

La discesa dell'inflazione è la stella polare che guida i mercati finanziari oggi. Assieme al rafforzamento della crescita globale

Autori



Luca Paolazzi

Economista e Advisor
Ceresio Investors



Ishtaj Rahman

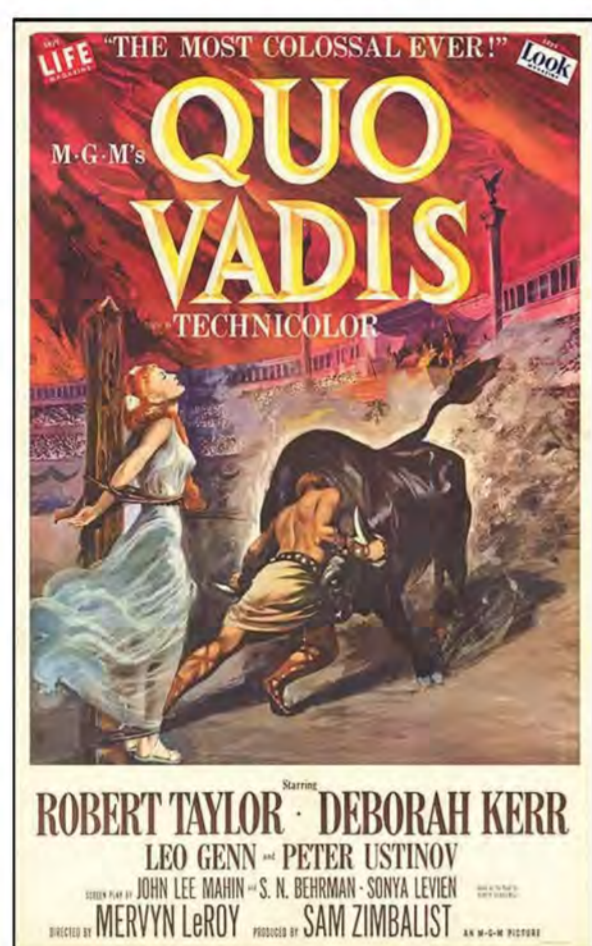
Director - Belgrave
Capital Management Ltd

In sintesi

- Il rallentamento del costo del lavoro, la maggiore stabilità dei costi delle materie prime e l'esaurimento degli effetti dei lockdown puntano al raffreddamento dei prezzi al consumo.
- I dati dei primi mesi del 2024 sono stati distorti dalle nuove politiche delle imprese di adeguamento dei listini.
- La temperatura del costo della vita resterà più alta che nel decennio precedente la pandemia, quando i rischi erano sbilanciati verso la deflazione.
- Si sono moltiplicati i segnali di consolidamento della ripresa internazionale, grazie a Cina ed Eurozona.
- I tassi di interesse scenderanno, più nella parte a breve che in quella a lunga.
- Quali sono le scelte di portafoglio e perché la gestione attiva dell'investimento azionario torna a essere premiante.
- Le informazioni positive del viaggio in Asia dei gestori di Ceresio Investors.

Le quattro forze che freneranno i prezzi al consumo

Quo vadis **inflazione**? Se avesse la parola, la dinamica dei prezzi al consumo risponderebbe:



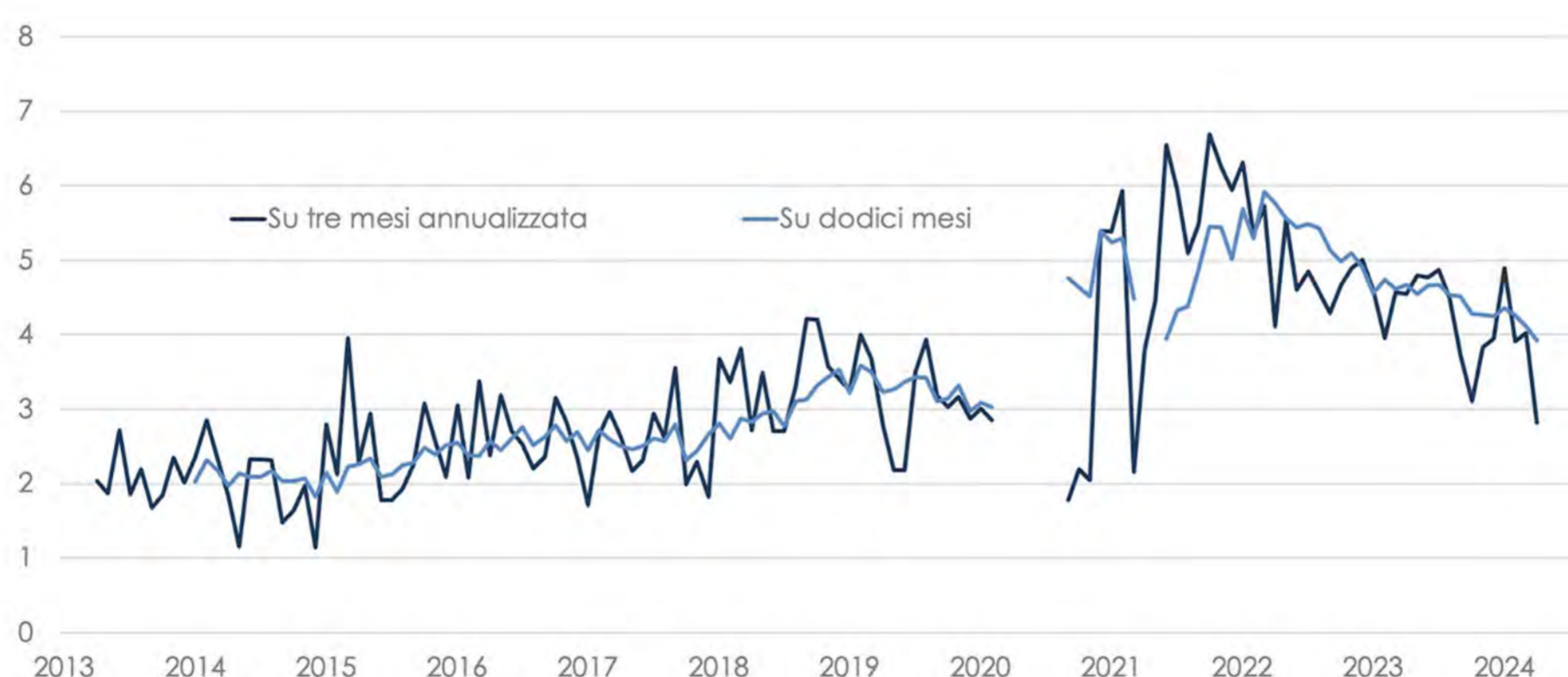
«Vado giù». Nel senso che scende. Risposta non scontata, dopo l'andamento osservato nei mesi recenti negli Stati Uniti e nell'Eurozona. In effetti, le prime tre letture **statistiche americane** del 2024 hanno sorpreso tutte al rialzo e la variazione tra dicembre e marzo,

riportata ad anno, ha segnato +4,5%, ossia più del doppio dell'obiettivo della FED, dal +2,0% registrato nei tre mesi precedenti. Nell'**Eurozona** lo stesso tipo di indicatore, che tiene conto dei fattori stagionali, è balzato dallo 0,5% in gennaio al 3,5% in aprile. Dunque, la "risposta" dell'inflazione è mendace? O trova fondamento in altre evidenze empiriche? La seconda ipotesi, ed ecco perché, partendo dagli Stati Uniti.

La prima è che la **corsa delle retribuzioni** sta frenando: su base annua è scesa in aprile sotto il 4% per la prima volta dal giugno 2021, e su

base trimestrale è caduta al 2,8% annualizzato, il minimo da marzo 2021, quando ancora molto forte era l'influenza della pandemia (Grafico 1). Perché è importante l'andamento dei salari per capire come andranno i prezzi? Perché è la **prima determinante** dell'inflazione fatta in casa, cioè non dipende da shock esterni (come la variazione del costo delle materie prime) e può essere governata dalla politica economica, monetaria anzitutto. Inoltre, la stragrande maggioranza dei prodotti acquistati dai consumatori è **composta da servizi**, e i servizi sono fatti utilizzando in modo intensivo il lavoro. Quindi, l'andamento del costo del lavoro è essenziale per capire come va l'inflazione. Certo, conta anche la dinamica della **produttività del lavoro**: se la produttività sale molto, anche il costo del lavoro può far lo stesso senza causare inflazione; ma la produttività ha un trend stabile nel tempo, perché dipende da fattori di lungo periodo. Mentre le retribuzioni sono più sensibili alle condizioni di breve termine, come il tasso di disoccupazione, l'inflazione passata e quella attesa.

Gr. 1 - Frena la corsa dei salari USA
(Salario orario, var. %)



Sono state tolte le variazioni accentuate dall'impatto pandemico
Fonte: elaborazione REF Ricerche su dati US BLS

Nell'**Eurozona** anche si osserva un raffreddamento, almeno osservando i **salari offerti** da chi cerca lavoratori (Grafico 2). C'è però un'importante differenza rispetto agli USA: là c'è poca **contrattazione sindacalizzata** e i salari reagiscono più velocemente ai mutamenti delle condizioni economiche; qua è l'opposto e i contratti nazionali centralizzati reagiscono **con ritardo**, e questo vuol dire che le prossime tornate negoziali dovranno in qualche modo incorporare un recupero di potere d'acquisto.

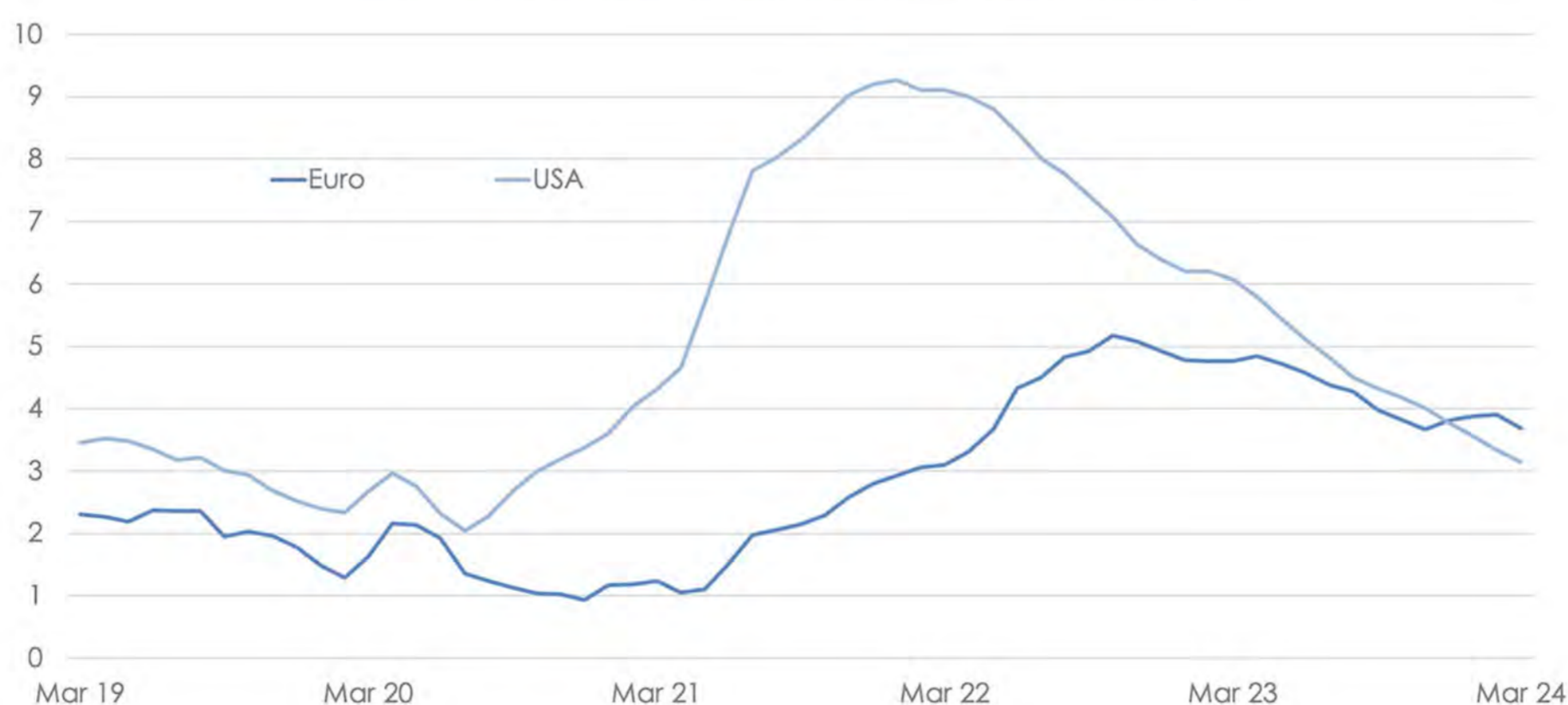
Comunque, l'andamento recente delle retribuzioni, statunitensi e in parte europee, **promette** minori incrementi dei prezzi nei prossimi mesi.

La seconda ragione per credere nella prossima discesa dell'inflazione è **statistica**. Dopo un lungo periodo di inflazione bassa, quale è stato quello prima della pandemia, le tecniche di depurazione dei **fattori stagionali** (per esempio: i prezzi dei gelati vengono ritoccati, se lo sono, all'inizio della bella stagione e quelli dei panettoni a ridosso delle feste natalizie) hanno incorporato pochi, infrequenti e irregolari aggiustamenti dei prezzi. Con l'inflazione un po' più alta, le imprese devono cambiare i listini ma cercano di farlo una volta l'anno, perché è sempre una fase delicata da gestire con la

clientela; di solito ciò avviene nei **primi mesi dell'anno nuovo**. È anche questa una forma di stagionalità, che però i filtri statistici attuali non colgono, perché tarati sulle lunghe serie di dati del passato, e non riescono a "spalmare" quei rialzi concentrati tra gennaio e marzo lungo l'arco dell'annata intera. Così nel primo trimestre dell'anno sembra che l'inflazione acceleri.

La terza ragione si chiama **interessi**: l'urto delle interruzioni delle **catene del valore**, sperimentate tra 2020 e 2022, si trasmette con ritardi variabili sulle diverse voci del costo della vita. Per esempio, la mancanza di componenti, tra cui i microchip, ha centellinato la produzione di **automobili nuove**, facendone aumentare il prezzo, che poi ha fatto rincarare le **auto usate** (più richieste perché quelle nuove non c'erano), e poi i costi di **manutenzione e riparazione**, e poi i servizi di **noleggio**, e poi il costo delle **assicurazioni**... Ora i prezzi delle auto, nuove e vecchie, non salgono più, e anzi ci sono sconti (specie in assenza di incentivi verdi), e anche altri costi sono fermi, mentre continuano a rincarare le assicurazioni, perché le compagnie non hanno ancora un quadro completo di quanto sia aumentato il risarcimento dei danni.

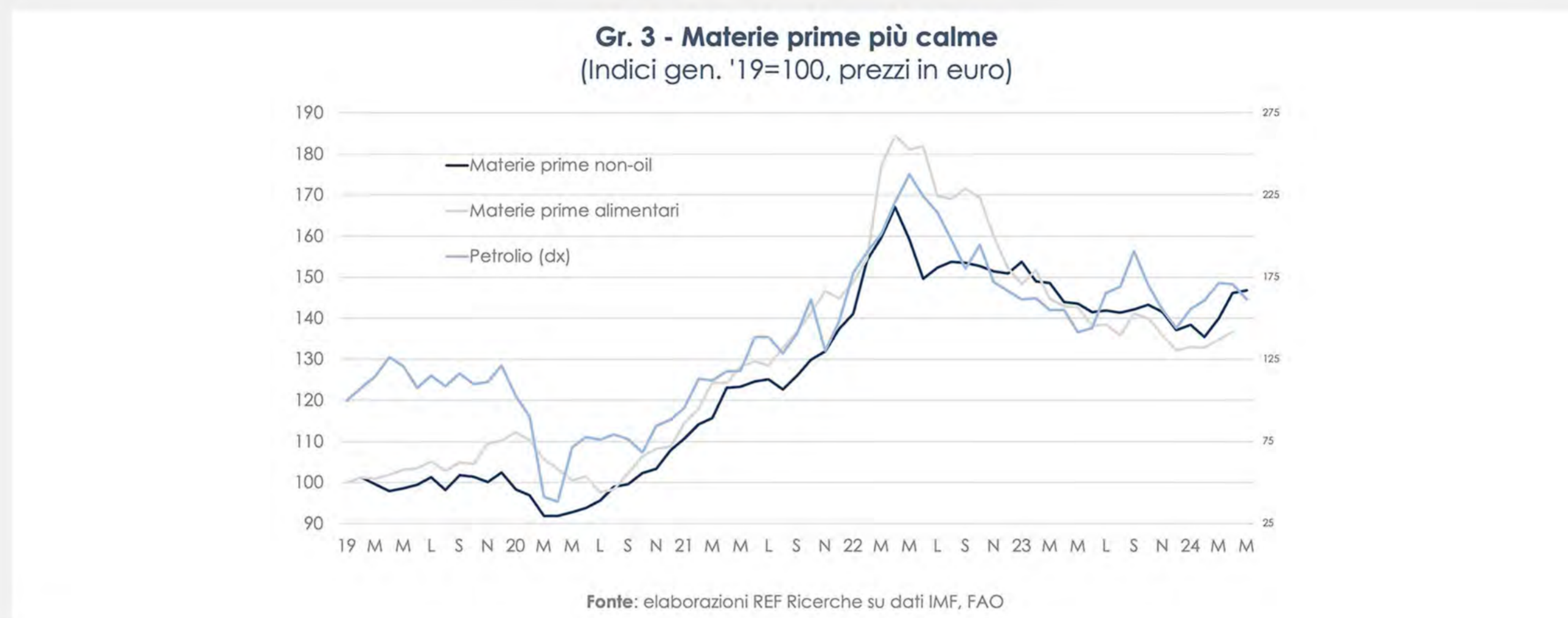
Gr. 2 - Salari offerti più freddi lentamente
(Var % annue, medie mobili di tre termini)



Fonte: elaborazioni REF Ricerche su dati Indeed

Infine, le **quotazioni delle materie prime**, dopo la violenta altalena scatenata dalla guerra della Russia all'Ucraina, si sono stabilizzate su valori decisamente inferiori ai picchi, sebbene

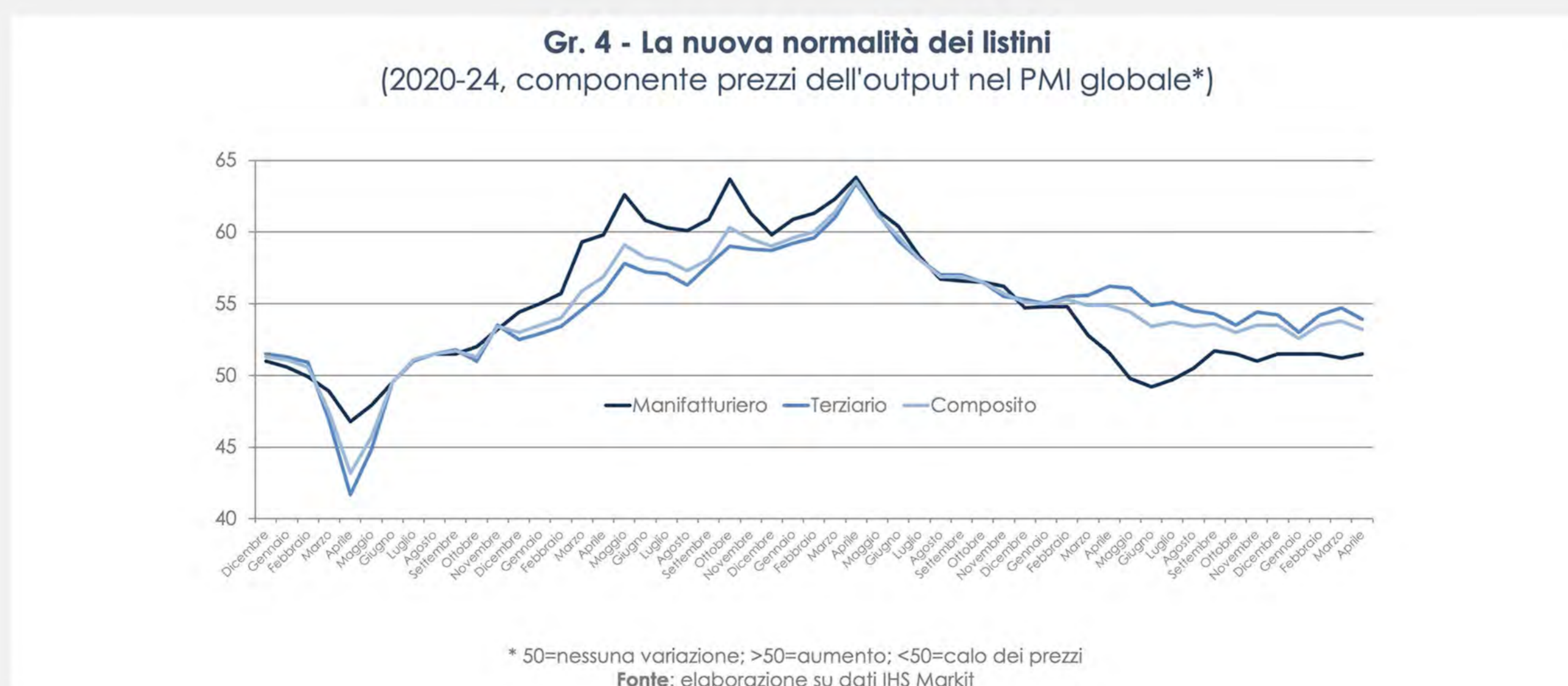
più alti di quelli del 2019 (Grafico 3). Nonostante il rialzo recente di alcuni input industriali, come il rame, che annusano il profumo della ripresa globale.



La crescita globale si consolida

Ecco, proprio di **ripresa** è ora opportuno parlare. Ma prima sottolineiamo un ultimo aspetto dell'inflazione: scende e scenderà, sì, ma il quadro che prevaleva, nei numeri e nella percezione, prima della pandemia è finito in soffitta. Avremo un'**inflazione "normale"**, ossia in linea con quello che accadeva prima della Grande crisi finanziaria. Con fattori che la spingeranno su (rarefazione di lavoratori, anche

per dinamiche demografiche; transizione verde; deglobalizzazione) e altre che la conteranno (concorrenza accentuata da commercio on-line; digitalizzazione delle produzioni; intelligenza artificiale). Per cui la componente prezzi dell'indagine presso i direttori degli acquisti (PMI) non scenderà ai livelli di quattro anni e mezzo fa (Grafico 4).

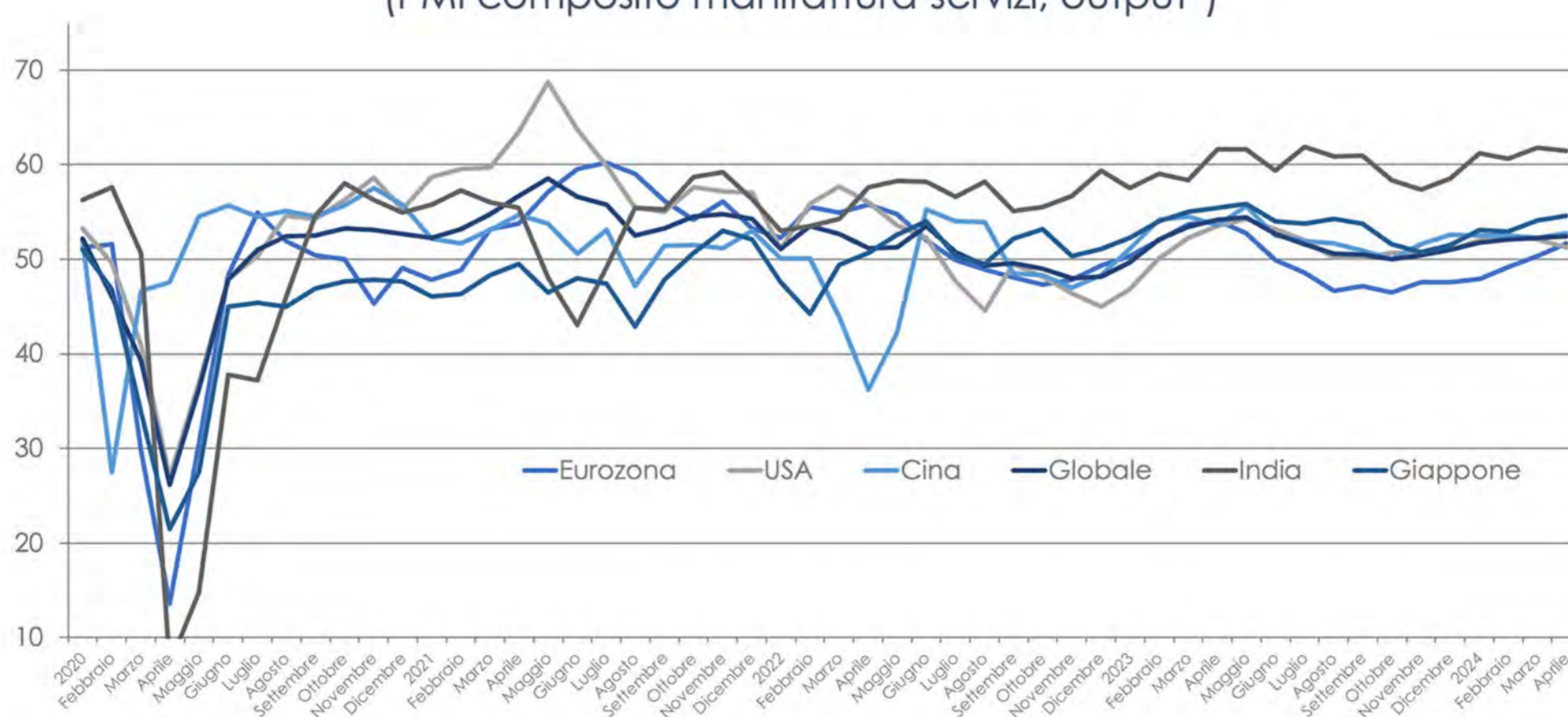


Sul fronte della ripresa si stanno moltiplicando i **segnali di accelerazione globale**. Da due punti di vista: la corallità e la velocità. Nella **corallità** si deve registrare, con un po' di sollievo, che si è unita la voce dell'Eurozona, finora la grande assente. Nella **velocità**, il progresso nell'indice output composito (manifatturiero+terziario privato) è stato risicatissimo (52,4 in aprile, da 52,3) ma comunque ha permesso di toccare il massimo da giugno 2023. Ciò è avvenuto nonostante la **perdita di slancio USA**, e grazie all'ulteriore cambio di passo della **Cina**, uscita dalla palude in cui era precipitata con la politica del Covid-zero (che è terminata a fine 2022), e dell'**Eurozona**, appunto (Grafico 5).

Tuttavia, nell'Eurozona in particolare spiccano **due differenze**: geografica, con Spagna e Italia che vanno meglio di Francia e Germania; **settoriale**, con il manifatturiero ancora in recessione e **i servizi** che fanno da motore. A ben vedere, le due differenze si riducono a una sola, che è quella settoriale, data la difficoltà dell'**industria automobilistica** di transitare verso la motorizzazione elettrica, che comporta un drastico taglio del valore aggiunto a parità di prezzo del veicolo. Infatti, su quest'ultimo incide drammaticamente il costo delle batterie, che peraltro sono prodotte ancora in misura ridotta in Europa, e le materie prime di cui sono fatte nel Vecchio continente proprio non ci sono.

La forza della ripresa globale si può leggere anche sul fronte degli **ordinativi**, che continuano a salire, anche se non hanno accelerato in marzo, e su quello dell'**occupazione**, che pure continua ad aumentare. Quest'ultima è particolarmente importante, perché alimenta i redditi e la fiducia delle famiglie e quindi i **consumi**, che sono la parte più rilevante dei sistemi economici. Si potrebbe parafrasare un vecchio detto francese: finché i consumi vanno, tutta l'economia va. E teniamo presente che, secondo i nostri calcoli, c'è ancora un ampio **eccesso di risparmio** nei borsellini familiari; parliamo del risparmio forzato accumulato durante i mesi di lockdown, quando i redditi erano tenuti su dagli aiuti pubblici e le spese erano tenute giù dai limiti alle uscite da casa e alle aggregazioni sociali.

Gr. 5 - Corallità+velocità=ripresa solida
(PMI composito manifattura-servizi, output*)



*>50 espansione, <50 contrazione
Fonte: elaborazione REF Ricerche su dati IHS Markit

Le ricadute per le scelte di portafoglio

Quali implicazioni per gli **investimenti finanziari** si possono far discendere da questo insieme di valutazioni sull'inflazione e sulla ripresa? I cardini attorno a cui ruotano le decisioni sono essenzialmente due: l'evoluzione dei tassi di interesse e quella degli utili aziendali.

I **tassi di interesse** viaggiano lungo uno spettro temporale molto ampio, dal brevissimo al lunghissimo termine. E ciascuna scadenza ha un diverso impatto sul sistema economico e su quello finanziario, quindi sugli asset da scegliere e quelli da evitare. La curva dei rendimenti rappresenta plasticamente il costo del denaro oggi e nel futuro, secondo le aspettative presenti.

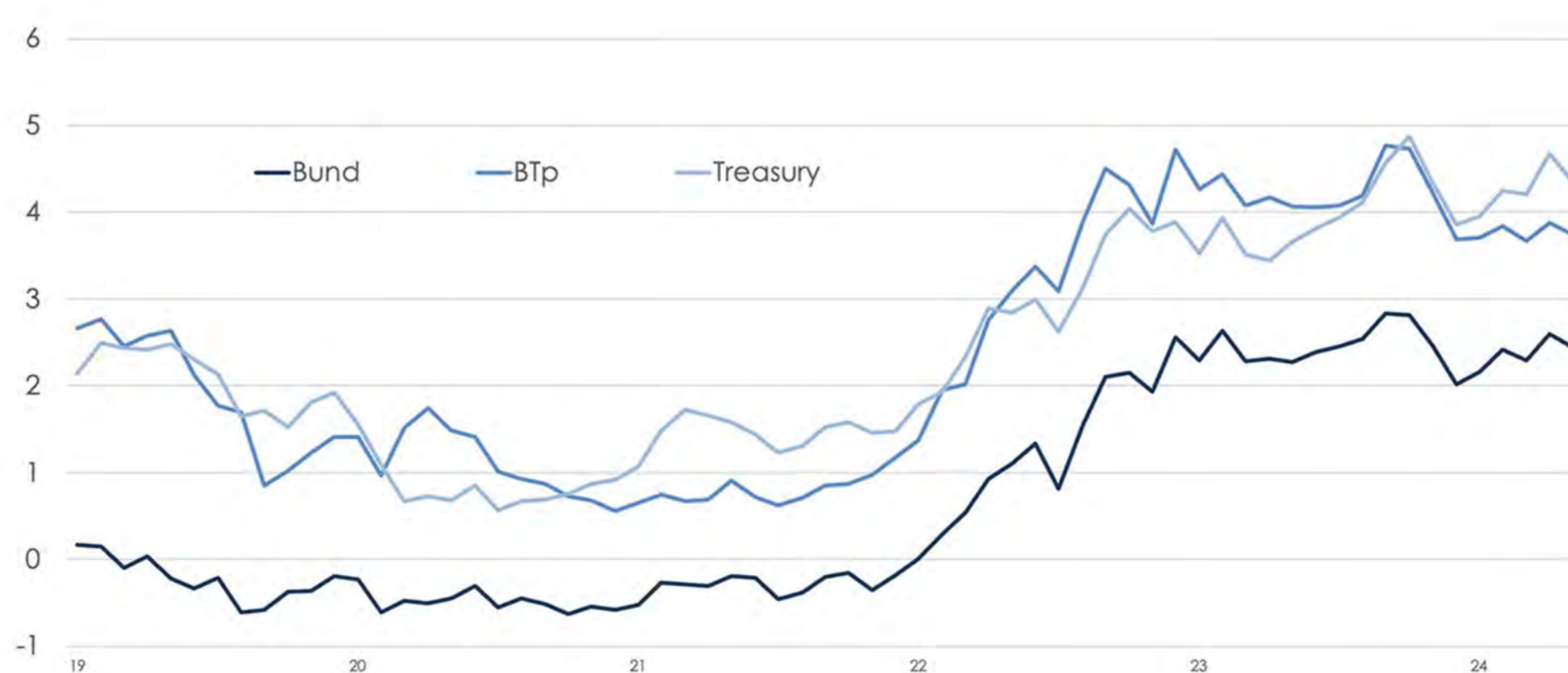
Questa curva normalmente ha una **pendenza positiva**: con i tassi a breve inferiori a quelli a lunga, essendo i titoli brevi a rischio nullo mentre quelli che saranno rimborsati più in là risentono dell'imprevedibilità dell'erosione monetaria (rischio inflazione) e dell'incertezza sul prezzo di liquidazione (rischio liquidità) e sull'andamento dell'economia che incide sulle decisioni di politica monetaria (rischio tassi). Invece, da quando è partita la **stretta delle Banche centrali**, la curva ha assunto una **pendenza negativa**, incorporando aspettative di riduzioni future dei tassi. Aspettative che sono molto

cambiate nel tempo, e ultimamente in direzione di avere tassi a lunga più vicini ai tassi a breve, ossia questi ultimi **più alti più a lungo** (Grafico 6). È corretta quest'ultima visione?

In base all'analisi svolta sopra, no. Infatti, se la crescita economica si stabilizzasse intorno al potenziale e l'inflazione calasse al 2-2,5%, **i tassi a breve** dovrebbero cadere e di molto, e **i tassi a lunga** normalizzarsi vicino al loro valore naturale di lungo periodo, che negli USA è attorno all'1,5% reale, cioè 3,5-4% nominale. Quindi anche i tassi a lungo sono in predicato di calare. Quando? Tutto dipenderà dai dati che usciranno da qui a giugno. La previsione è che l'inflazione riprenda con più decisione il cammino discendente.

E gli **utili aziendali**? Aumenteranno, ma meno che negli ultimi due anni, quando sono stati "gonfiati" anche dall'**incremento dei listini**. Questa possibilità, in un contesto di inflazione "normale", si riduce molto. Resta, però, il consolidamento della ripresa a dare certezza alle prospettive aziendali. In più, la diminuzione dei tassi a lungo tende a gonfiare le vele delle Borse, via maggior **convenienza relativa** dell'investimento azionario su quello obbligazionario e via maggiore valore attuale degli utili futuri (diminuisce il tasso a cui sono

Gr. 6 - Tassi lunghi alti
(Rendimenti % sui titoli decennali)



Fonte: elaborazione REF Ricerche su dati Bloomberg

scontati). Ovviamente, se l'inflazione si normalizzerà ai valori coerenti con un'economia sana, e non con quelli di un sistema in pericolo di deflazione, come nel 2009-2019, allora anche i tassi rifletteranno questa ritrovata salute e non torneranno ai livelli storicamente anomali del periodo ante pandemia.

Attenzione: tassi salutarmente più elevati rispetto ai valori prevalenti fino a tre anni e mezzo fa **alzano l'asticella** che la performance delle imprese deve superare per risultare appetibile, sia nel ricevere finanziamenti per i piani di sviluppo sia nella selezione dei gestori del risparmio. Questo vuol dire che con i tassi più alti diventa **premiante la gestione attiva dei portafogli**, rispetto a quella passiva. Alla luce del costo del denaro che prevarrà i gatti non saranno tutti bigi. Ed è la conclusione più importante del **Ceresio Investors' Forum** del mese scorso.

Infine, l'**allocazione geografica** della ricchezza fuori dall'area valutaria di appartenenza dei risparmiatori incorpora un **rischio cambio** e diventa quindi rilevante capire in che direzione si muoveranno i rapporti tra le monete. Il **dollaro** finora aveva dalla sua tassi e crescita più alti. Le differenze rimarranno in favore del biglietto verde, ma tenderanno a ridursi. E siccome quel che contano sono le differenze delle differenze,

il cambio della prima moneta del mondo sarà un po' meno forte. A meno che...

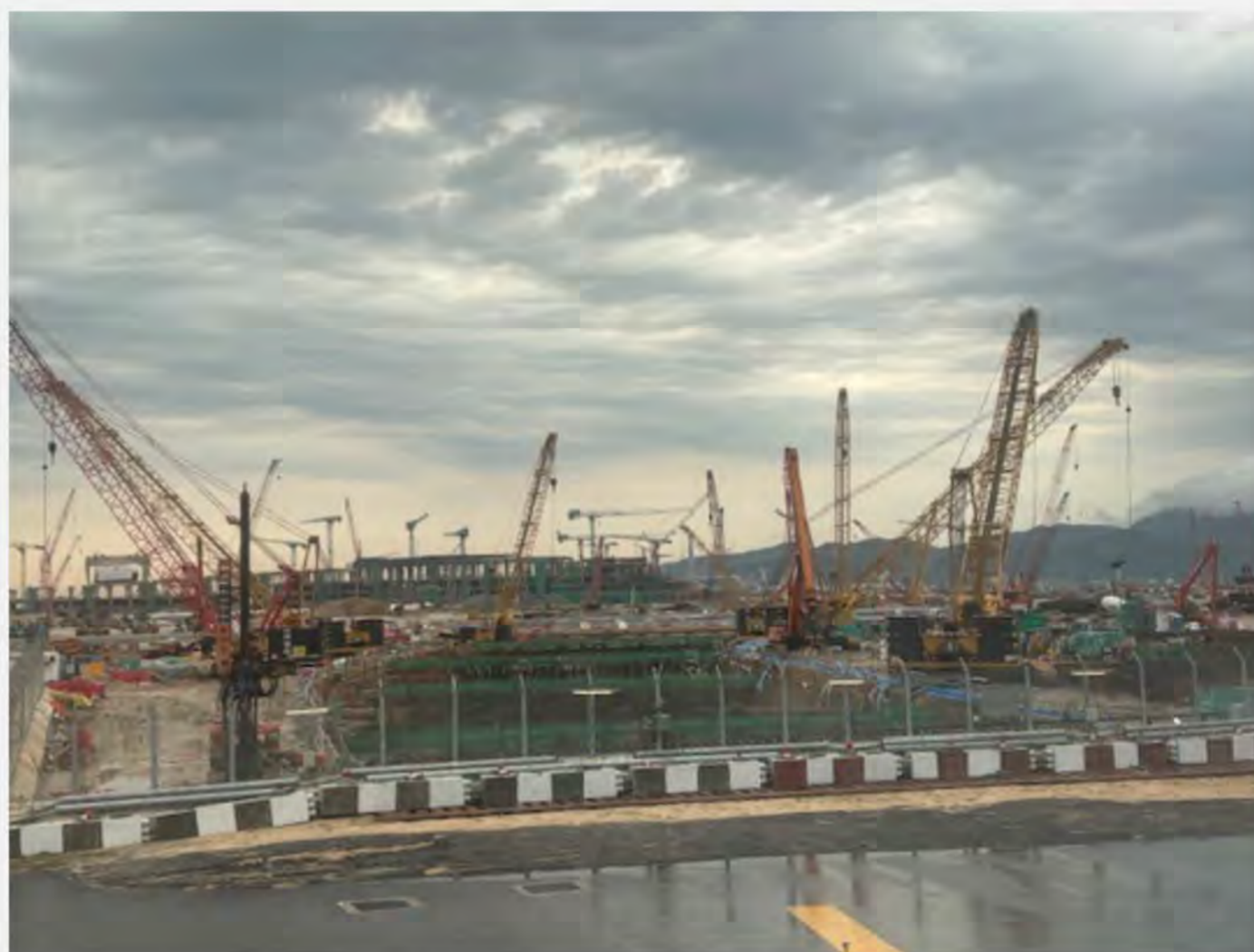
A meno che le **tensioni politiche internazionali** non esaltino la lucentezza della sua stella di sceriffo dell'ordine democratico mondiale, essendo gli USA lontani dai conflitti e avendo **autosufficienza** alimentare, energetica e militare. Una lucentezza che potrebbe essere macchiata dall'esito delle **elezioni presidenziali del 5 novembre**, se dovessero far emergere le profonde spaccature che percorrono la società statunitense, mettendo in tensione le istituzioni create dai padri fondatori e migliorate nel corso del tempo per adattarle ai cambiamenti occorsi nelle varie epoche storiche.

Good luck!

Views from the managers

Siamo tornati di recente da una settimana di incontri con i nostri manager basati in Asia, che come al solito ci hanno fornito spunti e osservazioni interessanti sulla regione.

Il quadro in Cina rimane complesso e ricco di sfumature. Nonostante le autorità abbiano attuato misure volte a sostenere l'economia, la domanda dei consumatori e il sentiment generale rimangono relativamente deboli, a causa della deflazione in atto nel settore immobiliare. D'altro canto, la crescita delle esportazioni rimane sostenuta, in quanto il Paese continua a sfruttare con successo la propria capacità produttiva in eccesso



Business as Usual, Despite Cloudy Skies (Hong Kong Airport)

per consolidare la propria posizione dominante a livello globale in una serie di settori a più alto valore aggiunto, tra cui i veicoli elettrici e le energie alternative. Alla luce di questo contesto, i nostri gestori non prevedono un significativo rimbalzo del mercato guidato dagli stimoli, ma rimangono piuttosto concentrati sulla selezione di titoli idiosincratici.

A differenza della Cina, il mercato giapponese è stato uno dei più performanti al mondo in termini di valuta locale, sostenuto anche dall'indebolimento dello yen, anche se l'ampiezza del mercato è stata piuttosto limitata e in gran parte guidata dai flussi di ETF passivi. Le riforme della governance aziendale stanno guadagnando ulteriore terreno, inducendo i team di gestione storicamente letargici a concentrarsi maggiormente sul rendimento per gli azionisti, con diversi esempi degni di nota di società che hanno scelto di sciogliere le partecipazioni incrociate ereditate dal passato. Un'altra importante spinta strutturale è rappresentata da una marcata ripresa degli investimenti diretti esteri, in quanto il Paese è uno dei principali beneficiari della tendenza al "friend-shoring" e della diversificazione della catena di fornitura tecnologica dalla Cina, in parte guidata da generosi sussidi governativi. Pertanto, il mercato è ora maturo per le opportunità di stock picking.

Il mercato indiano rimane riccamente valutato rispetto ai suoi vicini asiatici, anche se non in modo significativo rispetto ai suoi range storici. Ci sono sacche in cui i prezzi hanno chiaramente superato i fondamentali, in particolare in alcune società a piccola/media capitalizzazione e nelle imprese statali. Detto questo, il Paese sta attualmente beneficiando di diversi venti di coda strutturali e ci sono ancora molte società che fanno leva sui forti fattori di crescita sottostanti, in particolare il passaggio in corso dal settore non organizzato a quello organizzato.

L'entusiasmo per il potenziale dell'intelligenza artificiale è stato un importante fattore tematico anche in Asia, dato che una parte significativa della catena di fornitura dei semiconduttori ha sede in quella regione. Molti dei nostri gestori continuano a sfruttare le intuizioni dei loro team di ricerca locali per individuare i beneficiari della crescente spesa di capitale in questo settore, sia in Asia che a livello globale.

La presente comunicazione è emessa da Banca del Ceresio SA ed è stata redatta congiuntamente da REF Ricerche S.r.L. e Belgrave Capital Management Ltd.. Belgrave Capital Management Ltd. è autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority ("FCA") nel Regno Unito e fa parte del Gruppo Ceresio Investors, composto da Banca del Ceresio SA, Belgrave Capital Management Ltd., Ceresio SIM S.p.A., Global Selection SGR S.p.A. ed Eurofinleading Fiduciaria S.p.A. (insieme "Ceresio Investors"). Il presente documento è protetto da copyright ed è pubblicato sul sito www.ceresioinvestors.com da Banca del Ceresio S.A. I dati contenuti nel presente documento hanno scopo puramente informativo e non costituiscono una consulenza d'investimento, legale, fiscale o di altro tipo, né una sollecitazione, un invito, una ricerca d'investimento o altra raccomandazione, un'offerta al pubblico o la promozione di titoli, prodotti d'investimento o servizi e/o attività di consulenza d'investimento, e non devono essere interpretati come tali.

I dati qui contenuti, se presenti, si riferiscono al passato: i risultati passati non sono un indicatore affidabile dei risultati futuri, e il prezzo dei titoli o di altri prodotti finanziari può scendere come salire, e il rendimento può diminuire o aumentare a causa delle variazioni dei tassi di cambio. Non viene fornita alcuna garanzia o dichiarazione esplicita o implicita in merito alle informazioni contenute nella presente comunicazione e si esclude qualsiasi garanzia di accuratezza, completezza o idoneità a uno scopo particolare. Le informazioni e le opinioni espresse nel presente documento, che sono soggette a modifiche senza preavviso nel corso del tempo, possono non essere esaustive e sono quelle di, o ottenute dalla società che lo ha redatto o dalle sue società affiliate al momento della sua preparazione nella situazione economica attuale, e basate su opinioni, aspettative e/o proiezioni attuali, e non rappresentano le opinioni di Ceresio Investors Group.

Alcuni dei dati utilizzati si basano su fonti che si ritengono corrette e affidabili al momento della pubblicazione, ma che non sono state verificate; pertanto l'accuratezza o la completezza dei dati non è garantita e non si assume alcuna responsabilità per eventuali perdite dirette o conseguenti derivanti dal loro utilizzo. Il presente documento non è destinato alla distribuzione, alla pubblicazione o all'utilizzo da parte di persone o entità in qualsiasi giurisdizione in cui tale distribuzione, pubblicazione o utilizzo sarebbe contrario a qualsiasi legge o regolamento pertinente o che assoggetterebbe Ceresio Investors Group a qualsiasi requisito normativo di tale giurisdizione, né è diretto a qualsiasi persona o entità a cui sarebbe illegale indirizzare tale documento. Si consiglia di richiedere una consulenza professionale indipendente prima di prendere qualsiasi decisione di investimento.

Non si assume alcuna responsabilità per eventuali perdite o danni diretti o conseguenti derivanti da errori, imprecisioni o omissioni di informazioni contenute nel presente documento, né si assume alcuna responsabilità per l'aggiornamento o la correzione di eventuali imprecisioni emerse. Il presente documento può contenere informazioni proprietarie e riservate. La riproduzione, la duplicazione, la pubblicazione, l'estrazione, la trasmissione o altra divulgazione dei contenuti del presente documento in qualsiasi forma senza specifica autorizzazione scritta da parte di Ceresio Investors Group è severamente vietata.

Copyright © 2024 Ceresio Investors - tutti i diritti riservati.



www.ceresioinvestors.com

Lugano

Banca del Ceresio SA

Milano

Ceresio SIM SpA
Eurofinleading Fiduciaria SpA
Global Selection SGR SpA

Londra

Belgrave Capital
Management Ltd.