**Schroders – Usa: il ritorno della crescita dei redditi reali è una buona o una cattiva notizia per gli investitori?**

A cura di **George Brown, Economist, Schroders**

Il premio Nobel per l'economia Milton Friedman una volta ha osservato che "l'inflazione è una tassazione senza legislazione". Pochi americani non sarebbero d'accordo con questa affermazione, vista l'esperienza degli ultimi anni. Infatti, **l’aumento dei compensi dei lavoratori a un ritmo più veloce da una generazione a questa parte è stato compensato dal forte aumento dell'inflazione che ha sconvolto decenni di prezzi bassi e stabili.**

Ciononostante, i consumi reali delle famiglie sono cresciuti costantemente in questo periodo. Poiché, durante la pandemia, gli Stati Uniti non disponevano né di un sistema di mantenimento dei posti di lavoro né di un sistema di sussidi salariali, inizialmente sono stati licenziati circa 22 milioni di lavoratori. Con l'allentamento graduale delle restrizioni, le imprese hanno ricostruito la propria forza lavoro, sostenendo così una crescita forte e costante dei consumi.

È quindi più sensato considerare **la spesa reale delle famiglie in termini assoluti**. E in questo senso la situazione è ancora più straordinaria. **Non solo è ritornata sui livelli pre-pandemici nel giro di un anno, ma ha poi superato il trend del decennio precedente** anche nel contesto della più forte e prolungata compressione dei redditi reali degli ultimi 40 anni. Come hanno fatto le famiglie a raggiungere questo risultato?

I risparmi stanno diminuendo...

In parole povere, **i consumatori sono riusciti a colmare il deficit utilizzando i risparmi "in eccesso" accumulati durante la pandemia**. I fattori che hanno contribuito sono i trasferimenti fiscali diretti, come gli assegni di stimolo all’economia, e l'assistenza indiretta, come le moratorie sugli sfratti e sui prestiti agli studenti. Inoltre, le regole di distanziamento sociale e le chiusure di attività commerciali nel 2020 hanno ristretto gli sbocchi per la spesa dei consumatori, causando anche un aumento dei risparmi.

Secondo le nostre stime, questi fattori hanno generato poco più di **2.000 miliardi di dollari di risparmi in eccesso. Ma questi sono quasi esauriti, con solo circa l'8% rimanente**. Sospettiamo quindi che le famiglie accantoneranno sempre più una parte del loro reddito disponibile. Ciò potrebbe pesare sui consumi delle famiglie nel corso dell'anno, insieme ad altri fattori come la ripresa del rimborso dei prestiti agli studenti.

Ma la crescita dei redditi reali è finalmente tornata

Ciononostante, c'è stato uno sviluppo importante: **la crescita dei redditi reali è finalmente tornata positiva. Il principale fattore trainante è stato il calo dell'inflazione**, con il tasso annuo dell'IPC che è passato da un picco del 9% ad appena il 3% nell'ultimo anno. Sebbene le possibilità di ulteriori cali siano limitate, ora che l'impennata dei prezzi dell'energia si è in gran parte esaurita, ci sono anche poche ragioni per aspettarsi un forte aumento dell'inflazione nel breve termine.

Nel frattempo, gli indicatori anticipatori suggeriscono che la crescita dei compensi si modererà, pur rimanendo a tassi rispettabili. Inoltre, per il momento non sembrano essere previsti licenziamenti generalizzati. Sembra quindi che i consumatori statunitensi siano destinati a godere di un periodo di crescita dei redditi reali almeno per il prossimo anno, che potrebbe essere sufficiente a sostenere la spesa anche di fronte ai venti contrari che dovrebbero emergere.

La crescita dei redditi reali è una buona o una cattiva notizia per gli investitori?

Da un lato, **questo si aggiunge alla crescente evidenza che l'economia statunitense potrebbe essere diretta verso un atterraggio morbido**. Le condizioni del mercato del lavoro sembrano normalizzarsi gradualmente da livelli eccessivi e vi sono segnali che il settore manifatturiero ha superato il suo minimo ciclico. Inoltre, l'inflazione di fondo dell'IPC si è notevolmente attenuata dopo aver eliminato i valori anomali idiosincratici come i prezzi degli alloggi e delle auto usate.

Tuttavia, gli investitori dovrebbero essere altrettanto preoccupati per la fine della compressione dei redditi reali. **Le famiglie potrebbero non risparmiare una quota maggiore del loro reddito, come ci aspettiamo, ma destinarlo maggiormente a spese aggiuntive**. Ciò potrebbe far riemergere le tensioni dal lato dell'offerta, portando a una ripresa delle pressioni inflazionistiche e alla prospettiva di effetti di secondo impatto.

Nel complesso, riteniamo che un "atterraggio morbido" allevierebbe la pressione sull'inflazione, consentendo alla Fed di tagliare i tassi di interesse prima e a livelli più bassi. Mentre nello scenario alternativo di "resilienza dei consumatori", dovrebbe alzare maggiormente i tassi e far precipitare l'economia in una profonda recessione.

Due fattori da monitorare

**Quale di questi risultati potrebbe concretizzarsi dipende da due fattori. Il primo è se la produttività riuscirà a tenere il passo**. Nel 2020 ha avuto un'impennata grazie al licenziamento dei lavoratori poco qualificati, mentre i dipendenti più produttivi hanno potuto passare al lavoro a distanza. Da allora la produttività si è costantemente indebolita con la normalizzazione della composizione della forza lavoro, tanto da normalizzarsi sul suo trend.

Non è chiaro se la produttività sarà in grado di tenere il passo con i salari reali. Ci sono ragioni per essere ottimisti, vista la considerevole spesa in conto capitale delle imprese grazie all’Inflation Reduction Act. Tuttavia, tali investimenti non sempre si traducono in aumenti di produttività, che possono essere influenzati da una serie di fattori. In ogni caso, è un aspetto che monitoreremo attentamente nei prossimi trimestri.

**Il secondo fattore determinante è la ripresa del tasso di partecipazione**. Rimane di circa 0,7 punti percentuali al di sotto del livello di febbraio 2020. Questo deficit si è concentrato tra i lavoratori più anziani che sono andati in pensione anticipata e che difficilmente torneranno in numero sufficiente. Piuttosto, qualsiasi ripresa del tasso di partecipazione dovrà probabilmente provenire dall'immigrazione, che ha registrato un'incoraggiante ripresa.

Cosa aspettarsi dal futuro

**A condizione che la produttività torni a normalizzarsi in linea col suo trend e che l'offerta di lavoro migliori, un atterraggio morbido è il risultato più probabile**. Tuttavia, a differenza dello scenario delineato nelle nostre previsioni, il tasso di disoccupazione è ancora di circa 0,8 punti percentuali al di sotto delle stime del NAIRU. Pertanto, in assenza di una recessione, potrebbe essere necessario un periodo prolungato di crescita inferiore al trend per frenare sufficientemente l'eccesso di domanda.

Pertanto, **se da un lato l'attenuazione dell'inflazione e dell'aumento dei posti di lavoro indica che l'ultimo rialzo della Fed sarà probabilmente l'ultimo, dall'altro sospettiamo che una svolta della Fed sia ancora lontana**. In ultima analisi, è probabile che il FOMC continui a temere il rischio di effetti di secondo impatto e che rimanga quindi paziente nel garantire che non allenterà prematuramente la politica monetaria, al fine di salvaguardare il rischio previsto dal nostro scenario di resilienza dei consumatori.