

*Anima***Research**

OUTLOOK
Secondo semestre 2024

Atterraggio morbido

ANIMA



Atterraggio morbido

Overview

A novembre scrivevamo che: “Il 2023 non è stato l’anno della svolta, ma quello della sua preparazione”. In effetti, l’evoluzione dello scenario macroeconomico nella prima metà del 2024 ha posto le condizioni per l’avvio del ciclo di tagli dei tassi su entrambe le sponde dell’Atlantico.

In Area Euro, in particolare, le condizioni per permettere alla Banca Centrale Europea (BCE) di allentare la stretta monetaria si sono già materializzate: nonostante i dati sulla crescita nel primo semestre siano stati migliori del previsto, il momentum economico è rimasto, nel complesso, ben al di sotto del potenziale, con il comparto manifatturiero che solo recentemente ha mostrato segni di moderata ripresa. Le prospettive per i consumi sono costruttive, ma non ci sarà un surriscaldamento: le famiglie europee continueranno ad approfittare del graduale aumento del potere d’acquisto derivante dal rallentamento dell’inflazione e il tasso di risparmio si normalizzerà, stante la ricostituzione della ricchezza reale e l’allentamento monetario. Sul fronte della dinamica dei prezzi, l’inflazione sta perdendo slancio in linea con le stime della BCE, al netto di una persistente vischiosità nella componente dei prezzi dei servizi, che dovrebbe esaurirsi dopo l’estate. Questo ha consentito alla banca centrale di iniziare a tagliare i tassi: ci aspettiamo che il copione si ripeta nella seconda parte dell’anno, al ritmo di un taglio al trimestre.

Negli Stati Uniti, le condizioni per allentare la stretta stanno maturando, ma ad una velocità inferiore. La crescita americana ha continuato a mostrarsi decisamente resiliente nella prima metà del 2024, ma restiamo convinti che sia incamminata su un percorso di graduale rallentamento, come mostrano i dati trimestrali del Prodotto Interno Lordo che, per quanto ancora sopra potenziale, trimestre dopo trimestre stanno perdendo slancio. Da un lato, il mercato del lavoro, pur resiliente, continua a riequilibrarsi, come ha riconosciuto lo stesso Jerome Powell, Presidente della Federal Reserve (Fed). Dall’altro, i consumi delle famiglie, seppur ancora robusti in termini di livelli, mostrano un deterioramento della “qualità” della spesa. Sul fronte dei prezzi, i progressi nel processo di disinflazione sono stati insoddisfacenti nella prima metà dell’anno, a causa di una riaccelerazione dei prezzi dei servizi e di una ripresa dei prezzi dei beni di base, che ha costretto la Fed a tenere i tassi fermi e attendere maggiori conferme sulla sostenibilità del trend disinflazionistico. Restiamo ottimisti su questo punto, per diversi motivi: (1) le aspettative di inflazione rimangono stabili e vicine ai target delle Banche centrali; (2) il ribilanciamento sul mercato del lavoro prosegue; (3) la moderazione dei consumi eserciterà pressioni al ribasso sui prezzi di servizi e beni di base. L’allentamento delle pressioni sull’inflazione core permetterà alla



Fabio Fois

**Head of Investment
Research & Advisory**
fabio.fois@animasgr.it

Fed di iniziare a ridurre i tassi dopo l'estate, al ritmo di un taglio a trimestre, come per la BCE.

In Cina, infine, il nostro scenario centrale è invariato: restiamo convinti che l'economia cinese sia entrata in una fase strutturale di transizione, in cui solo uno dei due motori che muovevano la crescita prima del COVID (export e settore edilizio) è ancora acceso (l'export), mentre il comparto edilizio sta attraversando un processo di trasformazione che non gli permetterà più di offrire un contributo alla crescita paragonabile a quelli registrati in passato. Come già accaduto nel 2023, anche nel 2024 il PIL cinese si espanderà a un ritmo prossimo al "nuovo" potenziale del 5%, sostenuto dall'export, ma frenato dalla transizione della domanda interna: i consumi privati non sono ancora pronti a prendere il posto dell'edilizia.

In questo contesto, il nostro scenario centrale per il 2024 rimane ampiamente allineato a quello descritto a fine 2023, anche per quanto riguarda i rischi. Rimangono cruciali gli sviluppi lato crescita e inflazione, specialmente negli Stati Uniti, dove la svolta sta maturando ma non è ancora arrivata. Se per qualunque ragione i progressi sul fronte dell'inflazione non dovessero manifestarsi o la crescita non dovesse proseguire nel processo di indebolimento, la Fed potrebbe restare riluttante a tagliare i tassi per tutta la seconda metà dell'anno, e la svolta verrebbe posticipata per il secondo anno di fila.

CRESCITA GLOBALE

Un lungo fine ciclo

Nel 2024, la crescita globale potrebbe stupire al rialzo per il secondo anno consecutivo: ci aspettiamo che il PIL reale globale si espanda a un ritmo prossimo al 3%, dopo il 3,2% del 2023 (un dato superiore di oltre un punto percentuale e mezzo rispetto alle stime degli economisti di fine 2022). Gli Stati Uniti, infatti, continueranno a crescere sopra potenziale, seppur con meno slancio rispetto al 2023, in quello che è ormai un lungo fine ciclo, mentre in Area Euro la debolezza registrata nella seconda metà del 2023 sembra archiviata e l'economia si appresta a ripartire, complice il supporto offerto dall'allentamento monetario. Nei Paesi emergenti, infine, la crescita dovrebbe rallentare dal 4,5% del 2023 al 4% del 2024: un tasso di espansione comunque superiore alla media mondiale, anche in Cina.

BASELINE CRESCITA

Crescita in USA, Area Euro e Cina

	USA	EA	Cina
	T/T %, ann	T/T %	A/A %
T4 23	3,4	-0,1	5,2
2023	2,5	0,6	5,2
T1 24	1,4	0,3	5,3
T2 24	1,8	0,2	4,8
T3 24	1,4	0,3	5,2
T4 24	1,4	0,4	5,2
2024	2,3	0,7	5,1

Dati al 2 luglio 2024. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

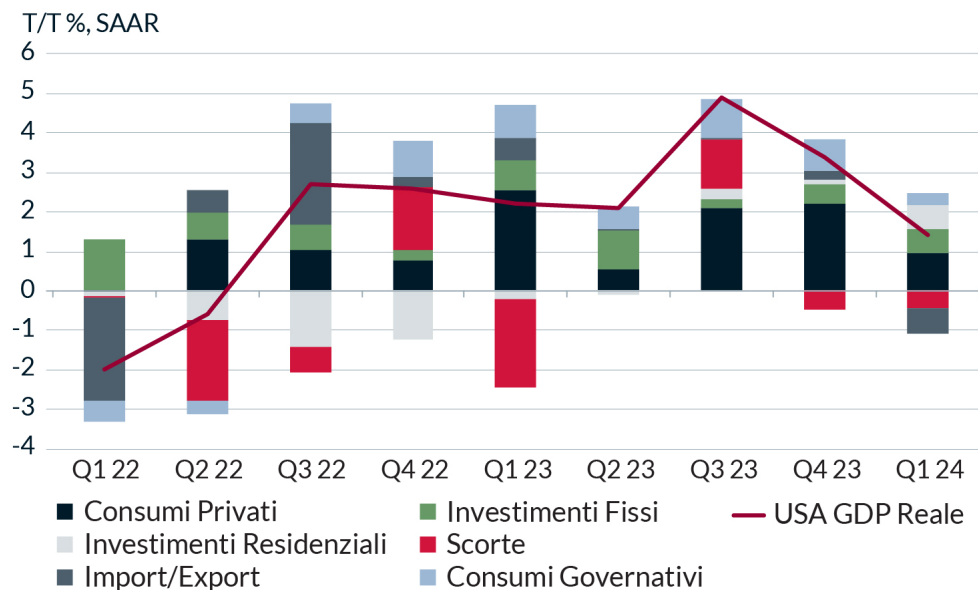
Stati Uniti – Crescita in rallentamento, ma ancora sopra potenziale

Il flusso di dati più recente suggerisce che le informazioni giunte nel mese di aprile avevano probabilmente sovrastimato il deterioramento dei fondamentali della crescita: l'economia americana resta incamminata lungo un sentiero di moderato rallentamento. Questo scenario è coerente con il nostro scenario base, che per la crescita non prevede un surriscaldamento, ma un lento indebolimento.

Il report sul PIL del primo trimestre, in particolare, ha segnalato una perdita di slancio rispetto al quarto trimestre 2023 (**Grafico 1**). La domanda interna privata – esclusi il commercio, gli investimenti in scorte e la spesa pubblica – è cresciuta a un ritmo meno sostenuto delle attese, e al di sotto dei due trimestri precedenti. Un'accelerazione degli investimenti fissi, trainata sia dalla componente residenziale che non residenziale, ha compensato l'inaspettata moderazione della spesa privata per consumi, mentre le categorie volatili, come scorte e esportazioni nette, hanno offerto contributi negativi.

GRAFICO 1

I dettagli del PIL del 1° trimestre hanno mostrato una riduzione piuttosto marcata della domanda dei consumatori



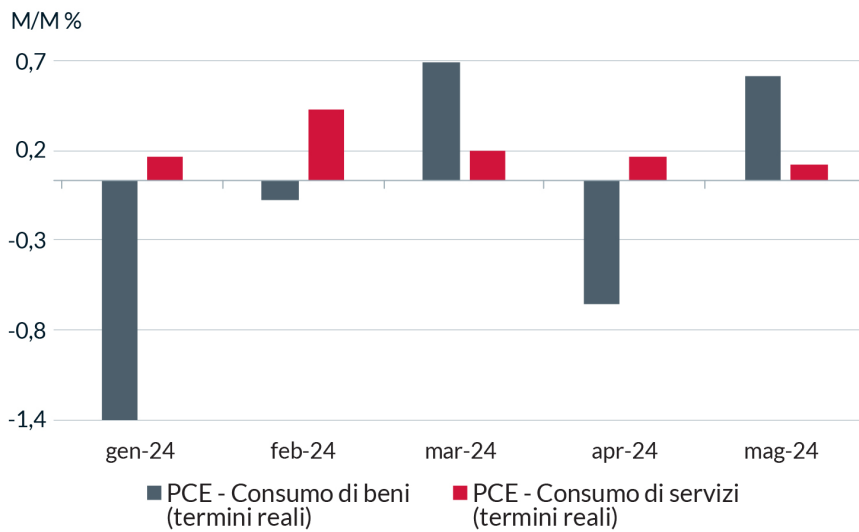
Dati al 2 luglio 2024. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

I dati relativi al secondo trimestre pubblicati finora indicano che la domanda interna dovrebbe aver rallentato ulteriormente, ma non è crollata. I dati mensili sui consumi sono stati più deboli del previsto in aprile e maggio, con una evidente perdita di slancio nei servizi (**Grafico 2**). Gli indici ISM di fiducia delle imprese di aprile e maggio hanno riportato una moderata contrazione nel comparto manifatturiero e in quello dei servizi. I dati sul

mercato del lavoro, infine, rimangono positivi e continuano ad indicare un graduale riequilibrio, guidato dagli sviluppi dal lato dell'offerta; la creazione di nuovi impieghi si conferma infatti coerente con uno scenario di modesto rallentamento economico e le stime JOLTS (*Job Openings and Labor Turnover Summary*, Indice delle offerte di lavoro negli USA), benché in moderazione, restano rassicuranti, con i tassi di assunzione e licenziamento che si sono assestati negli intorni dei livelli pre-pandemici (**Grafici 3a e 3b**).

GRAFICO 2

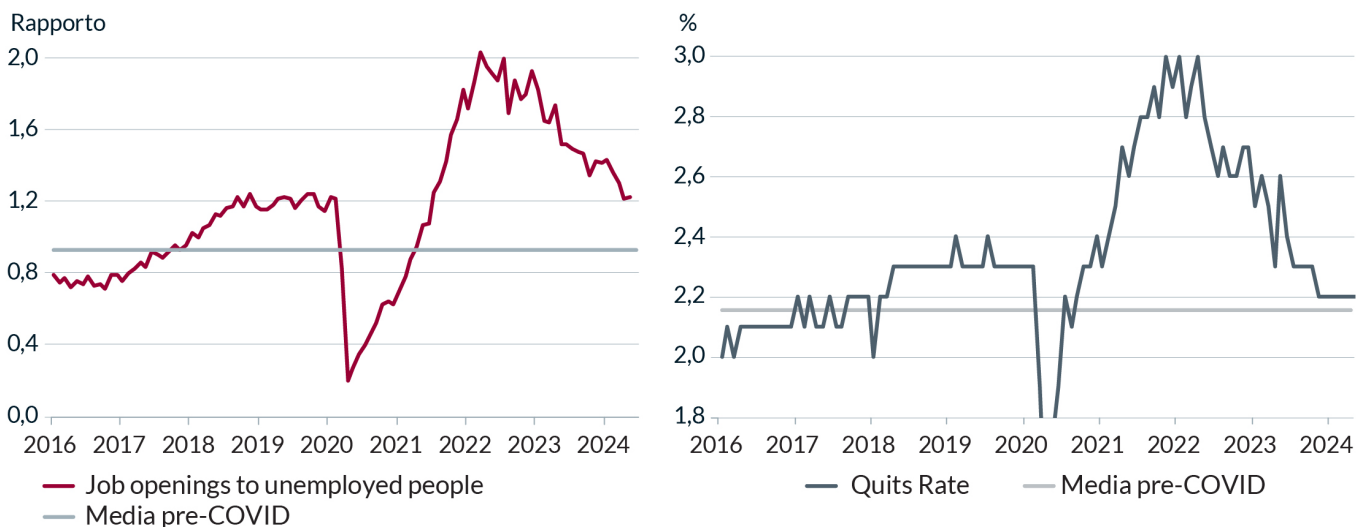
Il momentum nella spesa reale per servizi si sta attenuando



Dati al 2 luglio 2024. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

GRAFICI 3A E 3B

Continua il riequilibrio del mercato del lavoro guidato dall'offerta



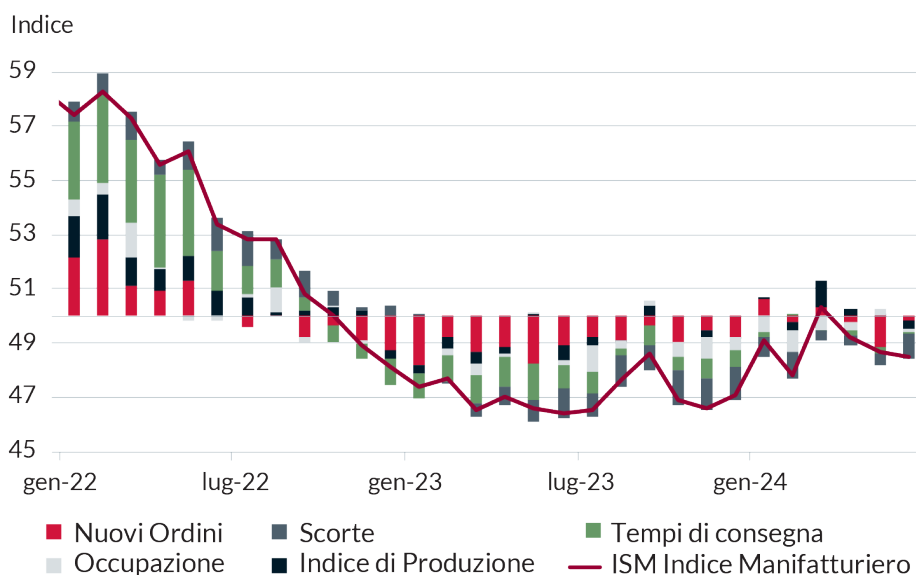
Dati al 2 luglio 2024. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

In prospettiva, manteniamo invariato il nostro scenario centrale, che ipotizza una crescita americana ancora sopra potenziale, ma in rallentamento rispetto al 2023: il ritmo di espansione del PIL su base trimestrale si andrà moderando a partire dal secondo trimestre, per poi entrare nel 2025 nell'ultimo tratto del ciclo economico post-pandemico e scendere sotto potenziale. Le ragioni sono molteplici:

1. Il fisiologico processo di riequilibrio del mercato del lavoro sta proseguendo, con il traino dell'offerta, e supporta uno scenario di *soft-landing*.
2. Il comparto manifatturiero sta esaurendo la fase di slancio avviata all'inizio della seconda metà del 2023 e sta virando verso un progressivo rallentamento, seppur non verso un crollo (**Grafico 4**).

GRAFICO 4

Il settore manifatturiero rimane sotto tono



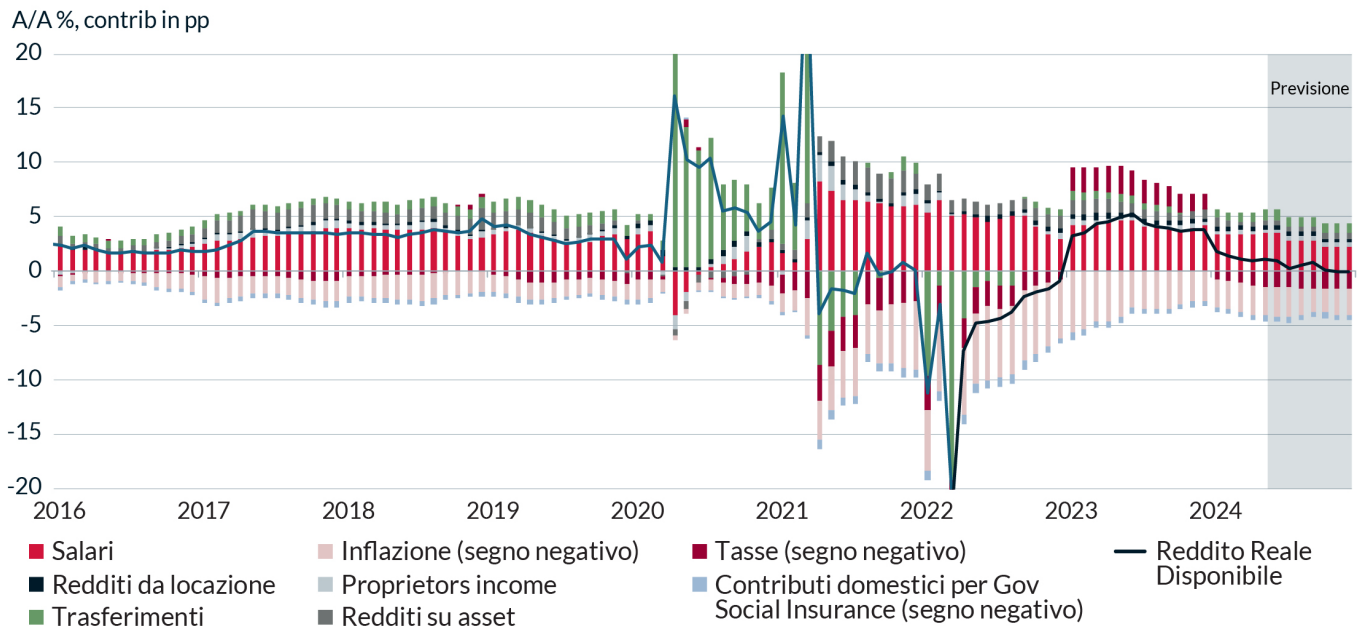
Dati al 2 luglio 2024. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

3. Coerentemente con il nostro scenario di base, che prevede da un lato un rallentamento della crescita salariale e delle pressioni inflazionistiche, e dall'altro che le imposte non trattenute (*non-withheld taxes*¹) rimangano positive nel 2024 dopo il crollo del 2023, prevediamo che il reddito reale disponibile quest'anno rimanga favorevole, sebbene a livelli significativamente inferiori rispetto all'anno scorso (**Grafico 5**).

¹ Si tratta di quelle imposte che un contribuente deve pagare direttamente all'autorità fiscale, senza che vengano trattenute alla fonte da un datore di lavoro o da un altro soggetto pagatore.

GRAFICO 5

Il supporto proveniente dal reddito reale si sta sgonfiando

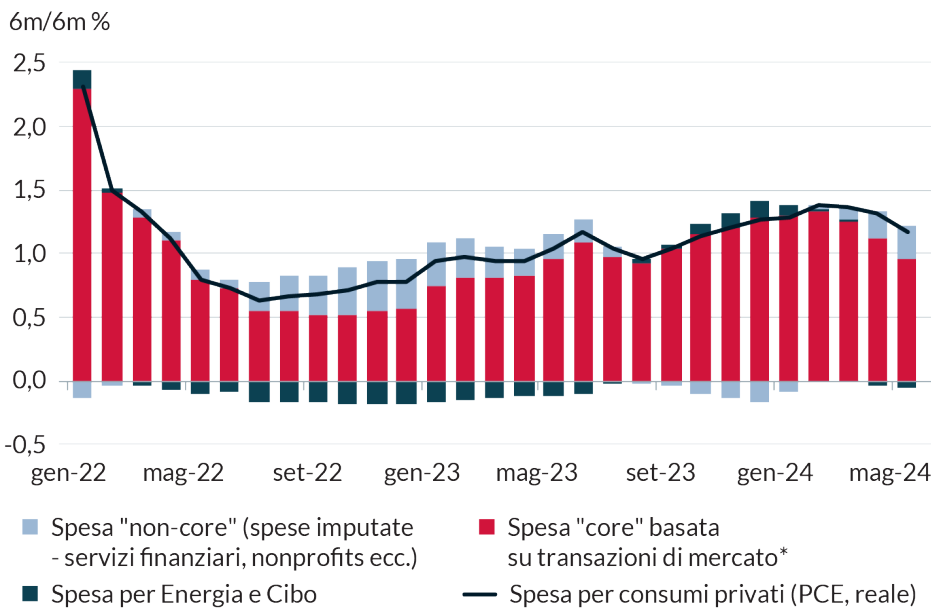


Dati al 2 luglio 2024. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

4. La qualità dei consumi privati è ancora robusta, ma in deterioramento. A partire dalla seconda metà del 2022, infatti, i consumi sono stati guidati dalla spesa corrente delle famiglie, ma ora si osserva un contributo crescente delle cosiddette categorie di spesa “imputate”, che registrano spese fittizie e non reali, ovvero senza riscontro nelle transazioni effettive (ne sono esempi le spese per interessi bancari o per servizi finanziari – **Grafico 6**). In aggiunta, il supporto offerto dalla spesa reale per beni di base, compresi i generi alimentari (un'altra roccaforte della crescita dei consumi dopo la pandemia), si è notevolmente indebolito.

GRAFICO 6

La qualità della spesa si sta deteriorando



*Market-based core PCE

Dati al 2 luglio 2024. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

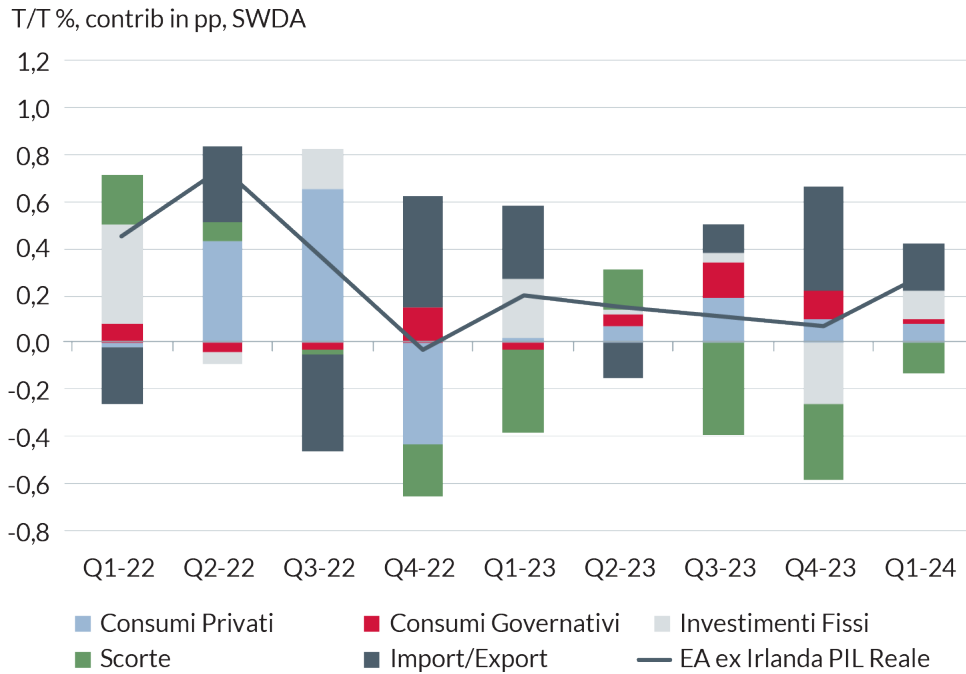
In questo contesto, restiamo convinti che la crescita americana nel 2024 sarà in media superiore al potenziale, ma inferiore al 2,5% del 2023. In termini sequenziali, ci aspettiamo tassi di crescita trimestrali annualizzati rispettivamente del 1,8%, 1,4% e 1,4% nel secondo, terzo e quarto trimestre (2,3% per il 2024).

Area Euro - Una modesta ripresa in atto

In Area Euro, i dati finali sul PIL del primo trimestre sono stati migliori del previsto: dopo una lunga fase di stagnazione, la crescita trimestrale è stata pari a 0,3%. Se si guarda al quadro aggregato, l'espansione è stata trainata principalmente dalle esportazioni nette, notoriamente volatili; tuttavia, escludendo le distorsioni legate al contributo dell'Irlanda, emergono segnali di maggior solidità (**Grafico 7**). Infatti, i dati irlandesi hanno evidenziato un forte calo degli investimenti fissi dovuto al crollo delle licenze di proprietà intellettuale; tuttavia, concentrando l'attenzione sull'indicatore di crescita sottostante che privilegiamo (la domanda domestica reale al netto dei diritti di proprietà intellettuale) si nota una vera e propria ripresa, guidata dai consumi privati, dalla spesa in costruzioni (in parte favorita da condizioni meteorologiche benevole) e dagli investimenti fissi.

GRAFICO 7

Escludendo l'Irlanda, la composizione del PIL si è dimostrata solida



Dati al 2 luglio 2024. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

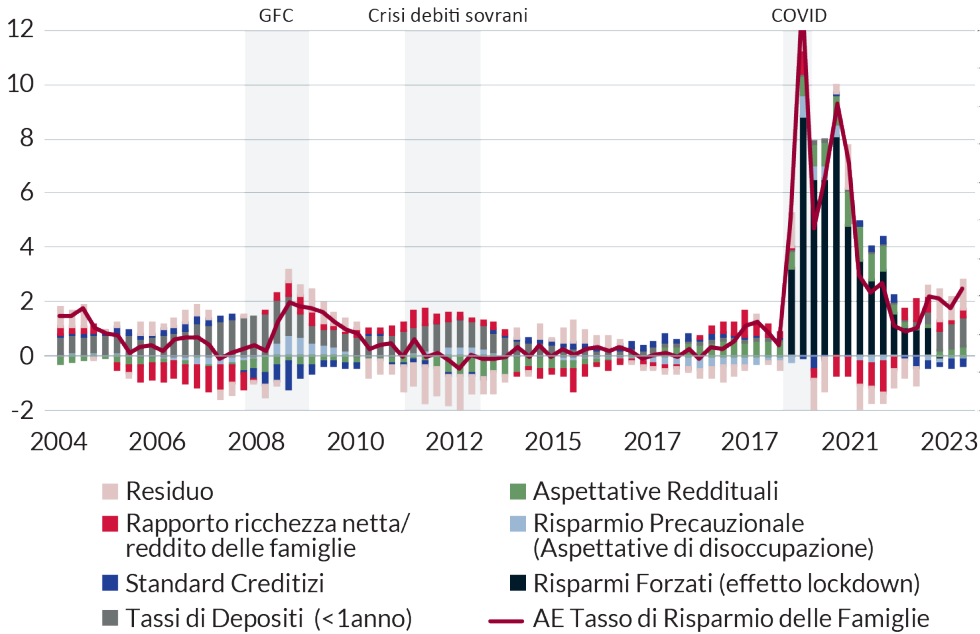
L'espansione dei consumi privati, più robusta del previsto, e i trend costruttivi nei dati di fiducia finora pubblicati per il secondo trimestre suggeriscono che la forza del primo trimestre potrebbe non essere stata un fuoco di paglia: con la BCE che ha iniziato a tagliare i tassi e l'impatto dello shock energetico che continua ad essere riassorbito, ci aspettiamo un prolungamento dello slancio nei prossimi mesi. Diverse considerazioni supportano questa tesi:

1. La crescita del reddito reale ha spazio per sostenere i consumi. Finora, l'aumento del tasso di risparmio ha frenato l'incremento della spesa, ma le nostre analisi suggeriscono che la cautela mostrata dalle famiglie ha riflesso soprattutto una minore ricchezza reale, l'appetibilità dei tassi di deposito storicamente elevati e il clima generale di incertezza economica (**Grafico 8**). Tuttavia, nei prossimi trimestri è lecito attendersi una normalizzazione del tasso di risparmio, stante la ricostituzione della ricchezza reale e l'allentamento monetario; inoltre, la ripresa dei redditi reali provocata dal calo dell'inflazione dovrebbe sostenere la fiducia dei consumatori (**Grafici 9a e 9b**).

GRAFICO 8

Evoluzione dei driver del tasso di risparmio in Area Euro

%, contrib in pp (deviaz dalla media implicita del modello)

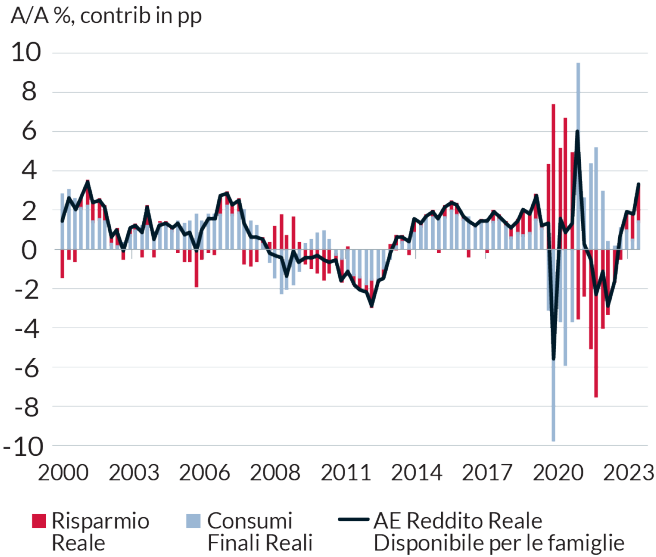


Nota: Il nostro approccio empirico alla modellazione dei fattori che guidano il tasso di risparmio delle famiglie in Area Euro, motivato dal lavoro di [Slacalek e Sommer \(2012\)](#), collega il tasso di risparmio al suo valore lagged, al 'wealth gap' (HHs net worth to income ratio espresso come la differenza rispetto al trend polinomiale), alle condizioni finanziarie/redditali (misurate dalla situazione finanziaria delle famiglie tramite l'EC survey), al rischio di disoccupazione (proxy delle aspettative di disoccupazione delle famiglie tramite l'EC survey), nonché ai tassi di interesse sui depositi (con scadenza ≤ 1 anno) e alle condizioni di credito (BLS - Credit Standards to households). Tuttavia, a causa delle distorsioni apportate dal COVID-19, permettiamo anche che il tasso di risparmio dipenda dalle politiche di restringimento messe in atto dai governi durante la pandemia (rileviamo questo fattore con lo stringency index dell'Università di Oxford e con una variabile dummy). Il modello, con l'aggiunta dei controlli per il periodo della pandemia, è nello spirito di costruzione e risultato simile a quello sviluppato dalla BCE: si veda [Maarten Dossche e Stylianos Zlatanos \(2020\)](#).

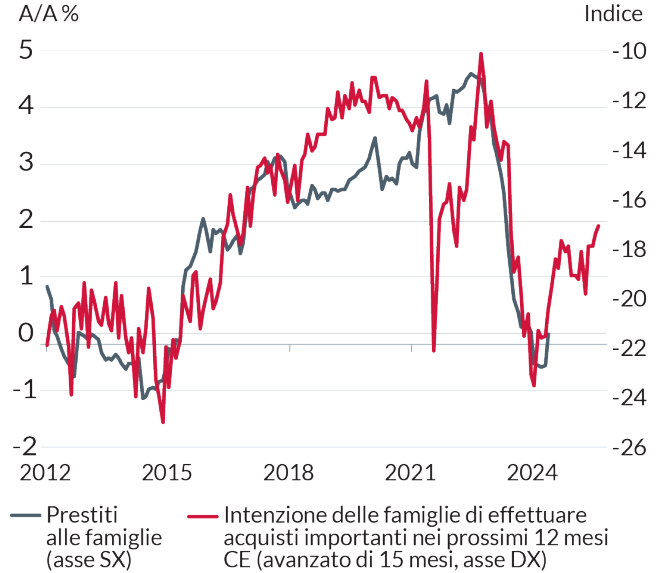
Dati al 2 luglio 2024. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

GRAFICO 9A E 9B

Il reddito reale offre supporto alla spesa



...insieme a tassi più bassi

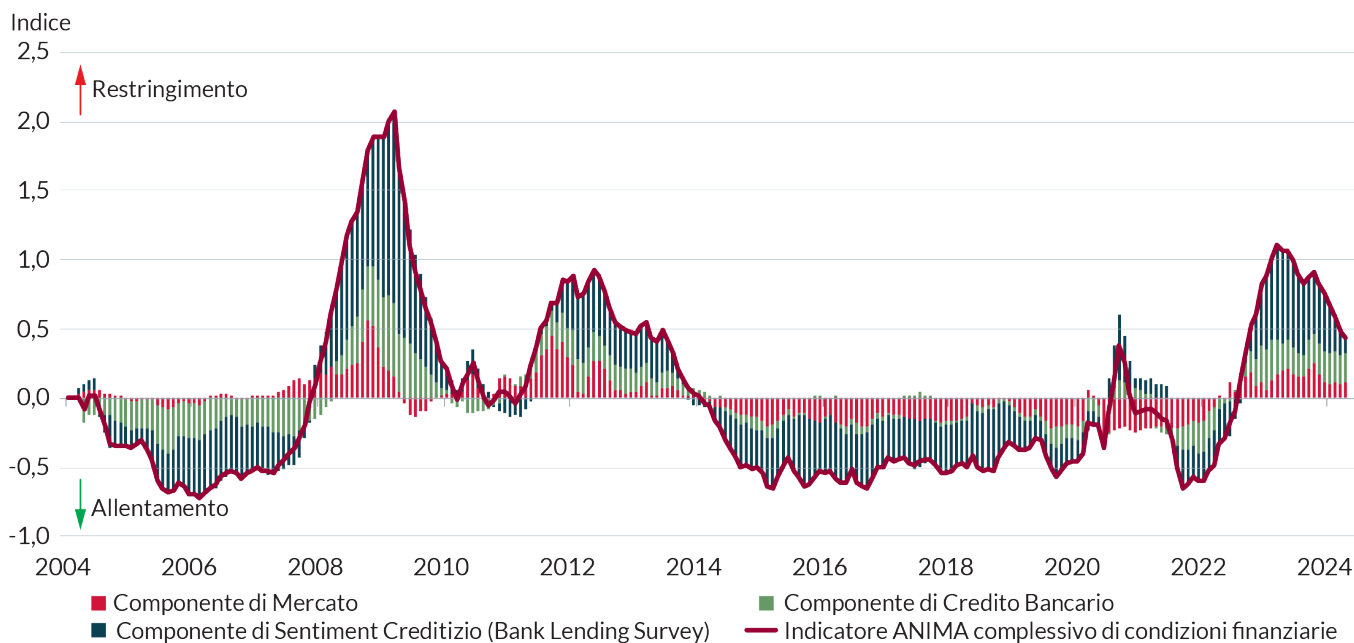


Dati al 2 luglio 2024. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

- Il freno derivante dalla stretta monetaria si sta attenuando. Nonostante l'inasprimento delle condizioni finanziarie nel 2023 (**Grafico 10**), i bilanci delle imprese restano in condizioni di sorprendente solidità, grazie soprattutto a una discreta redditività, a livelli sostenibili di leva finanziaria e alla buona capacità di far fronte agli oneri finanziari (**Grafico 11**).

GRAFICO 10

Il restringimento delle condizioni finanziarie si sta allentando

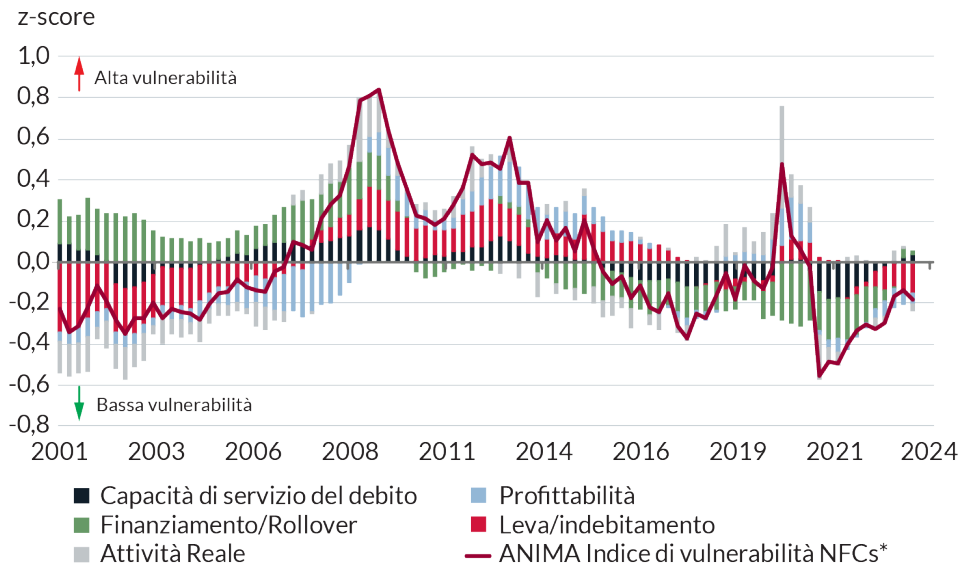


Nota: Per il nostro indicatore delle condizioni finanziarie (FCI), identifichiamo un vasto set di variabili economiche che si riferiscono a: 1) condizioni di finanziamento basate sul mercato (ad esempio, rendimenti sovrani, spread governativi e tassi swap); 2) condizioni di finanziamento basate sul credito bancario (ad esempio, impulso creditizio, volumi di prestiti all'economia reale - HHs e NFCs); 3) Ci basiamo anche su dati basati sull'indagine bancaria della Bank Lending Survey (BLS) della BCE, disponibile trimestralmente. Le variabili sono selezionate in base alla loro correlazione con il PIL dell'AE. Seguiamo una metodologia simile a quella di Angelopoulou et al. (2013) pubblicata in un [Working Paper Series](#) della BCE.

Dati al 2 luglio 2024. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

GRAFICO 11

I bilanci aziendali sono rimasti ben solidi



*NFCs = non-financial corporations (società non finanziarie).

Nota: La misura composta del Vulnerability Index per l'Area Euro si basa su un'ampia serie di indicatori che si articolano su cinque dimensioni: capacità di servizio del debito (misurata dall'interest coverage ratio, dai corporate savings e dalla generazione di reddito), leva finanziaria/indebitamento (rapporto debito/patrimonio netto, debito netto/EBIT e gross debt-to-income ratio), finanziamento/rollover (rapporto debito a breve termine/debito a lungo termine), quick ratio (definito come current financial assets/current liabilities), costo complessivo del finanziamento del debito e impulso creditizio (definito come la variazione del nuovo credito emesso in percentuale del PIL), redditività (return on assets, margine di profitto e market-to-book value ratio) e attività (crescita delle vendite, rapporto tra creditori commerciali e variazione del turnover dei crediti). Ad eccezione del costo complessivo del finanziamento del debito e del PIL, tutti gli indicatori si basano sui dati dei conti settoriali trimestrali della BCE. L'indicatore del costo complessivo del finanziamento del debito è calcolato come media ponderata dei costi dei prestiti bancari e del debito di mercato, in base ai rispettivi importi in essere.

L'indicatore è costruito sulla base della metodologia della BCE; si veda: ["Assessing corporate vulnerabilities in the euro area" \(2020\)](#).

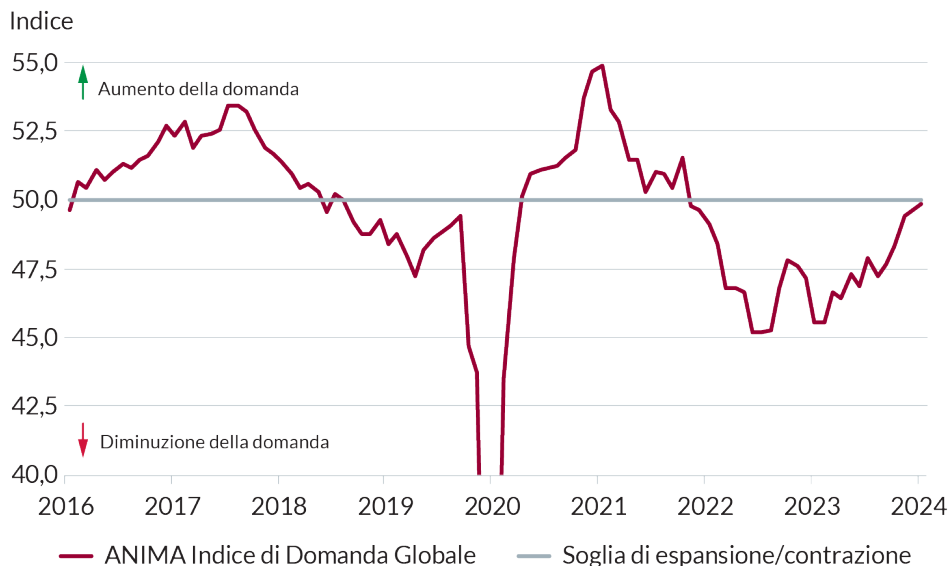
Dati al 2 luglio 2024. Fonte: Haver Analytics, Bloomberg, ANIMA Research

3. L'attività manifatturiera ha spazio per migliorare, anche se gradualmente. Negli ultimi due anni, l'attività industriale ha registrato una notevole sottoperformance, a causa dei prezzi elevati dell'energia, figli del rimbalzo dell'economia post COVID prima e della guerra in Ucraina poi, della debolezza della domanda estera e dell'aumento dei tassi di interesse. La situazione dovrebbe però migliorare con la rinegoziazione dei contratti energetici a prezzi più bassi rispetto ai picchi del 2022, il miglioramento della crescita globale e l'allentamento delle condizioni finanziarie.

4. La domanda estera dovrebbe parimenti rafforzarsi, seppur in modo limitato. Diversi segnali puntano in direzione di un consolidamento della domanda globale (**Grafico 12**): ad esempio, le esportazioni di beni di consumo dell'Area Euro hanno iniziato a riprendersi, e quelle verso la Cina hanno guadagnato terreno già nel primo semestre. Nel complesso, è probabile che il settore estero continui a sostenere la crescita dell'Area Euro. Tuttavia, l'impatto delle esportazioni nette dovrebbe essere ben lontano dall'entità riportata nel primo trimestre, anche perché il miglioramento della domanda interna dovrebbe spingere le importazioni, come spesso accade durante la ripresa del settore manifatturiero e degli investimenti delle imprese.

GRAFICO 12

Il commercio globale si sta riprendendo



Nota: Il nostro indice di domanda globale è calcolato attraverso una media degli indicatori PMI new export orders index per 26 Paesi, ponderati per la rispettiva quota di PIL.

Dati al 2 luglio 2024. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

In questo contesto, ci aspettiamo un'espansione del PIL in Area Euro dello 0,7% nel 2024, a fronte di una stima di 0,9% formulata dalla BCE. In termini sequenziali, la crescita su base trimestrale si attesterà a 0,2% t/t nel secondo trimestre, 0,3% nel terzo trimestre e 0,4% nel quarto.

Cina - Una crescita al 5% è il nuovo standard

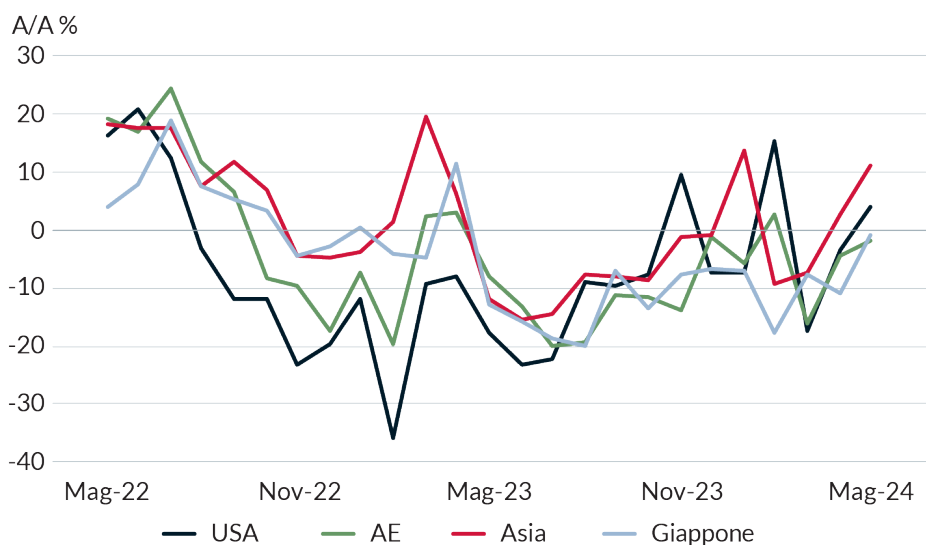
Ci aspettiamo che l'economia cinese continui a espandersi a un ritmo prossimo al potenziale attuale, pari a circa il 5% annuo: un livello che dal 2022 sembra essere giudicato adeguato dal Partito Comunista. Da un lato, esso è sufficiente a raggiungere i più ampi obiettivi strategici e geopolitici a cui il gigante asiatico ambisce; dall'altro, riflette un giudizio più realistico sul calo del potenziale di crescita cinese alla fine della prima decade del terzo millennio rispetto al periodo 1980-2010.

In termini sequenziali, prevediamo un rallentamento transitorio nel secondo trimestre a causa dell'indebolimento delle condizioni di domanda e offerta, che dovrebbe essere seguito da un recupero nella seconda metà dell'anno; le nostre previsioni di crescita per i mesi a cavallo dell'estate sono state pertanto riviste al ribasso, in coerenza con un flusso di dati che suggerisce una temporanea perdita di vigore dell'attività economica.

Dopo il balzo del primo trimestre e la debolezza attuale, la domanda interna dovrebbe stabilizzarsi. Gli indici di fiducia mostrano infatti una generalizzata moderazione dello slancio economico nei settori manifatturiero, dei servizi e delle costruzioni, nonostante i livelli restino in territorio di espansione. Nello stesso tempo, il commercio estero continua a sorprendere al rialzo: le esportazioni sono state più forti del previsto nella prima metà dell'anno grazie alla dinamica costruttiva delle esportazioni verso i Paesi del G3 (Stati Uniti, Eurozona, Giappone - **Grafico 13**) e a un effetto base favorevole, mentre le importazioni hanno rallentato per il minor afflusso di materie prime chiave. Nel complesso, il commercio estero dovrebbe mantenere un *momentum* stabile nei prossimi mesi, offrendo un contributo positivo alla crescita.

GRAFICO 13

Cina, il commercio estero continua a sorprendere al rialzo

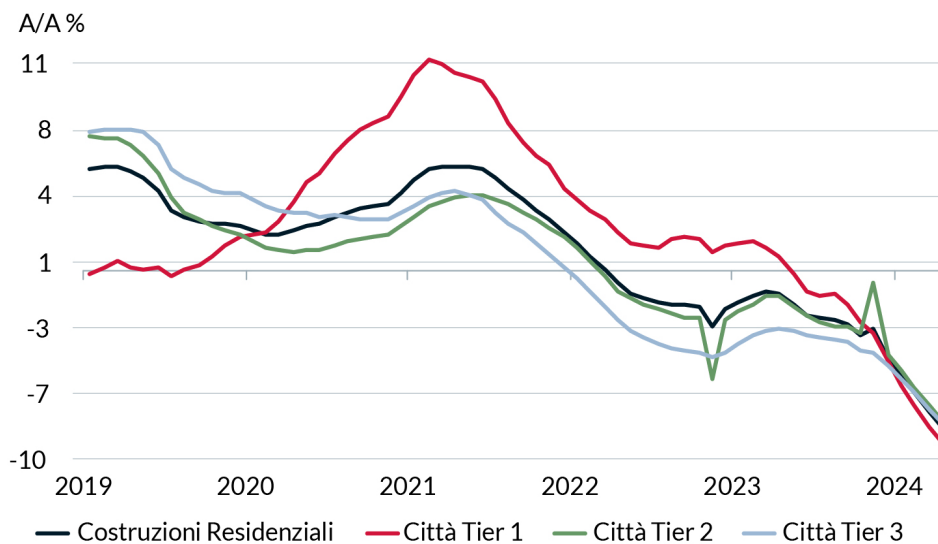


Dati al 2 luglio 2024. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

Per quanto riguarda il mercato immobiliare, non ci sono novità nella cornice strutturale e rimaniamo dell'idea che la stabilizzazione del settore richiederà tempo (**Grafico 14**). L'ennesimo pacchetto di allentamento delle politiche abitative annunciato il 17 maggio comprende un'ulteriore revisione in senso accomodante della regolamentazione sui mutui e la creazione di un nuovo strumento di rifinanziamento da 300 miliardi di yuan da parte della Banca Popolare Cinese per sostenere l'acquisto di case invendute da convertire in edilizia popolare. Sebbene si tratti di un passo nella giusta direzione, ci vorrà tempo prima di ridurre significativamente l'inventario immobiliare e risollevare i prezzi delle case, in costante calo da metà 2021. Pertanto, manteniamo un approccio cauto.

GRAFICO 14

La stabilizzazione del mercato immobiliare richiederà tempo



Dati al 2 luglio 2024. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

Nel complesso, il nostro scenario base è inalterato. L'economia cinese dovrebbe continuare a espandersi a un ritmo trimestrale di circa il 5% e la crescita attestarsi anche nel 2024 sul nuovo livello potenziale: un 5-6% ben più modesto rispetto al 9% circa registrato tra il 1990 e il 2018.

INFLAZIONE GLOBALE

Ormai vicini al target

A cavallo fra il 2023 e il 2024, l'ultimo miglio nel percorso di contenimento dell'inflazione è stato accidentato per tutti i Paesi sviluppati, con l'unica rilevante eccezione del Giappone. A livello di inflazione *core*, i prezzi dei beni di base sono ormai tornati in linea con i livelli pre-pandemici, mentre l'inflazione da servizi si è mantenuta stabile su entrambe le sponde dell'Atlantico. Nella seconda metà del 2024, ci aspettiamo che i prezzi dei servizi riprendano il loro graduale percorso di decelerazione. Questo processo sarà aiutato da pressioni salariali in affievolimento, margini di profitto che continuano ad assorbire l'aumento del costo unitario del lavoro e una domanda domestica per cui non si prevede più un surriscaldamento. Anche nei mercati emergenti il 2024 vedrà un diffuso rallentamento dell'inflazione nelle maggiori aree geografiche, con un calo più pronunciato in Asia, mentre in America Latina i livelli dei prezzi sono già in una fase di plateau, dato che il processo disinflazionistico era iniziato prima rispetto ad altre aree geografiche. Nel complesso, quindi, ci aspettiamo che il processo globale di calo dei prezzi prosegua nel resto dell'anno per portare l'inflazione globale verso il 3% dal 3,6% di fine 2023.

INFLAZIONE IN USA, AREA EURO E CINA

	CPI Core USA	PCE Core USA	HICP Core Area Euro	CPI Headline Cina
	a/a %	a/a %	a/a %	a/a %
T4 23	4	3,2	3,7	-0,3
2023	4,8	4,1	4,9	0,2
T1 24	3,8	2,9	3,1	0
T2 24	3,5	2,7	2,7	0,3
T3 24	3,4	2,6	2,7	0,7
T4 24	3,3	2,6	2,5	1,2
2024	3,5	2,7	2,7	0,6

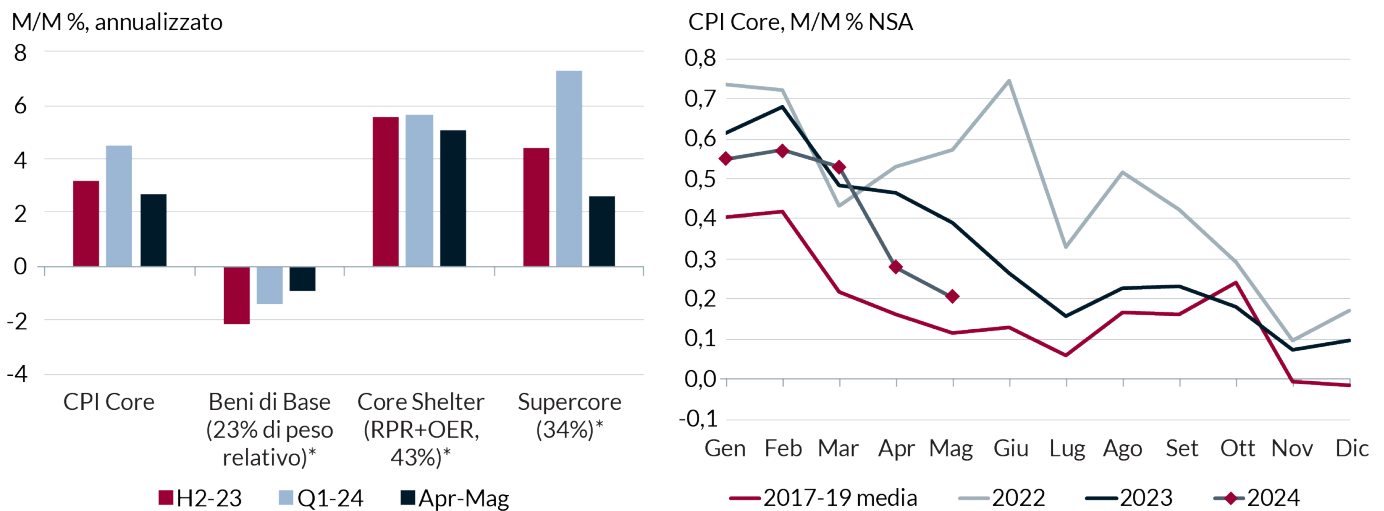
Dati al 2 luglio 2024. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

Stati Uniti - Rallentamento graduale

Dopo un rapido allentamento delle pressioni nell'ultimo trimestre del 2023, i progressi nel processo di disinflazione sono stati limitati all'inizio del 2024, in larga misura a causa di una riaccelerazione dell'inflazione dei servizi e di una ripresa dei prezzi dei beni di base. Tuttavia, i dati di aprile e maggio hanno rafforzato la nostra opinione che le dinamiche registrate nel primo trimestre siano state un'anomalia (**Grafici 15a e 15b**), in gran parte ascrivibile a effetti tecnici e stagionali. L'accelerazione dell'inflazione nei primi mesi dell'anno, infatti, ha riflesso in gran parte gli aumenti dei prezzi in alcune categorie regolate (in particolare servizi di manutenzione e servizi ospedalieri), l'effetto di stagionalità residuale e un incremento piuttosto anomalo della componente OER (owners equivalent rent - 34% di peso relativo nel paniere dell'indice core CPI) nel mese di gennaio, poi rientrato.

GRAFICI 15A E 15B

I dati di aprile e maggio sono stati incoraggianti rispetto alle brutte sorprese del 1° trimestre



Nota al grafico 15A: in parentesi il peso relativo dentro a CORE CPI. RPR+OER = Rent of Primary Residence + Owners Equivalent Rent.

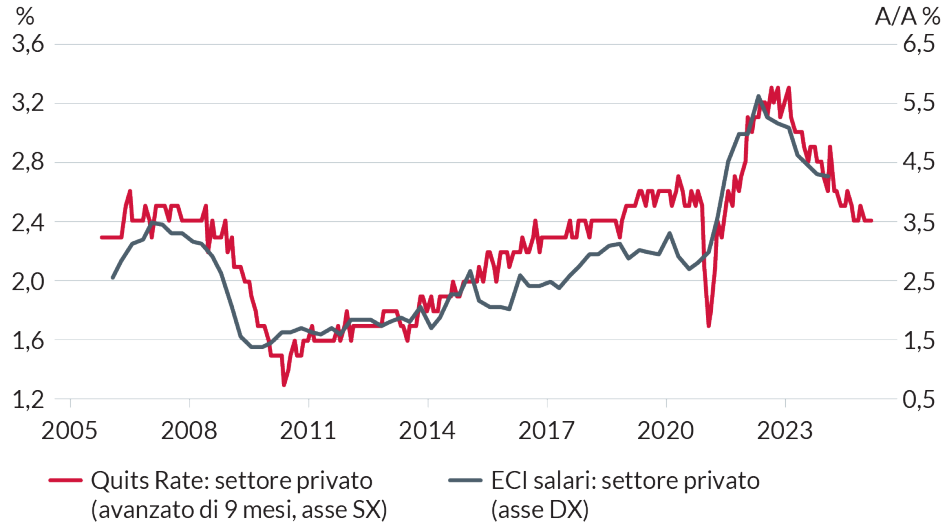
Dati al 2 luglio 2024. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

Restiamo ottimisti sul consolidamento del processo disinflazionistico, per diversi motivi:

1. Il mercato del lavoro si sta ribilanciando e continuerà a farlo, contribuendo a limitare ulteriormente le pressioni salariali (fortemente correlate con l'inflazione dei servizi) - **Grafico 16**.
2. Le aspettative di inflazione rimangono stabili e vicine ai target delle Banche centrali.

GRAFICO 16

Gli indicatori anticipatori segnalano un ulteriore allentamento salariale

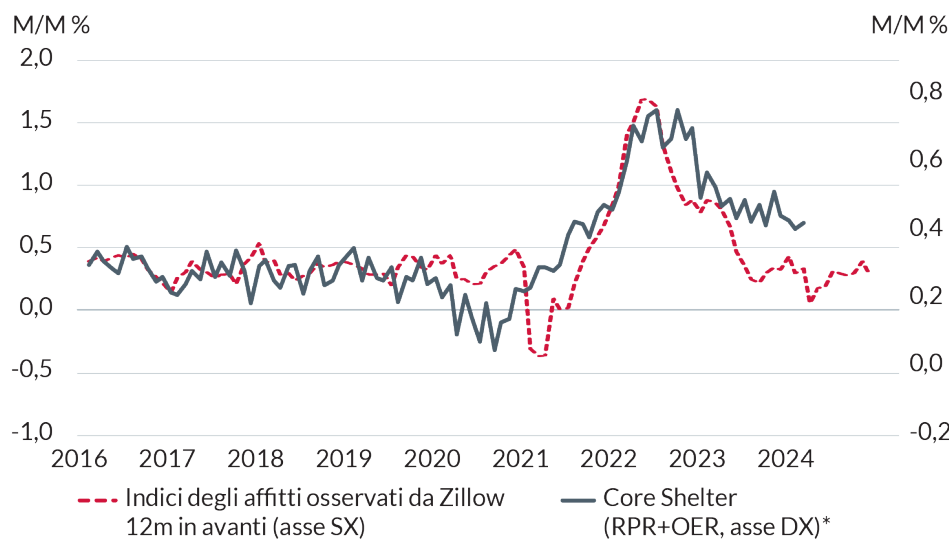


Dati al 2 luglio 2024. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

- Alcune delle componenti dell'inflazione più vischiose e importanti in termini di contributo all'inflazione totale (in particolare i prezzi sugli affitti: i.e. *shelter*) dovrebbero finalmente scalare marcia nella seconda metà dell'anno: i dati di fonte privata sui canoni delle nuove locazioni continuano a segnalare un imminente impulso disinflazionistico per la serie ufficiale del Bureau of Labor Statistics (BLS) - **Grafico 17**.

GRAFICO 17

I leading indicators per l'inflazione *shelter* puntano al ribasso



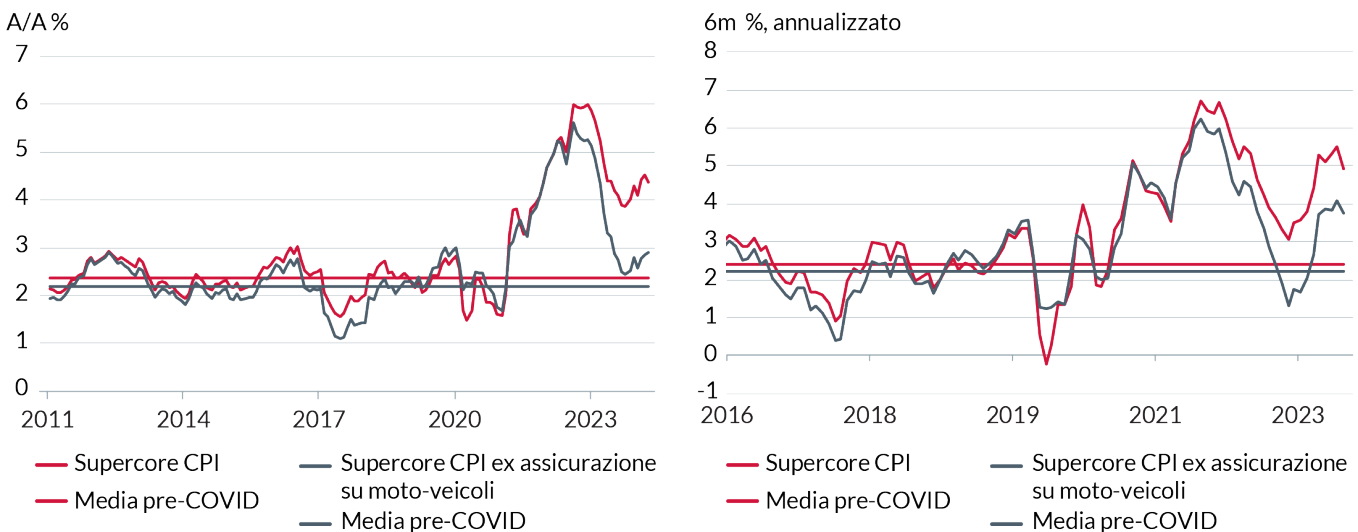
Nota: Core shelter = RPR+OER = Rent of Primary Residence + Owners' Equivalent Rent.

Dati al 2 luglio 2024. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

4. Le pressioni sui prezzi dei servizi al netto degli affitti (la cosiddetta misura *supercore*, monitorata con grande attenzione dalla Fed) dovrebbero continuare ad attenuarsi, stanti le attese di moderazione della domanda per consumi privati (**Grafici 18a e 18b**).

GRAFICI 18A E 18B

Supercore si sta avvicinando ai livelli target



Dati al 2 luglio 2024. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

Nel complesso, ci aspettiamo una graduale decelerazione dell'inflazione *core* nel corso del 2024; la media annua dovrebbe attestarsi al 3,5%, con tassi sequenziali del 3,5% nel secondo trimestre, 3,4% nel terzo trimestre e 3,3% nel quarto.

Area Euro - La volatilità coesiste con la disinflazione

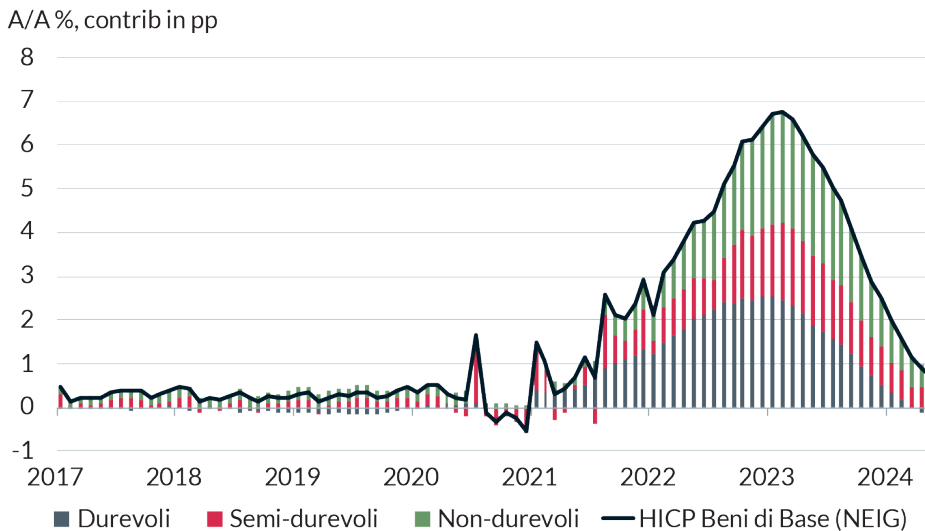
Durante i primi due trimestri del 2024, le pressioni sull'inflazione *core* hanno continuato a palesarsi. Gli aggiustamenti di alcune categorie di prezzi controllati nel mese di gennaio (come le assicurazioni e i servizi ospedalieri), la Pasqua bassa e una combinazione di effetti base sfavorevoli hanno contribuito a tracciare un percorso piuttosto volatile per i prezzi dei servizi, che sono rimasti fermi al 4% su base annua nel primo trimestre. Sebbene aprile abbia portato il primo allentamento dell'anno nei prezzi dei servizi, riflettendo l'inversione di una Pasqua bassa sulle componenti legate ai servizi turistici, maggio ha sorpreso nuovamente al rialzo.

Tuttavia, nonostante una potenziale elevata volatilità sui prezzi dei servizi, soprattutto durante l'estate, rimaniamo dell'idea che le pressioni inflazionistiche abbiano spazio per continuare una graduale moderazione nel corso dell'anno. Per una serie di motivi:

1. I prezzi dei beni di base hanno registrato un notevole indebolimento, passando da un picco del 6,7% su base annua nel primo trimestre del 2023 allo 0,8% del secondo trimestre 2024 e normalizzandosi rapidamente verso la media pre-pandemica (**Grafico 19**). Sebbene gran parte della disinflazione su questa componente sia probabilmente alle spalle, gli indicatori anticipatori lasciano presagire contenute pressioni al rialzo nei prossimi mesi, dato che il *momentum* economico rimane coerente con livelli di prezzi allineati al target di inflazione della BCE.

GRAFICO 19

L'inflazione dei beni di base continua a rallentare



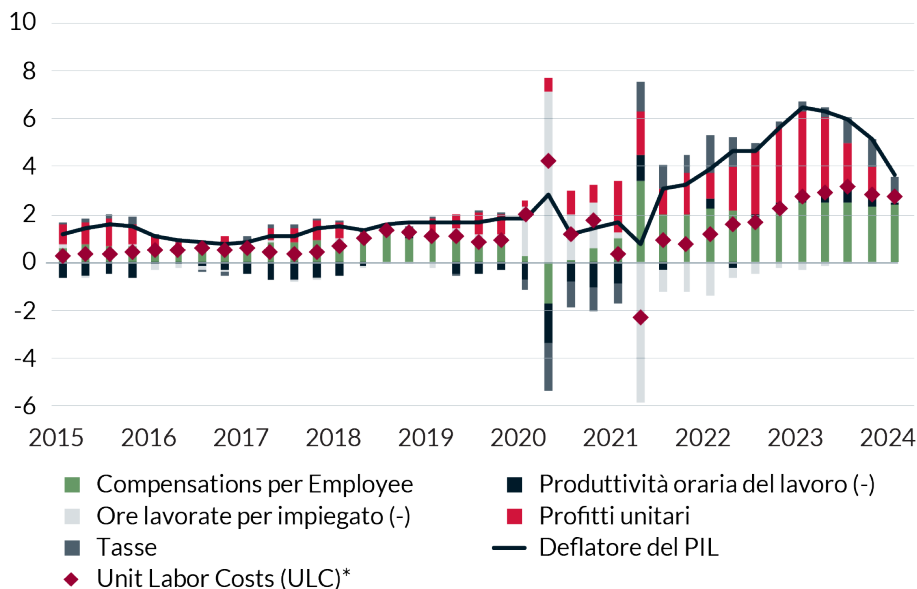
Dati al 2 Luglio 2024. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

2. La decomposizione del deflatore del PIL del primo trimestre indica che i margini di profitto si stanno normalizzando (**Grafico 20**): le imprese stanno assorbendo l'aumento del costo unitario del lavoro, dopo aver accumulato cospicui profitti per due anni. Sebbene l'aumento dei salari (in termini di *compensation per employee* - la misura prediletta dalla BCE) sia salito dal 4,6% annuo del quarto trimestre 2023 al 5,1% nel primo trimestre 2024, riteniamo che questa crescita rifletta un recupero dell'inflazione passata e che i rischi di una spirale prezzi-salari siano bassi. In aggiunta, gli indicatori anticipatori sulle negoziazioni salariali lasciano presagire una progressiva moderazione nel corso dell'anno, che dovrebbe contribuire a ridurre le pressioni sui prezzi a valle e facilitare il compito della BCE (**Grafici 21a e 21b**).

GRAFICO 20

La compressione dei margini di profitto è in atto

A/A, contrib in pp



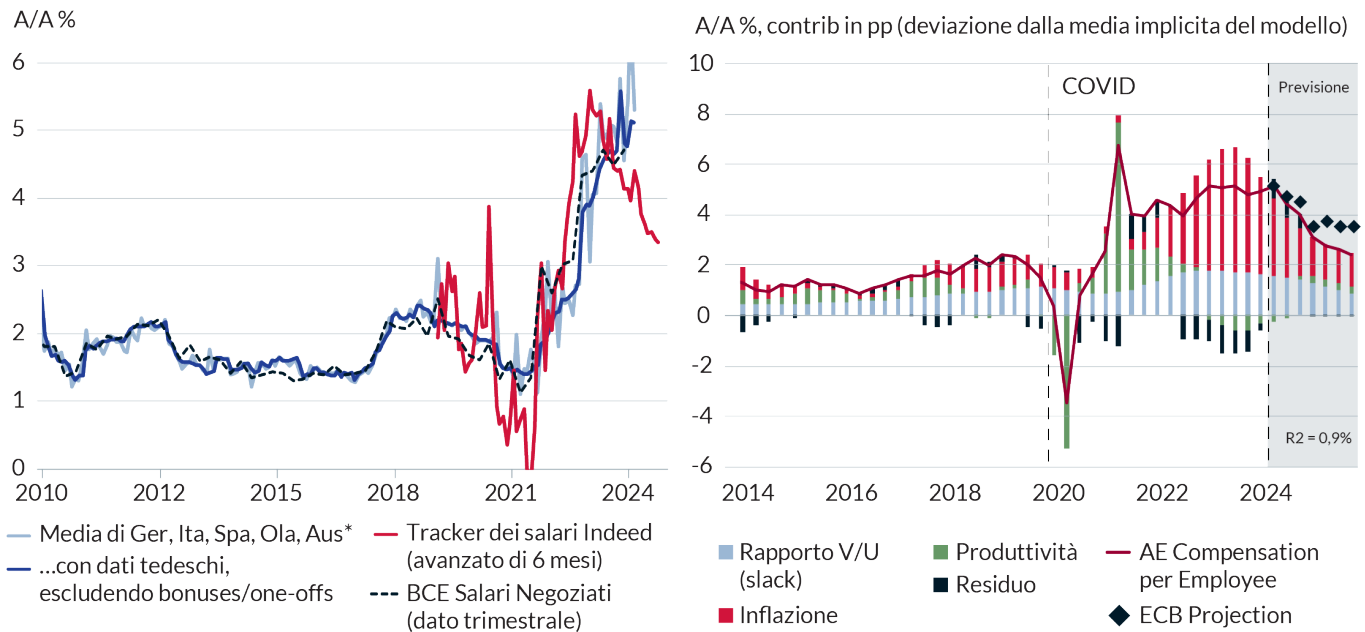
Nota: Scomponiamo ulteriormente la misura di unit labor costs (ULC), come $ULC = \text{compensation per employee} * (\text{employee/ore lavorate}) * \text{ore lavorate/PIL reale}$; quindi con hours/employee e $\text{hourly productivity}$ che riportano una contribuzione negativa a ULC.

Decomposizione in linea con la procedura BCE; si veda: [How do profits shape domestic price pressures in the euro area? \(2019\)](#).

Dati al 2 luglio 2024. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

GRAFICO 21A E 21B

I salari sono attesi in rallentamento



Nota al grafico 21A: la media esclude la Francia, perché quest'ultima pubblica i dati salariali solo su base trimestrale.

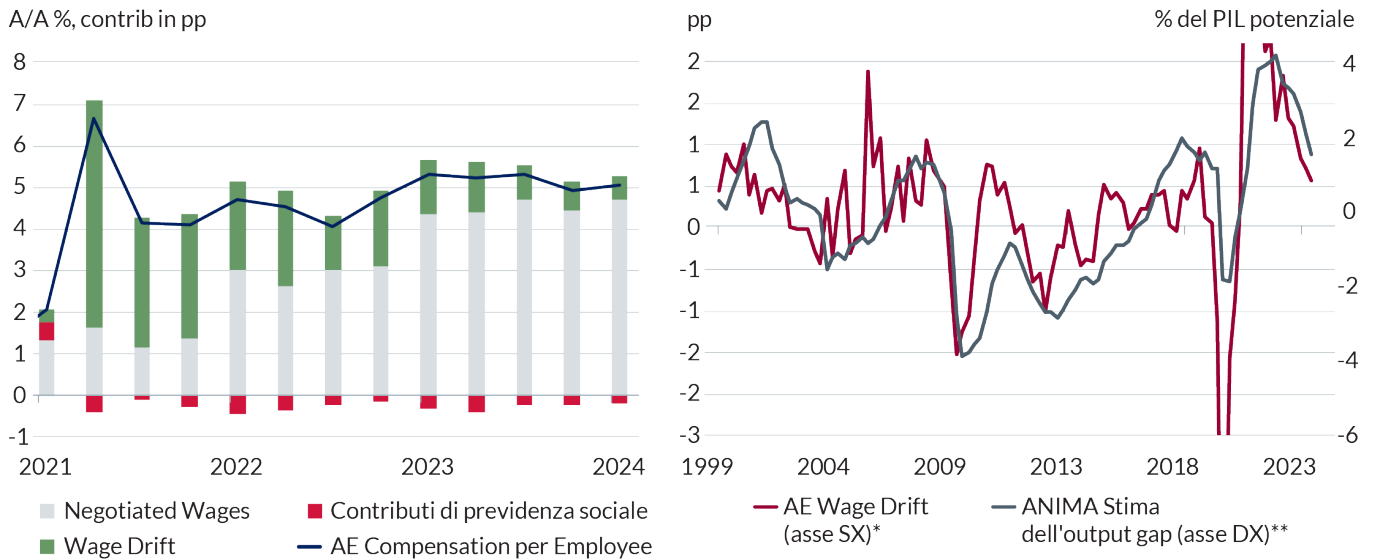
Nota al grafico 21B. Modello basato su una curva di Phillips aumentata che mette in relazione la crescita sequenziale di compensation per employee con misure di slack del mercato del lavoro, catch-up dell'inflazione headline e altri vari fattori (tra cui la crescita laggata dei salari e la produttività tendenziale del lavoro).

Dati al 2 luglio 2024. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

3. A tal riguardo, la BCE può inoltre trovare conforto nel fatto che il *wage drift*, ossia quella misura che cattura la quota di compensazione salariale extra che eccede il salario negoziato (come i bonus), si è moderato (**Grafico 22a**). Con il graduale raffreddamento della domanda di lavoro e l'attenuazione degli squilibri occupazionali, ci aspettiamo che il *wage drift* continui ad allentarsi (**Grafico 22b**), contribuendo ulteriormente a ridurre le pressioni salariali.

GRAFICO 22A E 22B

Il wage drift si sta riducendo



Nota al grafico 22A: il wage drift riflette elementi non concordati attraverso la contrattazione collettiva, come i bonus individuali o le variazioni degli straordinari, e quindi di solito reagisce rapidamente ai cambiamenti delle condizioni economiche. Il wage drift aggregato non è osservabile e viene qui ricavato come differenza tra i tassi di crescita della misura di gross wages and salaries per employee e quelli dei salari negoziati. Si veda: [Holton, Koester, Levadot, ECB Blog \(2024\)](#).

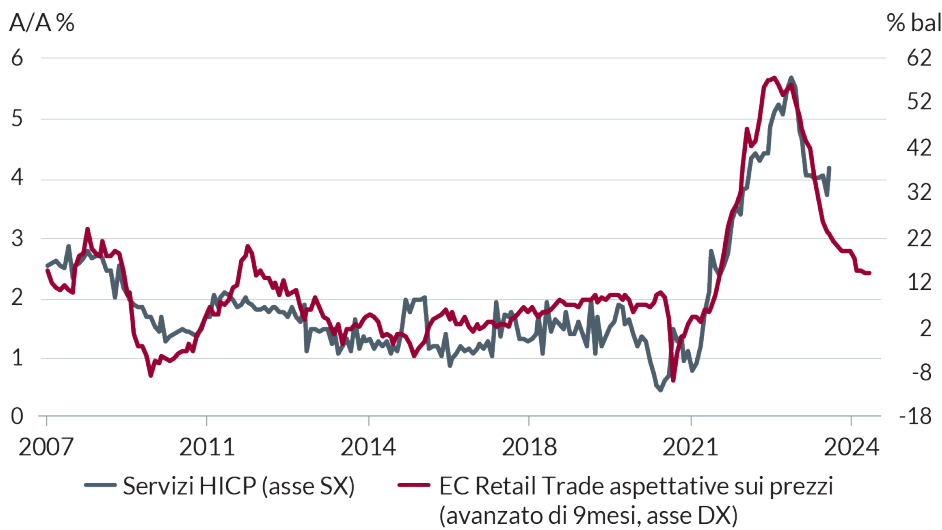
Nota al grafico 22B: l'output gap non è osservabile in tempo reale e può essere stimato solo con un elevato grado di incertezza. Detto questo, gli indicatori di breve termine di slack economico, come i dati di capacity utilization, il tasso di disoccupazione e la componente della EC survey che misura quanto il fattore "lavoro" sta limitando la produzione, possono fornire un segnale in tempo reale sul rallentamento/accelerazione del ciclo economico. Stimiamo una misura di output gap attraverso un unobserved component model che mappa i survey-data (come i fattori "lavoro" che limitano la produzione per la manifattura, le costruzioni e i servizi - ponderati per le quote di GVA) e il tasso di disoccupazione alla dinamica del PIL reale. Per il settore manifatturiero includiamo anche il dato di capacity utilization rate. Per maggiori dettagli si veda: [Trésor-éco, No. 223 \(2018\)](#).

Dati al 2 luglio 2024. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

- Benché durante l'estate il momentum sui prezzi dei servizi possa rimanere volatile, anche a causa dello svolgimento dei Campionati Europei di calcio in Germania e delle Olimpiadi in Francia, la tendenza resterà al ribasso, in coerenza con i segnali offerti da molti indicatori anticipatori (**Grafico 23**).

GRAFICO 23

L'inflazione dei servizi è attesa in moderazione



Dati al 2 luglio 2024. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

Nel complesso, ci aspettiamo che l'inflazione core si attesti al 2,7% nel 2024 e segua un percorso di progressiva moderazione: 2,7% annuo nel secondo trimestre, 2,6% nel terzo trimestre e 2,5% nel quarto.

Cina - Fine della deflazione in vista

L'inflazione è rimasta prossima a zero nel primo trimestre, per poi dare timidi segnali di vita a partire da aprile/maggio. Il *driver* di questa nascente dinamica inflattiva, seppur debole, è la svolta nel ciclo dei prezzi della carne di maiale, che ha toccato i minimi a fine 2023, sta riprendendo quota e dovrebbe continuare a salire almeno fino alla fine dell'estate, sostenendo il livello generale dei prezzi dei generi alimentari. Anche i prezzi alla produzione continuano ad attraversare un processo di reflazione e a maggio hanno registrato la prima variazione positiva su base mensile da fine 2022. In questo contesto, riteniamo che la condizione deflazionistica che la Cina ha sperimentato a partire da gennaio 2023 stia lentamente svanendo, con il traino dei prezzi alimentari, che hanno il peso maggiore nel carrello della spesa dei cinesi. Tuttavia, nel 2024 gli ampi squilibri tra domanda e offerta continueranno a esercitare un freno sui prezzi al consumo.

Sul fronte dell'inflazione core, il trend nella prima metà dell'anno è rimasto pressoché invariato in area 0,6% (lo stesso livello registrato da metà 2023), sulla scia di un'inflazione da servizi che ha mostrato una dinamica debole dopo la fiammata di fine 2023 (**Grafico 24**). L'inflazione originata dai prezzi dei prodotti manifatturieri rimane parimenti fiacca, anche a causa delle pressioni ribassiste esercitate dall'eccesso di produzione interna sui prezzi alla produzione (**Grafico 25**). Questi ultimi dovrebbero mantenersi su un trend di risalita nei prossimi mesi, quanto meno per il contributo degli effetti base.

GRAFICO 24

L'inflazione dei servizi si è indebolita dopo la fiammata di fine 2023

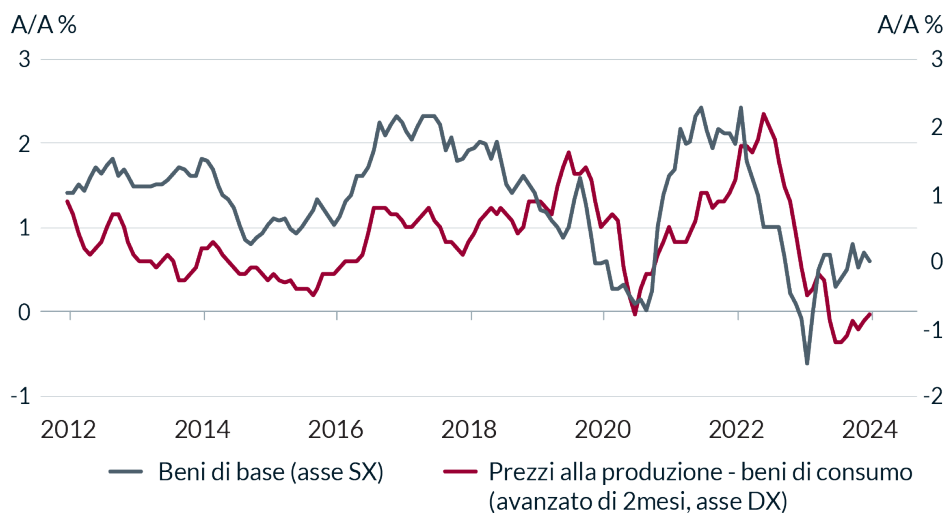


Dati al 2 luglio 2024. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

Il recupero dei prezzi, però, non sarà ampio: restiamo dell'idea che la Cina stia attraversando una fase protratta di bassa inflazione a causa dei cambiamenti strutturali imposti dalle Autorità al sistema Paese. Nella seconda metà dell'anno, con l'equilibrio tra domanda e offerta che resta ancora sbilanciato a favore di quest'ultima, le pressioni sui prezzi aumenteranno gradualmente. Tuttavia, l'inflazione rimarrà di gran lunga inferiore al target del 3% fissato dalla Banca centrale per il 2024.

GRAFICO 25

I prezzi alla produzione hanno subito una forte correzione al ribasso



Dati al 2 luglio 2024. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

BANCHE CENTRALI

Federal Reserve – Verso il primo taglio dei tassi

I dati di inflazione relativi al primo trimestre pubblicati negli Stati Uniti hanno evidenziato una battuta d'arresto nel processo di disinflazione, rendendo la Fed più cauta sul *timing* del primo taglio dei tassi e più *hawkish* nella retorica. Durante la riunione di giugno, i membri del FOMC hanno rivisto al rialzo le proprie aspettative sull'inflazione nel 2024 (da 2,4% a 2,6% per l'inflazione *PCE headline*, da 2,6% a 2,8% per l'inflazione *PCE core*) e il numero di tagli attesi nel 2024 è passato da tre a uno soltanto.

Manteniamo però la convinzione che i tagli effettuati quest'anno saranno due, da 25 punti base ciascuno, in corrispondenza dei *meeting* di settembre e dicembre. Le ragioni sono molteplici:

1. Gli ultimi due report sulla dinamica dei prezzi sono stati incoraggianti: il *momentum* dell'inflazione *supercore* ha rallentato significativamente, in tutte le componenti. Nei prossimi mesi potrebbe tornare una certa volatilità in alcune categorie di prezzi, ma riteniamo che il processo di disinflazione continuerà a progredire.
2. Alla luce del fatto che, nella nostra *view*, l'economia statunitense sta entrando nell'ultima fase del ciclo economico post-pandemico, la nostra lettura dei dati più recenti sui consumi è più cauta rispetto a quella della Fed.
3. Domanda e offerta sul mercato del lavoro continuano nel loro percorso di riequilibrio verso i livelli pre-pandemici.
4. La retorica del presidente Powell rimane più accomodante di quanto suggerito dalle stime macroeconomiche o dalle valutazioni dei membri del FOMC riportate nel grafico a punti (il cosiddetto *dot plot*).

Per quanto riguarda la politica di bilancio, la Fed ha annunciato un rallentamento del *Quantitative Tightening* già a partire da giugno: l'ammontare massimo di *Treasuries* che possono scadere senza essere reinvestiti è passato da 60 a 25 miliardi di dollari al mese. Ci aspettiamo che il programma si concluda nel primo trimestre del 2025, lasciando sul bilancio un elevato stock di *Treasuries* (al momento, la Fed detiene circa il 16% del debito governativo negoziabile degli Stati Uniti).

Banca Centrale Europea – Un approccio graduale ai prossimi tagli

Nella riunione di giugno, la Banca Centrale Europea ha tagliato i tassi di 25 punti base, ma senza fornire indicazioni aggiuntive sugli interventi futuri. La retorica dei diversi esponenti del Consiglio resta complessivamente molto cauta, incentrata sul mantra per cui il ritmo e la portata dei tagli dipenderanno dal flusso dei dati. L'approccio rimarrà cauto e graduale. In

aggiunta, la presidente Lagarde ha lasciato intendere che il livello dei tassi rimarrà restrittivo, anche in caso di ulteriore allentamento monetario.

Ci aspettiamo altri due tagli di 25 punti base ciascuno nel 2024, uno in meno rispetto alle stime di inizio anno, per diversi motivi:

1. Le previsioni di crescita per l'Area Euro nel 2024 sono state riviste leggermente al rialzo, dopo che il report sul PIL del primo trimestre ha evidenziato una resilienza dell'economia più marcata del previsto.
2. Le pressioni sui prezzi continueranno ad allentarsi nei prossimi mesi, ma l'inflazione dei servizi potrebbe restare volatile durante l'estate, spingendo la BCE a mantenere una retorica moderatamente *hawkish*.
3. Le probabilità che la Fed tagli i tassi prima di settembre sono molto basse e questo riduce i margini di manovra anche per la BCE. Nella storia recente, la BCE ha quasi sempre tagliato o alzato i tassi dopo la Fed: un intervento aggressivo in anticipo rispetto alla Banca centrale americana avrebbe un impatto difficile da quantificare e appare per questo meno probabile.

Cina – Le autorità continueranno a supportare l'economia, ma guardando al futuro

Il tiro alla fune in corso in Cina tra la riaccelerazione "organica" dell'economia e l'intervento di supporto "inorganico" delle Autorità politiche non è destinato a esaurirsi nel breve termine. Nel secondo trimestre, i policymaker hanno approvato nuove misure per iniziare a smaltire almeno una parte minoritaria dello stock di immobili costruiti e invenduti accumulati dal settore privato. Il comparto immobiliare, infatti, continua a sperimentare difficoltà. Questo provvedimento supporta la nostra tesi che le Autorità abbiano l'obiettivo di supportare la crescita con interventi *ad hoc* solo se e quando sia necessario per raggiungere l'obiettivo di un'espansione del PIL del 5%, che riteniamo sia il nuovo standard di crescita per il futuro prevedibile.

Infatti, di fronte al rischio di un rallentamento dell'attività economica, durante la riunione del Politburo di fine aprile le politiche di intervento sono state rapidamente adeguate, incrementando le emissioni nette di SGB (*Special government bonds*, o Obbligazioni governative speciali). In aggiunta, il Consiglio di Stato ha chiesto di agevolare l'attuazione delle misure già deliberate per favorire le compravendite immobiliari e ha promesso di esplorare nuove politiche per ridurre ulteriormente lo stock di immobili invenduti. Durante il Politburo di luglio, ci aspettiamo che il focus si sposti sul fronte dell'avanzamento e della supremazia tecnologica, che sarà il nuovo obiettivo strategico in cui la Cina investirà ingenti risorse.

Con riferimento alla politica monetaria, il quadro è largamente invariato rispetto a inizio anno: ci aspettiamo che la PBoC tagli il coefficiente di riserva obbligatoria di 50 punti base e il tasso monetario di riferimento di 10 punti base entro fine anno. I rischi rimangono orientati verso un potenziamento più incisivo degli stimoli, una volta che la Fed avrà avviato il ciclo espansivo.

Anima Investment Research & Advisory



Fabio Fois
Head of Investment
Research & Advisory
fabio.fois@animasgr.it



Miriam Berizzi
Head of Investment Advisory
miriam.berizzi@animasgr.it



Valerio Ceoloni
EM and FX Strategist
valerio.ceoloni@animasgr.it



Chiara Cremonesi
Senior Rates Strategist
chiara.cremonesi@animasgr.it



Matteo Gallone
Junior Macroeconomist
matteo.gallone@animasgr.it



Francesco Ponzano
Junior Equity Strategist
francesco.ponzano@animasgr.it



Cosimo Recchia
Senior Equity Strategist
cosimo.recchia@animasgr.it



Paolo Teruzzi
Investment Advisory
paolo.teruzzi@animasgr.it

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 10 luglio 2024.