

L'auto tedesca a fine corsa: così la Germania zavorra l'eurozona. BCE costretta al soccorso.



OSSERVATORIO

OTTOBRE 2024

IN SINTESI

- All'esame economico d'autunno gli USA passano a pieni voti, la Cina è rimandata al varo del piano di rilancio e l'Eurozona è quasi in recessione, tirata giù da Germania e Francia.
- La produzione tedesca di autovetture è ancora del 30% sotto il picco del 2016, appena dopo il *dieselgate* che l'ha costretta ad abbandonare la motorizzazione su cui puntava, ed è diventata quarta a livello globale, superata da Cina, Giappone e India.
- La sua transizione all'auto elettrica, che comporta la perdita del 60% del valore aggiunto, rispetto al motore endotermico appare in stallo: i volumi mensili sono fermi sopra le 100mila unità, circa un terzo del totale, dalla fine del 2022.
- L'Italia deve far fronte a sfide aggiuntive, oltre a quella della debolezza della domanda franco-germanica: riduzione del deficit pubblico; caduta degli investimenti in abitazioni; mancanza di lavoratori.
- In USA la coppia occupazione-consumi non perderà colpi.
- L'inflazione salariale resterà più alta per la forza del mercato del lavoro.
- BCE e Fed continueranno a tagliare i tassi, assecondando il calo dell'inflazione. Più la prima che la seconda e l'euro ne risentirà.
- In un contesto di tassi positivi, nominali e reali, l'investimento azionario si fa selettivo.

AUTORI



Luca Paolazzi

Economista e Advisor
Ceresio Investors



Angelo Marotta

Director, Belgrave
Capital Management

NELLO SCENARIO ECONOMICO D'AUTUNNO GLI USA DISTANZIANO CINA ED EUROZONA, ALLA MANIERA DI COPPI...

Nello scenario mondiale autunnale c'è un'economia che viaggia con un **doppio motore**, potentemente alimentato dalla politica di bilancio, mentre la politica monetaria ha iniziato a mollare il freno. E un'altra economia che procede con **un grosso cilindro bloccato**, il carburante del bilancio pubblico che viene lesinato e le autorità monetarie che devono correre ai ripari. Infine, c'è una terza economia che **delude sempre le aspettative**, sembra avanzare a stento perché è stata ingolfata dai mutui immobiliari e dai giri di vite politici avviliti per imprese e consumatori, ma è ormai leader globale in molte tecnologie, inclusa l'auto elettrica, perciò la politica economica si accinge a diventare espansiva con tutti gli strumenti di cui dispone.



Coppi durante una tappa del Tour de France 1952
(AFP/Getty Images)

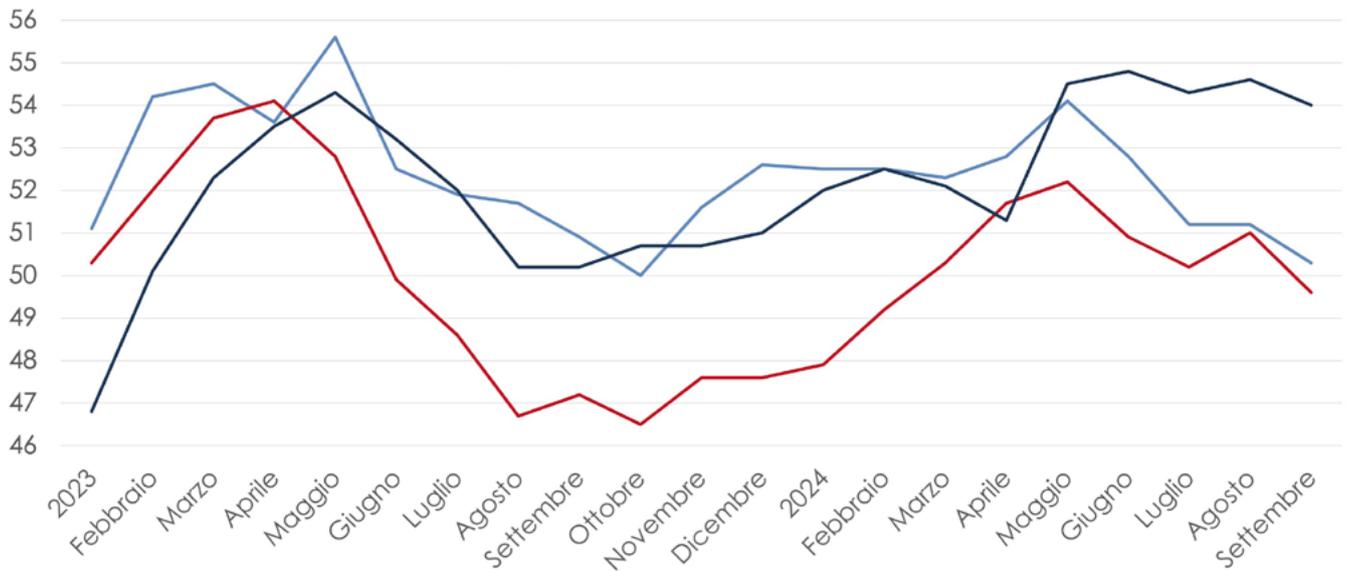
In questo quadro, non c'è gara: la prima economia, cioè gli **Stati Uniti**, vincono nettamente, doppiando la seconda economia, che è l'**Eurozona**, e lasciando indietro la terza, ossia la **Cina**. E infatti gli indicatori congiunturali più recenti confermano il divario di performance congiunturale: il **PMI composito di produzione** vede crescere robustamente il bolido a stelle e strisce, ristagnare ancora la supercar cinese e andare addirittura indietro la vettura blu stellata europea (Grafico 1).

Gr.1

Un'economia sola al comando
(PMI output, manifatturiero+servizi, >50=crescita)

Fonte Elaborazione REF Ricerche su dati S&P Global

— Cina
— Eurozona
— USA



L'economia mondiale, in realtà, più che una corsa automobilistica è **un convoglio**, dove se qualche vagone va male l'intero sistema marcia con più difficoltà. Mentre se tutti avanzano fluidamente, gli impulsi dinamici si trasmettono (via scambi con l'estero) all'insieme e ne aumentano la velocità senza creare squilibri e inciampi, ossia crisi.

LE RAGIONI PER CUI IL MANIFATTURIERO ARRETRA

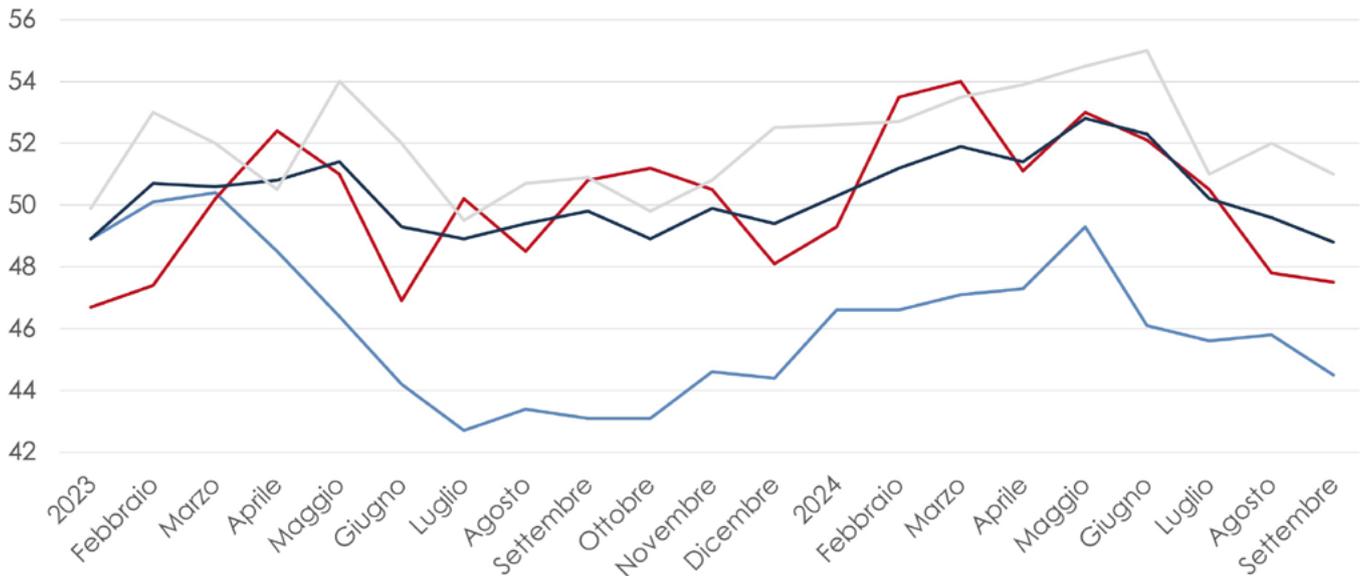
Questo è vero sia quando si considerano i diversi Paesi sia quanto si guarda ai settori. E da un po' di tempo **i servizi sono pimpanti** mentre **il manifatturiero soffre** un po' ovunque (Grafico 2). Ciò in conseguenza di una serie di fattori avversi: la **saturazione dei mercati** di beni manufatti con gli acquisti forsennati nel 2020-2021; la maggiore **sensibilità al rialzo del costo del denaro** della domanda di beni manufatti finanziariamente più impegnativi; lo **sfilacciamento delle filiere globali** a causa di misure protezionistiche di varia natura; **la crisi dell'automotive tedesca**. L'allentamento monetario farà venire meno il secondo fattore, mentre la riorganizzazione delle filiere attenuerà il secondo e il trascorrere del tempo sanerà il primo. Resta la crisi dell'automotive che è **l'epicentro della recessione europea**, anche se non l'unico vento contrario.

Gr. 2

Manifattura in recessione
(PMI manifatturiero output, <50=contrazione)

Fonte *Elaborazione REF Ricerche su dati S&P Global

— Eurozona
— USA
— Globale
— Cina



LA GERMANIA NON È PIÙ ÜBER ALLES, NEANCHE NELL'AUTOMOTIVE

Automotive=**Germania**? Das Auto recita spocchiosamente il finale di ogni pubblicità del marchio Volkswagen, che è a capo del secondo gruppo automobilistico mondiale, dietro a Toyota. Tuttavia, la Germania è solo il quarto Paese produttore (Tavola 1).

Tav. 1

I dieci giganti dell'auto
(2023, milioni di unità)

Fonte REF Ricerche su dati nazionali

PAESI	TOTALE	X 1.000 AB.	CASE	
Cina	26.1	18.4	Toyota	11.1
Giappone	7.8	62.9	Volkswagen	9.2
India	4.8	3.3	Hyundai-Kia	7.1
Germania	4.1	48.2	GM	6.2
Sud Corea	3.1	59.6	Renault-Nissan	5.7
Spagna	1.9	39.6	Stellantis	5.6
Brasile	1.8	8.5	Ford	4.2
USA	1.8	5.2	Honda	3.9
Cechia	1.4	127.3	Suzuki	3.1
Indonesia	1.2	4.2	Byd	2.9

In testa c'è la Cina, i cui marchi cominciano ad affermarsi e a entrare nei top ten della classifica mondiale, seguita dal Giappone e dall'India. La **vocazione automobilistica tedesca** resta forte, considerato che la Germania è terza per auto prodotte ogni mille abitanti (se si esclude l'*outlier* Cechia), ed è preceduta di nuovo dal Giappone e dalla Corea del Sud, mentre è seconda per dimensione dei brand. Tuttavia, la **produzione interna** di autovetture è di quasi il 30% inferiore al picco toccato nel 2016, all'indomani del **dieselgate**, e da allora la sua quota sul totale della produzione mondiale delle case tedesche è passata dal 36,2% al 29,1%. Mentre la transizione all'elettrico è ferma ai valori di fine 2022, per volumi e quote di produzione domestica.

Questi numeri servono a capire che è in corso una sorta di **de-automotivization** dell'economia tedesca, che si accentuerà sia con la **chiusura di impianti** (per la prima volta VW è intenzionata a farlo) sia con il **passaggio all'auto elettrica**, il cui valore aggiunto è del 60% inferiore a quello delle motorizzazioni a scoppio. Un processo lungo e gravoso per la prima economia dell'Eurozona, e quindi per l'insieme dell'area della moneta unica; ricordiamo che in Germania l'auto è una sorta di totem, e l'*automotive* pesa un quarto del valore aggiunto industriale e il 5% del PIL.

IL DOPPIO MOTORE CHE SPINGE GLI USA

Dall'altra parte dell'Atlantico, invece, gli **Stati Uniti** continuano a sfrecciare: +3,2% l'ultima proiezione per il PIL nel terzo trimestre, dopo il +3,0% del secondo trimestre e il +1,6% del primo. Il doppio motore è formato dal **binomio occupazione-consumi**. Il mercato del lavoro ha **esorcizzato le paure di mezza estate** di essere in brusca frenata e ha riaccelerato il passo in entrambe le componenti chiave: gli **occupati dipendenti** sono saliti di 186mila posti al mese nel periodo luglio-settembre, contro i +147mila del precedente e i +267mila dei primi tre mesi del 2024; le **paghe orarie** aumentano del 4,3% trimestrale annualizzato, dopo aver toccato il +2,8% ad aprile. Tenuto conto del contemporaneo rallentamento dell'inflazione, il **monte salari reale** continua a salire lungo un trend assai brillante (+2,4% annualizzato in primavera ed estate) e fornisce potere di spesa e fiducia ai consumatori (Grafico 3). Non c'è da stupirsi se i **consumi** aumentino in modo robusto, spiegando da soli quasi il 70% della crescita totale del PIL. Né c'è da temere un loro rallentamento, perché la revisione dei conti nazionali ha **alzato il risparmio** da metà 2023 in poi, cosicché le famiglie americane appaiono decisamente **meno cicale** e quindi meglio preparate e tener testa a eventuali rovesci congiunturali; il tasso di risparmio, infatti, è appena di mezzo punto percentuale inferiore alla media 2013-2016, quando ancora non era finito il processo di aggiustamento dall'eccesso di debito che ha innescato la Grande crisi finanziaria. E la **riduzione dei tassi** passata e a venire alleggerirà gli oneri finanziari (c'è già stata un'impennata nella rinegoziazione dei mutui ipotecari) e alletterà qualche acquisto a debito, soprattutto di beni di consumo durevoli

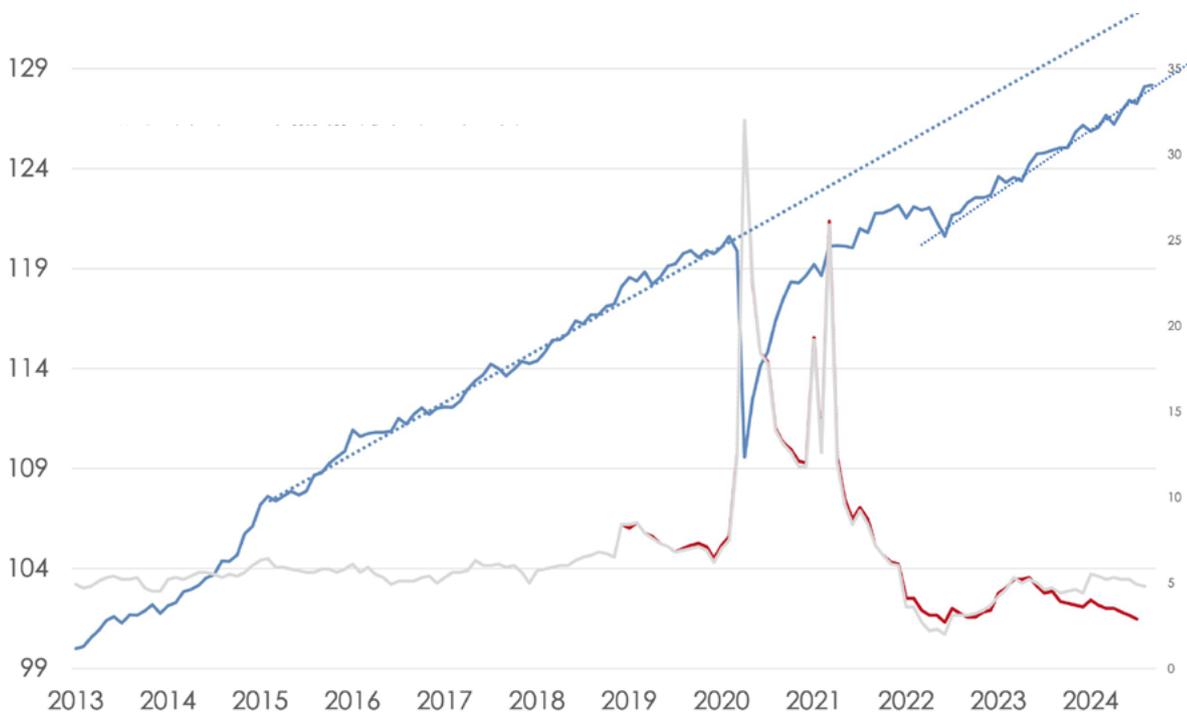
e di investimento, con una risposta rapida data la **situazione solida dei bilanci** di famiglie e imprese. In attesa di capire chi vincerà le elezioni presidenziali il 5 novembre, possiamo affermare senza temere smentite che il voto dell'economia è per lo *statu quo*.

Gr. 3

Salari USA robusti e risparmio OK (Dati mensili destagionalizzati)

Fonte Elaborazioni REF Ricerche su dati US BLS, US BEA

- Monte salari reale, gennaio 2013=100, deflazionato con i prezzi al consumo
- Tasso % di risparmio (dx)
- Tasso di risparmio nuovo (dx)



UN CAMBIO DI ROTTA PER IL RILANCIO DELLA CINA

In bilico tra l'invidiabile posizione statunitense e la scomodissima postura dell'Eurozona si colloca la **Cina**, che grazie alla stazza raggiunta (in PPP sovrasta del 20% il colosso americano) continua a **fornire un quarto della crescita mondiale** (una volta contribuiva a un terzo) sebbene avanzi a un passo assai più lento di un tempo. Per quanto fisiologico dal punto di vista dell'analisi economica,

il rallentamento cinese sta provocando guasti sociali non indifferenti e più che la *prosperità condivisa* la politica fin qui perseguita ha prodotto un **comune e diffuso malcontento** che si riflette nelle indicazioni congiunturali balbuzienti. Da qui il **cambio di rotta** monetario e di bilancio, e anche in quelle misure invisibili ma assai materiali fatte di sanzioni e punizioni per chi non si allinea alle direttive del centro. Ben venga tale cambio, perché tra guerre, protezionismi e incertezze assortite il convoglio mondiale non può che trarre vantaggio dal **rilancio cinese**.

Passando dai giganti alle economie "comuni", l'**Italia** è chiamata a superare alcune prove per assicurarsi quell'1,2% di crescita cui punta il Governo Meloni nel 2025. Infatti, oltre al minor tiraggio tedesco e francese (infatti pure la Francia ha bruscamente frenato dopo le Olimpiadi) e al rischio disaffezione dei consumatori cinesi per i marchi occidentali, ci sarà da tenere botta al **rinculo degli investimenti in abitazioni**, il cui aumento da superbonus spiega i due terzi dell'incremento del PIL tra 2020 e 2023; mentre la **politica di bilancio sarà restrittiva**, seppure meno di quanto non sarebbe stata a legislazione vigente, perché deve garantire la riduzione di mezzo punto percentuale del deficit strutturale primario (cioè al netto degli interessi). Nonostante la spinta ai consumi del ritorno il ritorno a variazioni positive delle **retribuzioni reali**, che rimpingueranno il potere d'acquisto delle famiglie, sarà opportuno che l'Italia si aggrappi alla **realizzazione piena del PNRR**, per non finire come i naufraghi sulla zattera della Medusa di Géricault.



La zattera della Medusa
Théodore Géricault
(Getty Images)

IL NUOVO PARADIGMA DELL'INFLAZIONE SALARIALE

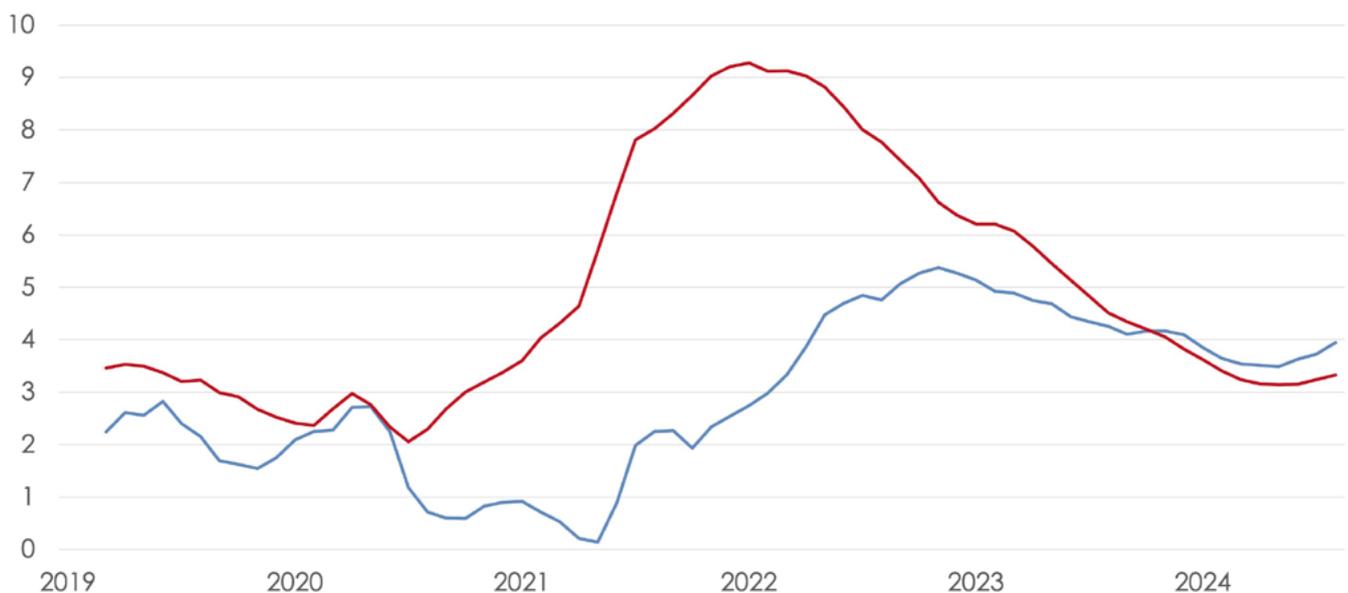
Un cambiamento sempre più chiaro tra il prima e il dopo pandemia è la permanente e fisiologica **inflazione salariale**. Nella lettura mensile delle indagini presso i responsabili degli acquisti (PMI, appunto) quasi sempre è citato il costo del lavoro come fattore di aumento del prezzo degli input. Mentre l'unica statistica comparabile tra USA ed Eurozona, cioè la variazione annua della **paga offerta dalle imprese** che cercano lavoratori, mostra che la dinamica rimane di uno o due punti percentuali sopra il livello del 2019 (Grafico 4).

Gr. 4

L'inflazione salariale tiene
(Salari offerti dalle imprese, var. % annua, media di 3 mesi)

Fonte Elaborazioni REF Ricerche su dati Indeed

— Euroarea
— USA



C'è una **ragione strutturale** comune, al di là delle differenze istituzionali dei due mercati del lavoro (decentralizzato e poco sindacalizzato quello americano, con contrattazione collettiva centralizzata quello nell'Europa continentale). La ragione è lo **spostamento dell'ago della bilancia negoziale** dal lato dei lavoratori, perché la disoccupazione è scesa e la popolazione in età di lavoro si sta rarefacendo. Uno spostamento che era iniziato prima della pandemia ma che è stato esaltato da questa, nella misura in cui ha indotto molti a ritirarsi anzitempo dal mercato del lavoro (le "grandi dimissioni") o ha accentuato il **divario tra competenze richieste e competenze offerte** nelle varie parti geografiche e

settoriali del sistema economico. Invece, l'impennata inflazionistica, da un lato, è stata la prova del nove di quanto tirato fosse il mercato del lavoro, con la pronta risposta salariale ai rincari importati (alimentari ed energia soprattutto), e, dall'altro lato, ha **attirato nuova offerta** di lavoro nel mercato. Comunque, **la carenza di lavoratori** si farà sentire sempre di più: solo **in Italia mancheranno 700mila** persone per riempire i posti che saranno creati dalla pur modesta crescita nel 2025-29.

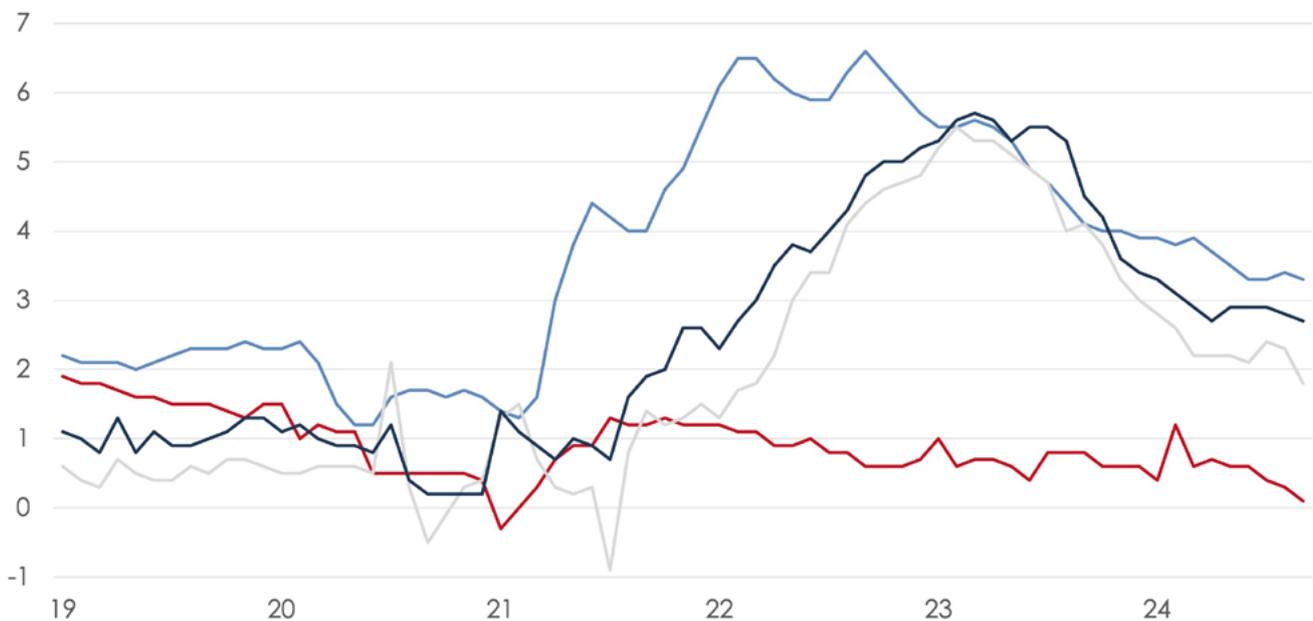
In presenza di salari più caldi, una **lieve e normale temperatura dei prezzi al consumo**, prossima ma superiore al limite del 2% fissato dalle Banche centrali, caratterizzerà gli scenari venturi. Ed è anche per questo che la **parte core dell'inflazione** ci metterà un po' a scendere e manterrà sul chi va là la politica monetaria (Grafico 5).

Gr. 5

**L'inflazione core in lento calo
(Prezzi al consumo ex energia e alimentari, var. % annue)**

Fonte Elaborazioni REF Ricerche su dati OCSE

— Cina
— USA
— Italia
— Eurozona



I TASSI REALI SONO ANCORA TROPPO ALTI

Per quanto attente a non mollare le redini troppo in fretta, BCE e Fed non potranno che prendere atto che i **tassi di interesse reali** da loro manovrati sono diventati troppo alti rispetto alla crescita potenziale ed effettiva delle economie. Infatti, se il tasso reale a dieci anni può essere in linea con il tasso di crescita del PIL, quello a breve non può essere molto superiore a zero, data la normale pendenza della curva dei rendimenti.

In effetti, i membri del comitato che decidono i **tassi della Fed** hanno in mente un livello mediano di poco inferiore al 3% nel lungo periodo, quasi due punti percentuali sotto l'attuale. Mentre la stessa **BCE** considera il tasso del 3,50% fissato in settembre decisamente restrittivo, e la sua previsione di accelerazione all'1,3% della crescita l'anno prossimo (dallo 0,8% nel 2024) appare sfidante alla luce sia delle cedenti **tendenze recenti** (vedi sopra) sia dell'intonazione più restrittiva delle **politiche di bilancio** in molti Paesi membri, che devono rispettare le nuove regole europee, sia, infine, dell'incertezza globale alimentata dalle tensioni politiche. Perciò anche la BCE continuerà a tagliare i tassi. Con effetti sul **cambio dell'euro** (che si farà più debole).

Da un contesto di tassi calanti, che giocano in anticipo rispetto alla discesa dell'inflazione ed evitano la recessione, gli investitori sanno che **le azioni traggono vantaggio**. Non sarà più, però, come all'epoca dei tassi nominali zero e reali negativi, quando tutti i titoli erano, come i gatti di notte, bigi: lo **stock-picking** e la gestione attiva tornano premianti.

Views from the managers

Siamo tornati di recente da una settimana di incontri con i nostri manager negli Stati Uniti che, come al solito, hanno fornito spunti e osservazioni interessanti.

Alla domanda sulle prossime elezioni presidenziali degli Stati Uniti, la maggior parte dei manager ha espresso insoddisfazione per entrambi i candidati. Trump è generalmente considerato pro-business, ma moralmente discutibile, mentre Harris è vista come ben intenzionata, ma con una cattiva reputazione e influenzata dall'ala progressista del Partito Democratico. È una gara molto combattuta tra Trump e Harris, anche se è probabile che i repubblicani riprendano il controllo del Senato, portando potenzialmente a un Congresso diviso. Ciò



limiterebbe in ogni caso drastici cambiamenti alle politiche interne da parte di entrambi i partiti. Le implicazioni economiche delle elezioni sono una preoccupazione importante, poiché entrambi i candidati potrebbero portare a un peggioramento del deficit di bilancio e a un'inflazione potenzialmente più elevata. Le politiche di Trump daranno priorità alla crescita economica, forse a scapito della stabilità fiscale, mentre Harris potrebbe assumere una posizione più aggressiva sulle tasse, limitando la crescita, ma avendo davanti a sé comunque sfide sulla stabilità fiscale. Una vittoria di Trump potrebbe avvantaggiare le azioni mid-cap statunitensi, ridurre le normative e stimolare l'attività di M&A, mentre una vittoria di Harris potrebbe portare continuità politica, ma una crescita economica inferiore.

Diversi gestori si aspettano che una presidenza di Trump porti a meno tagli dei tassi della Fed, tassi di interesse a lungo termine più elevati, un dollaro più forte e risultati positivi per le azioni statunitensi, ma negativi per quelle globali. Al contrario, una presidenza di Harris potrebbe comportare tagli della Fed e potenzialmente tassi di interesse a lungo termine più bassi, un dollaro più debole e risultati positivi sia per le azioni statunitensi che globali.

Guardando oltre queste elezioni, c'è un sentimento secondo cui chiunque vinca nel 2024 dovrà affrontare sfide significative entro il 2028, con alcuni gestori che sperano in un ritorno a una leadership più centrista in futuro.

Non c'è un forte consenso sulla valutazione complessiva del mercato o sulla direzione dell'economia statunitense, ma la maggior parte dei gestori si aspetta che i tassi di interesse a breve termine scendano nei prossimi mesi, mentre l'economia passi a un atterraggio morbido.

Tuttavia, la maggior parte dei gestori si aspetta anche che l'inflazione rimanga al di sopra dell'obiettivo della Fed del 2%. Uno scenario di "atterraggio duro" dell'economia rimane una bassa probabilità.

Invece di lamentarsi della performance dell'indice a causa della concentrazione nei titoli Magnificent 7, la maggior parte dei gestori sta attivamente perseguendo idee azionarie bottom-up idiosincratice e vari temi macro (sia in posizione lunghe che corte), alcuni dei quali sono presenti nella maggior parte dei portafogli: azioni di società che beneficiano dell'intelligenza artificiale, la crescente domanda di elettricità, i vincitori e vinti della diffusione dei farmaci GLP-1 contro l'obesità, la normalizzazione del mercato immobiliare statunitense, la catena di fornitura aerospaziale, l'invecchiamento demografico, la crescente rilevanza del private credit per gli asset manager alternativi e produttori di automobili in difficoltà.

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.