



Con la crescita moderata e i tassi calanti i fondamentali sostengono le azioni, che hanno già corso molto

Autori


Luca Paolazzi

Economista e Advisor
Ceresio Investors


George Lee

Portfolio Manager,
Belgrave Capital
Management

In sintesi

- **Il nervosismo dei mercati**, manifestato dalle forti oscillazioni dei prezzi delle obbligazioni e dalle giravolte dei corsi azionari, **rispecchia l'incertezza sull'esito della stretta monetaria**
- **Finirà in una recessione americana?** In realtà il rallentamento in atto negli USA è voluto ed è necessario per abbassare la temperatura dei prezzi
- **Il monte salari reale statunitense sta salendo** a passo costante grazie alla minore erosione del potere d'acquisto. **Anche in Europa ci sono record di occupati** e disoccupazione ai minimi
- **L'Eurozona frena**, zavorrata dal manifatturiero, e resta fanalino del convoglio globale, mentre in Asia **l'India incalza la Cina**
- **La dinamica dei salari diverge**: resta più alta in Europa mentre scende in USA. I margini soffrono per aumenti dei costi degli input superiori a quelli nei listini degli output
- **Il valore delle azioni a Wall Street è salito molto più del PIL nominale**: uno dei tanti segnali di ricca valutazione delle società quotate. Tuttavia, gli indici sono dominati dalle Magnifiche 7, che continuano a macinare utili stratosferici
- **Il dibattito sulle valutazioni del mercato azionario americano prosegue** e i titoli europei non dovrebbero essere scambiati con uno sconto storico così elevato rispetto agli Stati Uniti

Ripresa crescente

Troppo calda, troppo fredda. I **mercati finanziari** reagiscono alle notizie congiunturali sull'**economia americana** come un termometro impazzito. Un dato più forte delle attese viene subito preso come sintomo di eccessiva effervescenza; uno inferiore alle aspettative preoccupa come segnale anticipatore di una recessione prossima ventura.

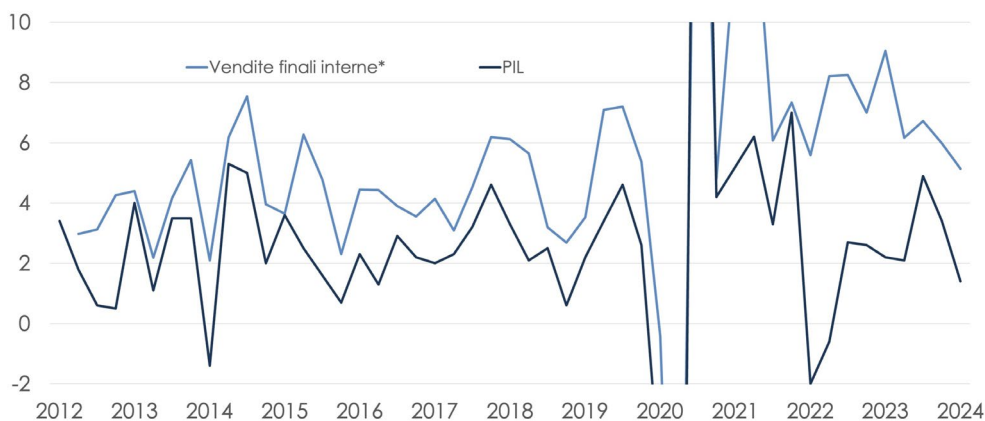
La ragione deriva dalla **narrazione convenzionale** attorno all'attuale fase del ciclo economico e della politica monetaria. Questa narrazione si incentra sugli effetti dell'aumento dei tassi di interesse, che è considerato tanto drastico da non poter non precipitare gli USA in una caduta della domanda e dell'attività produttiva. E in tal senso vengono lette le statistiche più deboli del previsto. Mentre, un po' schizofrenicamente rispetto a tale narrazione, subito si rifà viva la paura di ulteriori rialzi, o di un lungo rinvio dei tagli (ossia, comunque di una cura monetaria con dosaggio più forte), che rialimenta i timori di prossimo affossamento della crescita.

In tale oscillazione il momento presente si colloca dal lato del **troppo freddo**: in giugno la riduzione della fiducia dei consumatori, l'aumento della disoccupazione, il calo dei prezzi al consumo e la debolezza dei rilevatori di ordini e produzione

elaborati dall'ISM sono stati accolti come conferma che non ci sarà lieto fine nella storia della restrizione monetaria in corso. Ma è una visione corretta?

In realtà, siamo di fronte all'**auspicabile e voluto rallentamento**, con il mercato del lavoro che si fa meno tirato (molta domanda con poca offerta). Partiamo dall'indicatore principe: il **PIL**. L'ultima variazione è stata dell'1,4% annualizzato nel primo trimestre 2024 sul precedente; e l'attuale stima per il secondo da poco terminato è attorno al 2,7%. Le **vendite finali interne** (ossia PIL meno variazione delle scorte e meno export) danno un'immagine più esatta, meno ballerina, della **forza della domanda**, che è ciò che conta. Ed è un'immagine di graduale rallentamento verso la dinamica pre-Covid (Grafico 1).

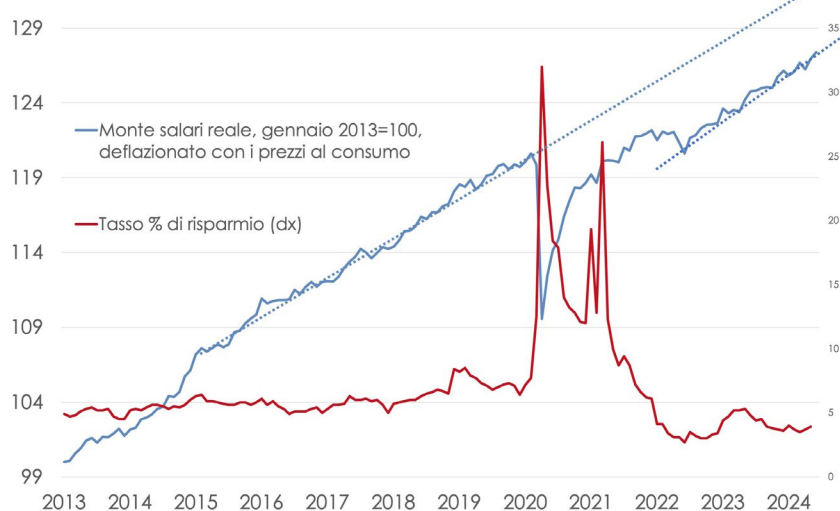
Gr. 1 - Crescita USA ancora solida
(Var. % annualizzate, dati destag. reali)



* PIL meno scorte ed export
Fonte: elaborazioni REF Ricerche su dati US BEA

Un altro indicatore di solidità è nella dinamica del **monte salari reale**, che continua a salire a ritmo di fondo regolare, pur con oscillazioni mensili e sebbene stiano mutando le componenti: minori aumenti di occupati e salari orari, ore settimanali lavorate costanti, inflazione più bassa (Grafico 2).

Gr. 2 - In USA salari robusti, risparmio meno
(Dati mensili destagionalizzati)

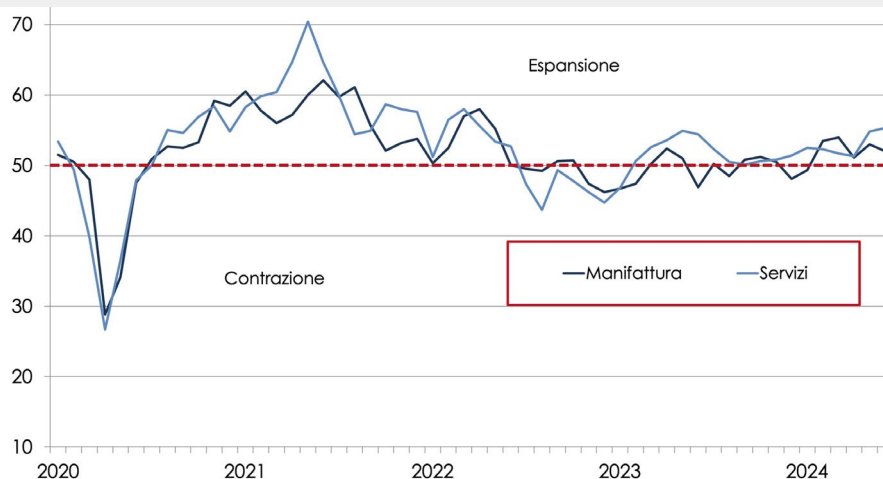


Fonte: elaborazioni REF Ricerche su dati US BLS, US BEA

Ciò alimenta i **consumi**, che restano prudenti sui beni big ticket, che spesso sono acquistati a debito e a maggior ragione rinviati in attesa di condizioni inanziarie migliori quando ci saranno i promessi tagli dei tassi; in estate le famiglie rivolgono gli acquisti verso i servizi, specie viaggi e vacanze, secondo il nuovo ordine delle preferenze post-pandemia. Tanto più che l'eccesso di risparmio accumulato nelle dure settimane di lockdown è ancora molto abbondante e consente di tenere bassa la parsimonia.

Infine, la **produzione manifatturiera e terziaria** rilevata dal PMI racconta una storia assai diversa da quella ricavabile dall'ISM. Una storia molto più positiva, di accelerazione, trainata dai servizi (il rovescio della medaglia delle preferenze dei consumatori), e con il manifatturiero che fa la sua parte (Grafico 3). Insomma, come avrebbe detto Mark Twain, le notizie sulla morte della ripresa americana sono esagerate.

Gr. 3 - In America servizi+manifattura OK (PMI output, >50=espansione)

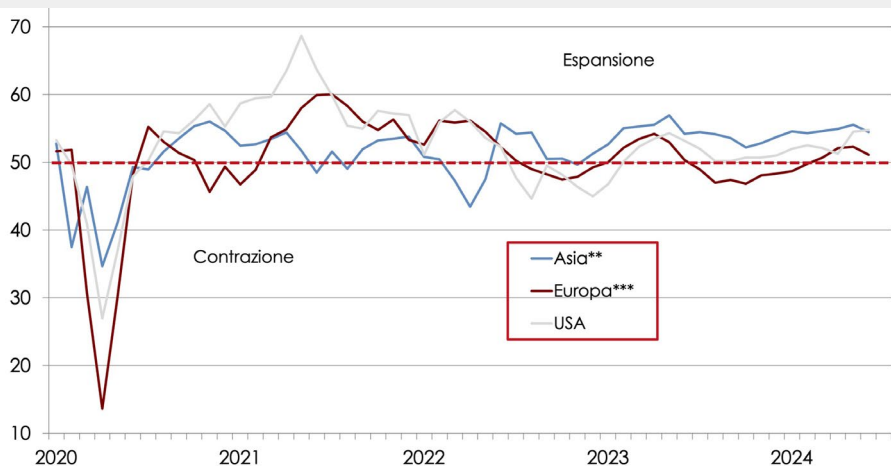


Fonte: elaborazione REF Ricerche su dati IHS Markit

Nel **Vecchio continente** (che è sempre più un continente vecchio) si ripete una storia non nuova. Infatti, venendo al di qua dell'Atlantico si deve constatare un ulteriore peggioramento dell'attività dell'**Eurozona**, che ha l'epicentro nelle due principali economie, una sorta di depressione ciclonica o, per gli amanti della Famiglia Addams, di nuvola tempestosa che garantisce brutto

tempo. Francia e Germania continuano a soffrire di debolezza di domanda e produzione, solo alternandosi tra chi va peggio. E finendo per tirare giù le altre, che pure registrano dati migliori, e l'insieme, cosicché il sistema economico della moneta unica resta in fondo al convoglio globale (Grafico 4).

Gr. 4 - Europa fanalino di coda (PMI composito*, output, >50=espansione)

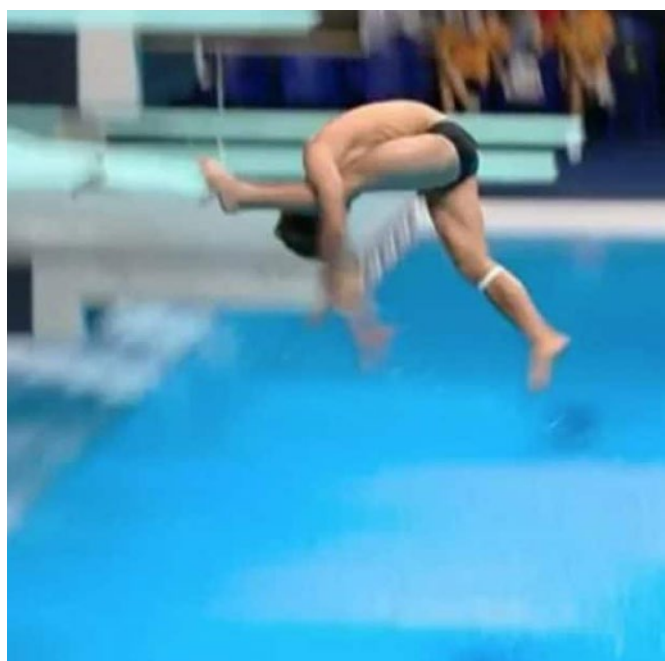


*servizi+manifattura; **Cina+India+Giappone; ***Eurozona+UK
Fonte: elaborazione REF ricerche su dati IHT Markit

La cinghia di trasmissione degli impulsi di frenata tra i paesi europei è data dalle filiere produttive, soprattutto quelle dell'automotive, per cui la transizione verso l'elettrificazione si dimostra per quello che appariva chiaramente già nel 2019: un tuffo triplo carpiato all'indietro in una piscina che rischia di essere prosciugata dalla concorrenza cinese.

Invece, la locomotiva asiatica marcia senza inciampi. Gli impulsi espansivi più potenti provengono dall'**India**, che è ormai diventata una vera potenza economica, pesando più del doppio del Giappone e il 40% della Cina (e con un tasso di crescita molto superiore a quello di quest'ultima). Secondo le imprese indiane, la domanda di loro prodotti viene da resto dell'Asia, Australia,

Europa, America Latina, Medio Oriente e Stati Uniti: verrebbe da pensare che il subcontinente racchiuso tra Indo e Gange si stia trasformando nella **nuova fabbrica del mondo**, insidiando il gigante cinese. Gigante che non ha i piedi di argilla, come molti ritengono, e sta ripartendo proprio grazie al manifatturiero, che vanta alcuni primati tecnologici non solo nell'autoelettrica (con plastica evidenza dell'azzeramento delle passate gerarchie del settore e rischio di morte per i marchi più blasonati che hanno fatto la storia dell'automobile) o nell'elettronica e comunicazione, ma anche nell'aerospazio (è arrivata prima nella nuova corsa alla Luna).



Rovinoso caduta di un tuffatore,
Campionati mondiali FINA Budapest 2022



Immagine della missione Chang'E-4 (2019)
(Credit: CLEP/CNSA; NASA)

L'inflazione diminuisce a due velocità

Il **rientro della fiammata inflazionistica** del 2021-22 sta proseguendo, rivelando che è stata appunto una fiammata dovuta a molteplici e coincidenti fattori (colli di bottiglia nelle catene del valore, guerra con shock energetico e alimentare, difficoltà a ripristinare gli organici dopo le chiusure forzate dai lockdown), e non l'inizio di una nuova spirale.

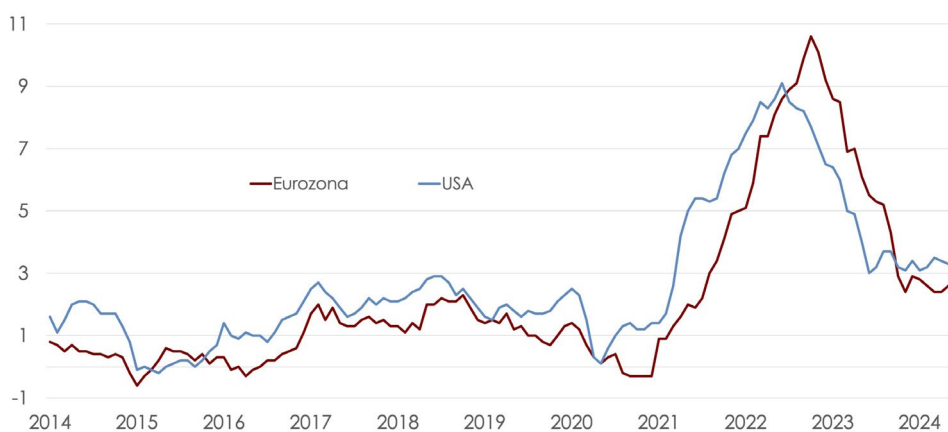
Tuttavia, il ritorno alla normalità presenta **tre caratteristiche**: l'era della minaccia deflazionistica vissuta dal 2008 al 2019 si è definitivamente chiusa; l'abbassamento del ritmo di aumento dei prezzi al consumo è stato dapprima più rapido nell'Eurozona, ora lo è negli USA; i margini, che si erano ampliati, si stanno contraendo.

Già nel 2019 era evidente che alcune condizioni di spinta verso la **deflazione** non erano più presenti, come la scarsità di posti di lavoro e lo smaltimento dei debiti accumulati durante la

bolla creditizia 2000-2007. La recente fiammata dei prezzi è servita a prendere atto del **mutato contesto**. Questo vuol dire che, almeno per un po' di tempo, vivremo in un ambito di moderato aumento del costo della vita.

L'impennata della variazione dei prezzi al consumo è stata maggiore e più veloce in Europa che negli Stati Uniti, e altrettanto più rapido e intenso è stato il raffreddamento nella prima fase (Grafico 5).

Gr. 5 - Inflazione, il divario USA-Eur
(Var. % annua dei prezzi al consumo)

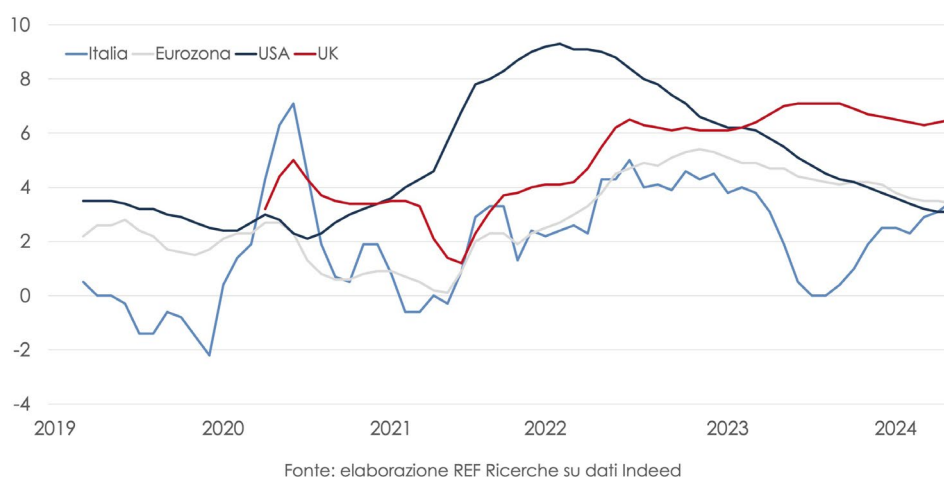


Fonte: elaborazioni REF Ricerche su dai Eurostat, US BLS

Ora, nell'ultimo miglio verso l'obiettivo del 2% (che è convenzionalmente preso come sinonimo di stabilità monetaria) si sta osservando l'inversione delle parti: in USA i prezzi al consumo tendono a calmarsi più speditamente che nell'Eurozona. Questa inversione origina dai meccanismi di **determinazione dei salari**, essendo il costo del lavoro la componente di gran lunga più

importante nella formazione dei listini dei servizi, che costituiscono l'ultima sacca di resistenza dell'attuale inflazione. E i salari nell'Eurozona, che non erano mai aumentati tanto quanto in America, stanno addirittura accelerando, sebbene lievemente, mentre continuano a decelerare quelli americani (Grafico 6).

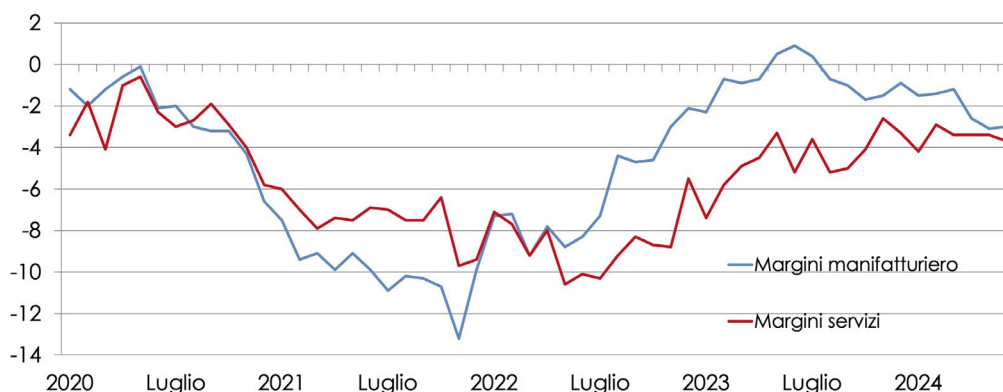
Gr. 6 - L'eco lunga dei salari
(Salari offerti, var. % annua, media mobile 3 termini)



I **marginii di profitto**, infine, avevano beneficiato delle più favorevoli condizioni di domanda, quando le imprese potevano facilmente scaricare sui clienti gli aumenti dei costi, facendo anche la cresta. Ora che molti costi sono scesi e i mercati sono diventati meno ricettivi, hanno dovuto praticare sconti o hanno preferito limare i marginii piuttosto che trasferire sui listini i rincari subiti.

Così osserviamo a livello globale un aumento dei prezzi degli input più diffuso di quello degli output, e quindi una contrazione dei marginii, anche se da livelli molto elevati (Grafico 7).

Gr. 7 - I margini si restringono (2020-24, economia globale, PMI prezzi input e output*)



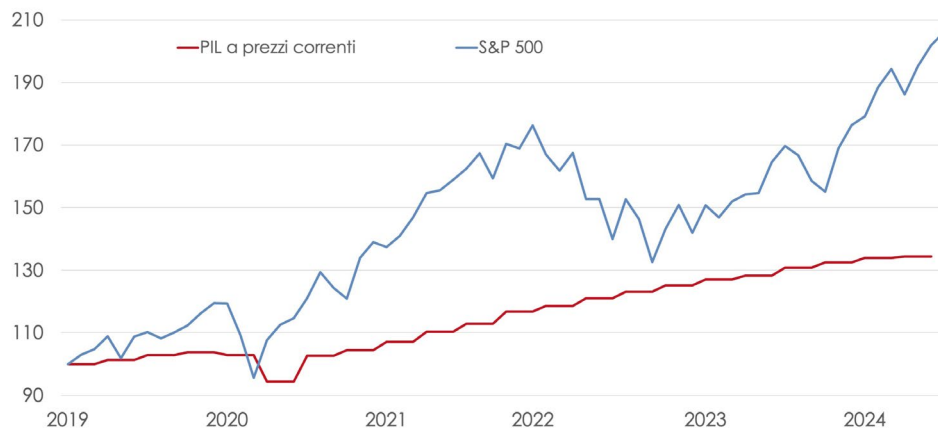
*Differenza tra output e input; calo=riduzione margini
Fonte: elaborazione su dati IHS Markit

E le Borse? Salgono!

Tassi zero? **Comprare azioni!** Tassi alti? Comprare azioni! Inflazione? Comprare azioni. Crescita elevata? Comprare azioni! Rallentamento? Comprare azioni! Recessione? Vendere azioni! Tassi in salita? Vendere azioni (o anche comprarle)! Sfogliare la margherita dell'investitore finanziario non è mai stato così facile. Solo in un caso e mezzo sui sette appena elencati è meglio stare lontani dai titoli azionari. Mentre per le **obbligazioni** il gioco è più complicato: rapidamente si guadagna o si perde, con una volatilità degna dei titoli più rischiosi, anche quando l'emittente sono gli stati sovrani tripla A, benché il trend rimanga di tassi in discesa.

Le quotazioni delle azioni sono salite, però, molto in alto. E lì chi soffre di vertigini può desiderare di uscire, almeno per un po'. In effetti, sono parecchi i segnali di **«esuberanza irrazionale»**, termine coniato da Alan Greenspan, quando quasi tre decenni fa era Presidente della Fed. Per esempio, il confronto con il PIL (Grafico 8).

Gr. 8 - Azioni vs PIL: non c'è storia! (USA, inizio 2019=100)



Fonte: elaborazione su dati OCSE

Ci sono **ragioni strutturali** che tendono a far valere meno i soliti confronti per misurare il giusto valore delle azioni. Riguardano il **dominio di alcune imprese** (le Magnifiche 7) del settore digitale che hanno margini stratosferici e che si stanno espandendo in sempre nuovi campi. Sono soprattutto loro a tirare su tutta la Borsa. E non si vede la fine del loro successo.

C'è un'ottava condizione per non avere troppe azioni in portafoglio: l'**incertezza politica**. Le elezioni presidenziali USA del 5 novembre sarebbero state in effetti una bella prova per i nervi dei mercati. Fino all'attentato a Donald Trump, che potrebbe avergli dato un vantaggio decisivo su Joe Biden. But never say never!



Il dibattito sulle valutazioni dei mercati azionari continua

La questione della **corretta valutazione** attuale dei prezzi azionari ruota in realtà attorno ai mercati statunitensi, come prevedibile: l'S&P500 tratta con un P/E prospettico di oltre 20x, valore storicamente elevato. Tuttavia, in altre parti del mondo non è così: le azioni europee scambiano a soli 14x gli utili, con uno sconto del 30% rispetto agli Stati Uniti.

Si tratta in parte di **una questione tecnica**, legata alla composizione settoriale degli indici: i titoli tecnologici ad alto P/E rappresentano un terzo del mercato statunitense, ma appena il 10% in Europa.

Ma la vera differenza sostanziale è stata la **crescita degli utili**, o più precisamente degli utili per azione. Dal 2006, gli utili per azione dell'S&P500 sono triplicati, mentre in Europa hanno ristagnato, recuperando solo di recente il livello precedente alla crisi finanziaria. La crescita europea era inferiore, i margini erano più bassi, la generazione di free cash flow era più scarsa e, con la necessità di ricostruire i bilanci dopo la crisi finanziaria, il numero di azioni era in aumento.

Questa è la **reale chiave di lettura** delle valutazioni azionarie. Il multiplo P/E è determinato dalla crescita degli utili per azione. I titoli quotati negli Stati Uniti hanno registrato una forte crescita degli utili e utilizzano il flusso di cassa libero per ridurre il numero di azioni. Ma in Europa gli utili non crescevano e il numero di azioni aumentava; ovviamente il mercato si è ritrovato con un forte sconto sul P/E!

Ma dal 2019 circa, qualcosa è cambiato in Europa. La crescita dei ricavi è stata migliore e i margini di profitto si sono ampliati. I bilanci sono stati sistemati, quindi i flussi di cassa che ne derivano possono essere distribuiti agli azionisti. Gli utili aumentano, il numero di azioni diminuisce e indovinate un po'? Negli ultimi cinque anni, gli utili per azione europei sono cresciuti in linea con quelli americani.

Questo non significa che i titoli europei e statunitensi debbano essere scambiati alla pari. Con una maggiore ponderazione dei titoli tecnologici a crescita più rapida, il mercato statunitense merita di avere un multiplo più alto. Ma possiamo trarre due conclusioni: non tutti i titoli azionari a livello globale sono costosi e i titoli europei non dovrebbero essere scambiati con uno sconto storico così elevato rispetto agli Stati Uniti.

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.