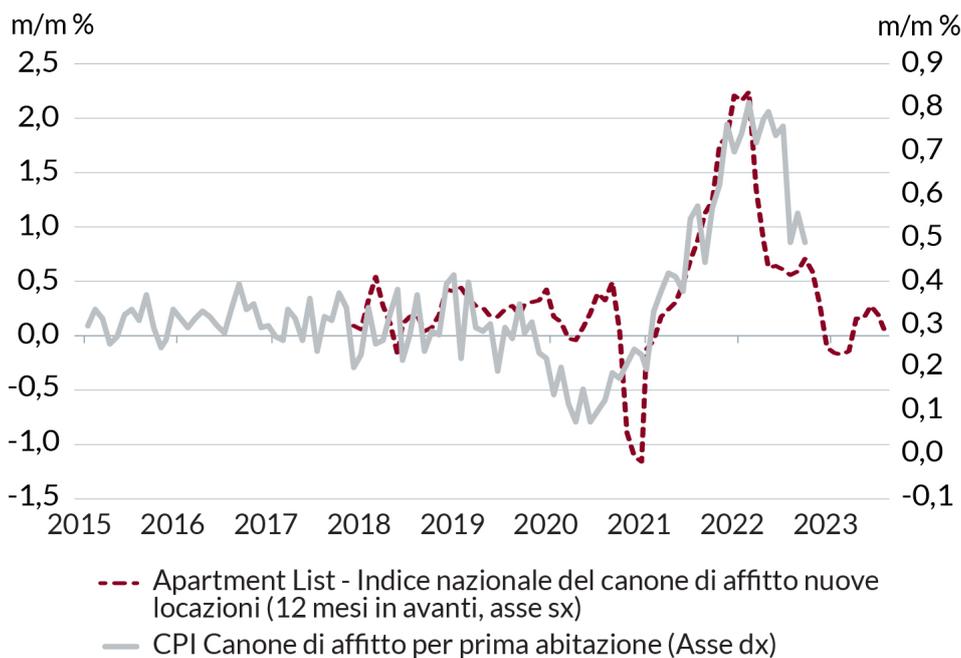
Relativamente all'inflazione core, le pressioni disinflazionistiche che si stavano accumulando su vari fronti già a fine 2022, hanno iniziato ora ad agire più visibilmente.

Nell'inflazione dei beni di base, al di là della modesta accelerazione registrata durante il secondo trimestre del 2023 e guidata unicamente da un temporaneo aumento dei prezzi delle macchine usate, riteniamo che vi sia ancora ampio margine per una decelerazione durante la seconda metà del 2023. Infatti, con la riduzione dei vincoli di offerta e la domanda di beni da parte dei consumatori che mostra segni di rallentamento, riteniamo probabile che i prezzi in questa categoria di spesa rimangano in deflazione, o quasi, per il resto dell'anno.

Il nostro scenario per l'inflazione dei servizi dipende in larga parte dai prezzi degli affitti residenziali, che rappresentano quasi il 60% del basket. Manteniamo la convinzione che l'inflazione degli affitti continuerà a scendere progressivamente nel corso dell'anno, dal momento che il rallentamento dei dati di fonte privata sulle nuove locazioni sta iniziando a manifestarsi nella serie ufficiale dei prezzi al consumo (**Grafico 7**).

GRAFICO 7

I prezzi delle nuove locazioni in calo contribuiranno al rallentamento dell'inflazione

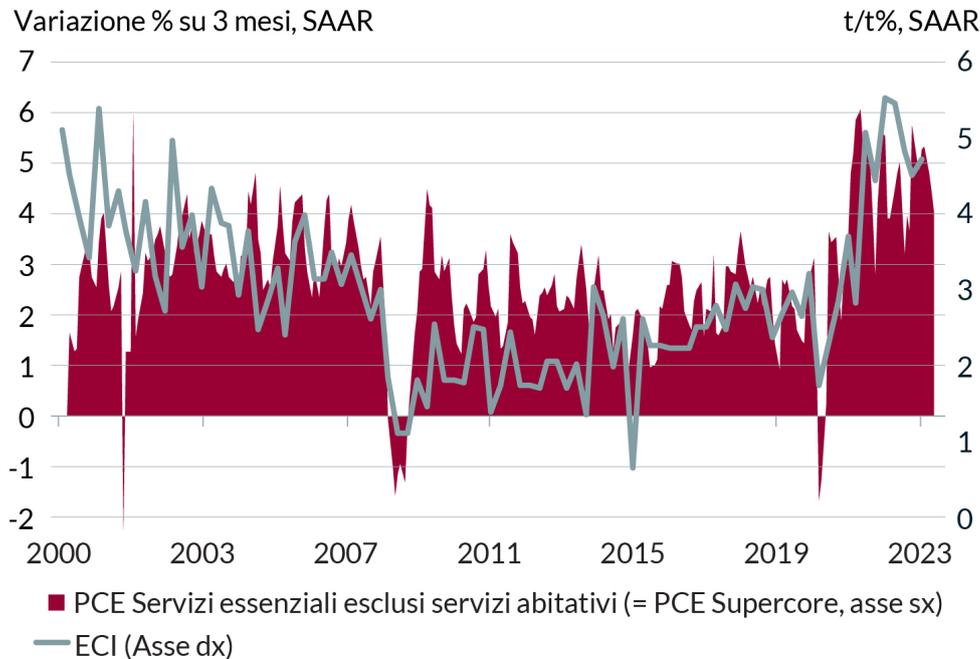


Fonte: Haver Analytics, Apartment List, ANIMA Research

Tuttavia, il meccanismo di trasmissione delle tendenze dai dati privati alla serie ufficiale potrebbe essere più lento del previsto, e i rischi sono orientati al rialzo. Al di fuori della componente degli affitti residenziali, le pressioni sui prezzi dei servizi sono strettamente legate all'andamento dei salari e quindi alle condizioni del mercato del lavoro (**Grafico 8**).

GRAFICO 8

Le pressioni sui prezzi dei servizi sono strettamente legate all'andamento dei salari



Nota: ECI = Employment Cost Index

Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

Segnali convincenti di una decelerazione sostenuta dei salari devono ancora emergere, quindi riteniamo che l'inflazione dei servizi (al netto della componente residenziale) – ad oggi il punto focale di attenzione per la Fed – potrebbe rivelarsi più vischiosa del previsto, specie in assenza di un deterioramento importante delle condizioni sul mercato del lavoro.

Secondo le nostre stime, l'inflazione *headline* rallenterà dall'8.0% a/a del 2022 al 4.0% nel 2023 e l'indice *core* da 6.2% nel 2022 a 4.8% a/a nel 2023, con rischi leggermente orientati al rialzo.

In **Area Euro** l'inflazione *headline* continua la sua discesa. Come ci attendevamo, la recessione tecnica tra il quarto trimestre del 2022 e il primo trimestre del 2023 ha fatto emergere un chiaro rallentamento dell'inflazione complessiva. L'indice dei prezzi dell'energia è ora in territorio deflattivo, grazie in primis a un forte effetto base positivo e, in secondo luogo, ai più bassi prezzi energetici sul mercato a pronti, che progressivamente si ripercuotono all'interno dell'indice dei prezzi al consumo. L'inflazione dei prezzi dei prodotti alimentari è ancora elevata, ma il marcato calo dei prezzi alla produzione e dei prezzi degli input alimentari, congiuntamente a un forte effetto base positivo, suggerisce che il picco è alle spalle e il trend disinflazionistico si consoliderà nei prossimi mesi. Tuttavia, l'allentamento delle pressioni potrebbe rivelarsi meno rapido del previsto, poiché il processo di trasferimento dei costi dei fattori

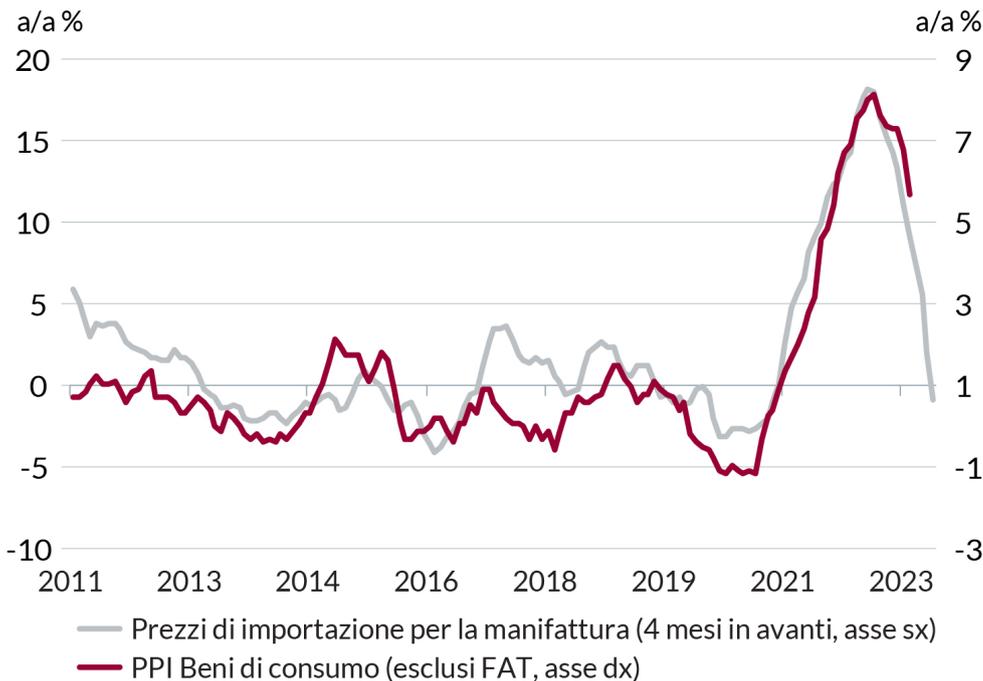
produttivi da monte a valle potrebbe rimanere lento e incombono rischi importanti dal lato dell'offerta, per le condizioni climatiche sfavorevoli (soprattutto nei paesi periferici) e gli sviluppi geopolitici. Per questo motivo, riteniamo che qualsiasi segnale a breve termine di calo dei prezzi al consumo dei prodotti alimentari debba comunque essere trattato con cautela.

L'inflazione core si è attestata al 5.5% su base annua nei primi due trimestri del 2023, senza offrire segnali convincenti di rallentamento; in linea con lo scenario che avevamo tratteggiato a inizio anno, le pressioni al rialzo derivano principalmente dai servizi.

I prezzi dei beni di base, infatti, hanno ormai raggiunto il picco e il processo di rallentamento dovrebbe proseguire durante la seconda metà dell'anno (**Grafico 9**). Con ogni probabilità, l'inizio della stagione dei saldi estivi in Europa amplificherà la già tenue dinamica dei prezzi dei beni semidurevoli (abbigliamento incluso), mentre l'allentamento delle pressioni sui costi dei fattori produttivi dovrebbe pesare sempre di più sui prezzi dei beni durevoli (automobili, mobili, elettrodomestici) e non durevoli.

GRAFICO 9

L'allentamento delle pressioni sui prezzi dei costi dei fattori produttivi dovrebbe pesare sempre più sui prezzi dei beni di base



Nota: FAT = Food, Alcohol and Tobacco

Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

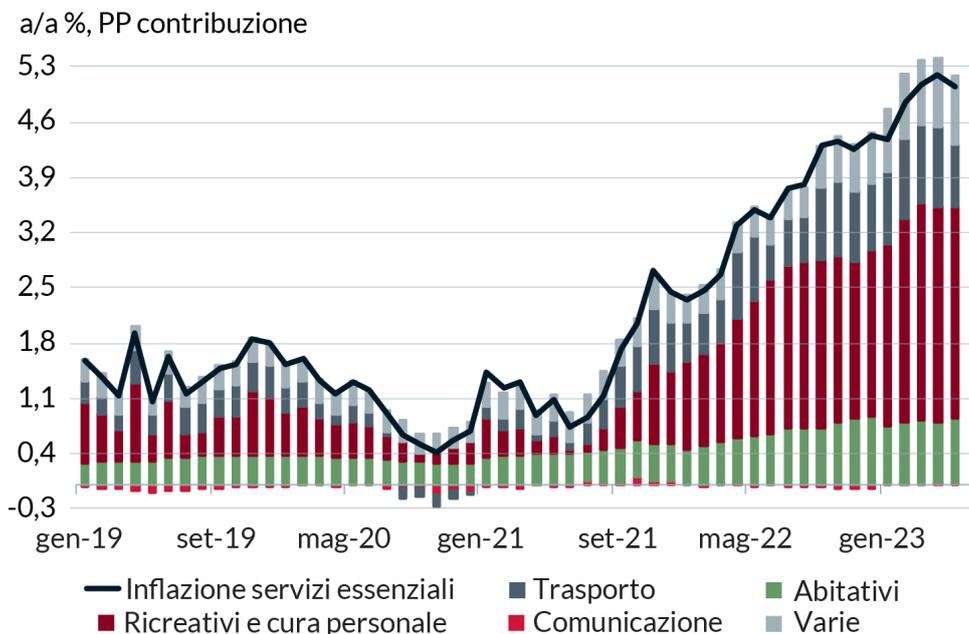
Nel complesso, l'indebolimento dei prezzi industriali globali si è parzialmente riflesso nei dati di inflazione europei, con l'inflazione dei beni di base che ha imboccato un trend ribassista a partire dal secondo trimestre. Ciò detto, sebbene la tendenza disinflazionistica si stia ancora sviluppando, non si può

escludere il rischio di una sorpresa al rialzo su questa componente nei prossimi mesi, sulla falsa riga di quanto sta accadendo nel Regno Unito e negli Stati Uniti. Tuttavia, a nostro avviso l'asticella per una sorpresa al rialzo sostanziale dell'inflazione sui beni non energetici è più alta in Area Euro rispetto alle altre aree geografiche, poiché la dinamica dei prezzi dei beni manifatturieri europei è tipicamente più stabile.

Per quanto riguarda i servizi, il quadro è meno benigno. Riteniamo che i prezzi dei servizi abbiano ancora margini di aumento prima di raggiungere il picco, poiché la domanda estiva di viaggi, attività ricreative e ospitalità continuerà a generare pressioni al rialzo per tutto il terzo trimestre (**Grafico 10**).

GRAFICO 10

Riteniamo che i prezzi dei servizi abbiano ancora margine di rialzo prima di segnare il picco



Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

Inoltre, l'esaurimento dell'impatto dell'introduzione del biglietto da 9 euro per i servizi di trasporto in Germania dovrebbe far salire l'inflazione *core* di 0.2-0.3 punti percentuali fino a settembre. A ciò si aggiunge il maggiore peso dei servizi nel paniere dei consumi rispetto a un anno fa. Questi fattori, insieme con un mercato del lavoro che rimane rigido in tutta la regione (il tasso di disoccupazione per l'Area Euro è ai minimi storici) e che probabilmente continuerà a generare pressioni salariali, potrebbe mantenere l'inflazione dei servizi vischiosa nella seconda metà del 2023.

Nel complesso, secondo le nostre stime, l'inflazione *headline* rallenterà dall'8.4% a/a del 2022 al 5.4% nel 2023, mentre l'indice *core* accelererà da 4.0% nel 2022 a 5.0% nel 2023, con rischi orientati al rialzo.

In Cina, le dinamiche dei prezzi sono state sganciate dagli sviluppi globali nel corso del 2022, con le misure anti-COVID che hanno mantenuto l'inflazione molto debole per tutto l'anno. Tra gennaio e febbraio il processo di riapertura ha avuto l'effetto di rinfocolare le pressioni al rialzo sul livello dei prezzi, specialmente nella componente legata ai consumi di servizi. Tuttavia, a partire da marzo, l'inflazione ha ripreso a rallentare, per una combinazione di fattori: l'effetto base sfavorevole sui prezzi alimentari (che hanno il peso maggiore nel paniere dei prezzi cinese), il calo dei prezzi energetici, di cui ha beneficiato il sistema produttivo cinese, e la riluttanza delle famiglie a spendere generosamente; l'indice *headline* è tornato di nuovo vicino allo zero, e quello *core* si è stabilizzato tra 0.5% e 0.6% a/a. Il rinnovato stallo del settore immobiliare, a sua volta, sta contribuendo a frenare la risalita dei prezzi. Per la seconda metà dell'anno, non ci aspettiamo un'accelerazione dei prezzi tale da portare il livello medio dell'inflazione sul 3%, che è l'obiettivo della Banca Centrale Cinese, in quanto la domanda aggregata interna non registra uno sbilancio sufficiente rispetto all'offerta per creare pressioni inflattive robuste e sostenibili. Prevediamo quindi un'inflazione *headline* in risalita verso l'1% entro fine anno (media annua 1.0% a/a), con l'indice *core* in riaccelerazione a 0.9% a/a (media annua 0.6% a/a).

BANCHE CENTRALI

Una battaglia da combattere fino in fondo

Fed – Il lavoro non è finito. A dicembre dell'anno scorso, con i tassi di riferimento a 3.75%-4.00%, avevamo segnalato come la Fed stesse diventando sempre più aggressiva, sia nella retorica sia nelle azioni, in virtù del rischio che l'inflazione alta potesse disancorare le aspettative di lungo termine degli operatori e innescare una spirale prezzi-salari di difficile soluzione; ci aspettavamo 125bp di rialzi dei tassi entro maggio. Da allora, c'è stato il fallimento di SVB e il rischio di una crisi sistemica nel settore finanziario americano, ma nonostante questo la Fed ha continuato ad alzare i tassi, portandoli al 5.00-5.25% a giugno, e la sua missione non è ancora conclusa: la banca centrale continua a segnalare che l'economia e il mercato del lavoro sono più resilienti del previsto. In questo contesto, ci aspettiamo che la pausa di giugno sia seguita da un altro mini-ciclo di due rialzi (50bp in tutto), e non escludiamo che il processo possa continuare se:

- ▶ la recessione non arriverà quest'anno;
- ▶ l'inflazione (nella misura PCE dei servizi esclusi i prezzi degli affitti residenziali) si dimostrerà ancora resiliente;
- ▶ i forti squilibri sul mercato del lavoro persisteranno.

In ogni caso, anche se il mini-ciclo dovesse concludere la stretta avviata a marzo 2022, non prevediamo tagli nel 2023: il processo di allentamento inizierà nel 2024 e sarà graduale (i tassi saranno ridotti di 100pb nel 2024 e 125 nel 2025).

BCE – I falchi rimangono alla guida. Già a dicembre dell'anno scorso il consiglio direttivo della BCE aveva anticipato che una moderata recessione non sarebbe bastata a riportare l'inflazione all'obiettivo del 2%, dopo che gli shock all'offerta provocati dal COVID e dalla guerra russo-ucraina e la forza della domanda delle famiglie connessa alle riaperture avevano spinto il livello dei prezzi sui massimi dalla nascita dell'Area Euro. Effettivamente, durante l'inverno c'è stata una debole recessione e da allora l'economia sta dando segnali misti, con i servizi che rimangono in espansione e il manifatturiero che arranca. In aggiunta, i tassi sono saliti di 200pb, e un altro aumento a luglio è pienamente scontato. Ciononostante, l'inflazione *core*, al netto del calo effimero registrato tra febbraio e aprile, continua ad essere ancorata intorno al 5.4% di giugno e non ci aspettiamo che torni solidamente sotto il 5.0% entro la fine dell'anno. In questo contesto, durante il meeting di giugno la BCE ha rivisto al rialzo le sue stime sull'inflazione, in particolare quelle riferite alla componente *core*, e non si aspetta più una recessione nella seconda metà dell'anno. Riteniamo che queste variazioni riflettano l'intenzione di proseguire con i rialzi per tutto il terzo trimestre e portare il tasso sui depositi al punto di arrivo del 4.0% a settembre, per poi attendere segnali concreti di cedimento dell'inflazione *core* prima di iniziare ad allentare la stretta. Come sottolineiamo da tempo, però, l'incertezza sulle azioni future della BCE resta molto alta ed è legata principalmente alla bassa visibilità sulle prospettive di inflazione in Area Euro, condizionata

asimmetricamente, rispetto agli Stati Uniti, dalle politiche fiscali dei singoli paesi membri.

PBoC – L'unica strada è tenere i tassi bassi. L'idea espressa a dicembre che l'economia cinese avrebbe vissuto una fase di forte rimbalzo nella prima metà dell'anno sulla scia di quanto registrato negli Stati Uniti e in Europa è stata parzialmente ridimensionata tra aprile e maggio, sull'evidenza che settori importanti come i servizi e l'immobiliare stavano iniziando a perdere slancio. A fine 2022 avevamo ipotizzato per la banca centrale un ruolo di secondo piano, con l'impegno a tenere le condizioni monetarie moderatamente supportive nella prima metà dell'anno, e imboccare la strada della normalizzazione in seguito, di pari passo con l'aumento delle pressioni inflazionistiche da consumi. Dato il mutato contesto di crescita e inflazione, pensiamo ora che la banca centrale non potrà che continuare a supportare l'economia, in coordinamento con la leva fiscale, per tutto il secondo semestre. A questo proposito, c'è già stato un primo, modesto taglio (10bp) dei tassi di riferimento a giugno, cui pensiamo faranno seguito altri aggiustamenti sul fronte del coefficiente di riserva obbligatoria dopo l'estate. Tuttavia, non ci aspettavamo prima e continuiamo a non aspettarci ora azioni eclatanti, in quanto:

- ▶ la banca centrale agisce retroattivamente e non proattivamente;
- ▶ la stabilità finanziaria rimane un fronte di preoccupazione per le autorità.

A nostro avviso, il pacchetto fiscale/monetario in arrivo a luglio dovrebbe bastare ad assicurare che la crescita arrivi a potenziale nel 2023.

Anima Investment Research & Advisory



Fabio Fois
Head of Investment Research & Advisory
fabio.fois@animasgr.it
tel. +39 02 80638 745



Matteo Gallone
Junior Macro Analyst
matteo.gallone@animasgr.it
tel. +39 02 80638 975



Miriam Berizzi
Head of Investment Advisory
miriam.berizzi@animasgr.it
tel. +39 02 80638 575



Francesco Ponzano
Junior Equity Strategist
francesco.ponzano@animasgr.it
tel. +39 02 80638 794



Valerio Ceoloni
EM and FX Strategist
valerio.ceoloni@animasgr.it
tel. +39 02 80638 535



Cosimo Recchia
Senior Equity Strategist
cosimo.recchia@animasgr.it
tel. +39 02 80638 257



Chiara Cremonesi
Senior Rates Strategist
chiara.cremonesi@animasgr.it
tel. +39 02 80638 219



Paolo Teruzzi
Investment Advisory
paolo.teruzzi@animasgr.it
Tel. +39 0280638227

Le opinioni e il contenuto del documento non costituiscono una raccomandazione, un consiglio o un invito ad effettuare operazioni finanziarie di investimento o di altro tipo. ANIMA non si assume alcuna responsabilità in relazione all'esattezza, completezza e attualità dei dati e delle informazioni riportate in questo documento, pur prestando la massima attenzione nella sua redazione. ANIMA pertanto declina ogni responsabilità per eventuali errori od omissioni. Documento chiuso il 30 giugno 2023.