

**Recessione sì o no?
Il dubbio dei mercati
e la realtà dei dati.
Mentre la Cina resta
in panne.**



OSSERVATORIO

SETTEMBRE 2024

IN SINTESI

- La paura dei mercati di un rapido deterioramento della crescita americana è esorcizzata dai segnali forti che vengono dal mercato del lavoro e dai consumi.
- La debolezza europea è legata alle difficoltà tedesche: la Germania patisce la transizione all'auto elettrica e il ridisegno della globalizzazione.
- In Asia staffetta nella crescita tra la Cina (vedere oltre) e l'India, che si sta trasformando in un nuovo hub industriale globale. Bene il Giappone.
- Ovunque il settore manifatturiero risente della stretta monetaria, mentre i servizi beneficiano dell'alta propensione dei consumatori per viaggi e intrattenimento.
- Nel tiro alla fune tra servizi, avanzanti, e manufatti, frenanti, il pronostico pende per i primi.
- La riduzione dell'inflazione, ormai giunta ai titoli di coda, dà nuovo impulso ai salari reali.
- Sullo scenario incombono le presidenziali americane.
- La rapida riduzione dei tassi darà slancio alla domanda di beni durevoli e alle costruzioni.
- La Cina torna a riversare nel mondo l'eccesso di produzione. Con la domanda interna scoraggiata dalle politiche degli ultimi anni, rischia di finire nella "trappola del reddito medio".

AUTORI



Luca Paolazzi

Economista e Advisor
Ceresio Investors



Chiara Casale

Economista
Ceresio Investors

RIPRESA CRESCENTE

Il **fantasma della recessione** si è riaffacciato sui mercati finanziari nel corso dell'estate. E la reazione è stata classica: giù le azioni e i tassi di interesse. Condita da un'accusa altrettanto pavloviana alle Banche centrali, e in particolare alla FED, di essere in ritardo e di inseguire più che guidare l'economia. Con il netto taglio dei tassi appena deciso, Powell & Co. fanno capire di essere saldi al timone.

I dati economici, però, esorcizzano il fantasma: **la crescita c'è ed è solida**, anche se è **molto differenziata** per geografia e settori. E questa differenziazione spiega in parte la paura di caduta della domanda e dell'attività economica. Un'altra parte della spiegazione è la ricerca di una motivazione per i violenti movimenti delle Borse azionarie che non fosse la vertigine dei mercati per i livelli raggiunti dalle quotazioni o i dubbi sui ritorni dei massicci investimenti in AI. Infine, sui tassi i mercati non hanno tutti i torti ad anticipare la veloce discesa, ma non per la motivazione da loro addotta che la FED sia in ritardo nella risposta al bisogno dell'economia di essere sostenuta, piuttosto perché il costo del denaro va adeguato al consolidamento della bassa inflazione. Andiamo con ordine nell'esaminare lo scenario.

Anzitutto **le imprese**, a livello globale, valutano in crescita la produzione a ritmo pressoché stabile: l'indicatore PMI output composito, infatti, si colloca in agosto ai livelli medi del secondo trimestre, più alti di quelli del primo. Un ritmo che è atteso tenere, o addirittura migliorare, nei prossimi mesi, grazie all'andamento degli ordini totali, in leggera accelerazione. Ma non per tutti: nel manifatturiero calano ancora, mentre sono ancora più brillanti nel terziario (Grafico 1).

Gr. 1

Mondo: ordini biforcuti (Globale, PMI<50=riduzione)

Fonte Elaborazione REF ricerche su dati JPMorgan

— Ordini servizi
— Ordini totali
— Ordini manifatturieri



CHI VINCE IL TIRO ALLA FUNE SERVIZI-INDUSTRIA

Il tiro alla fune tra terziario e industria di solito si risolve a favore dell'industria: è **il settore ciclico per eccellenza**, e quando inizia ad andare male sono guai per tutti. D'altra parte, è anche il comparto la cui domanda è più sensibile alle politiche macroeconomiche e agli shock, perché sforna i beni i cui acquisti sono discrezionali e spesso sono finanziati con prestiti. Inoltre, patisce maggiormente gli ostacoli agli scambi internazionali, perché i prodotti finali sono fabbricati attraverso **filiere lunghe e complesse** che travalicano i confini di Paesi e continenti. Quindi, gli ultimi due anni di stretta monetaria, shock energetico e crescenti tensioni geo-politiche hanno scatenato la tempesta perfetta contro il manifatturiero.

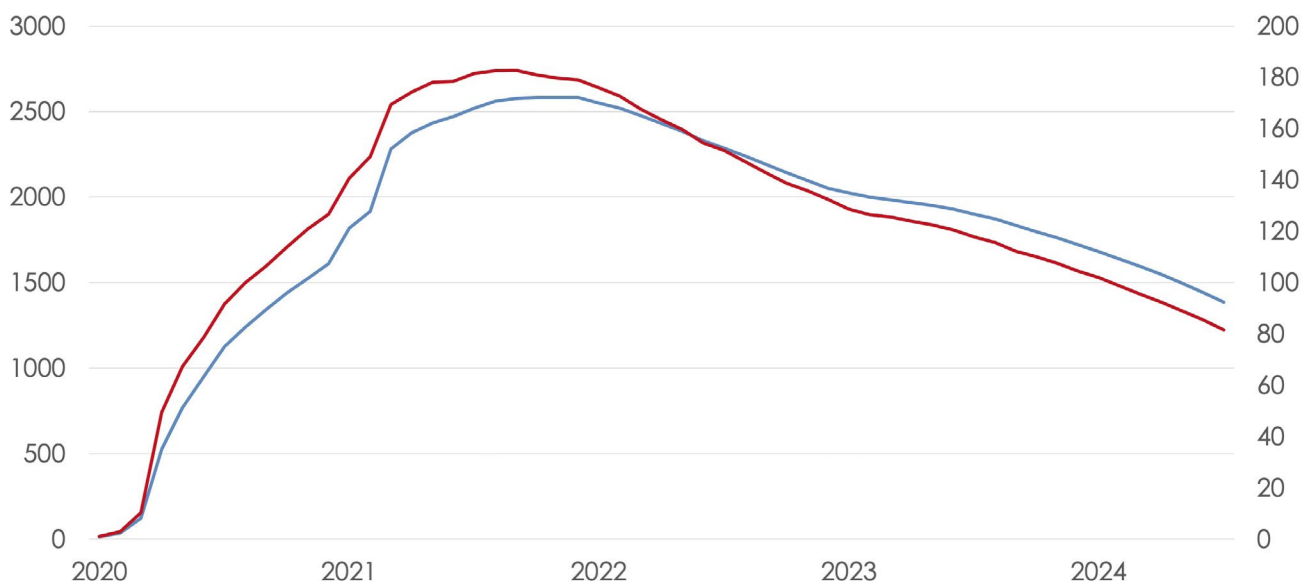
I turbolenti **tempi attuali sono anomali** anche nell'attribuire al terziario non solo un ruolo di stabilizzatore del ciclo ma perfino di traino, perché viviamo ancora gli effetti dei lockdown sia sulle scelte di consumo sia sulle disponibilità di spesa delle famiglie. Così è già accaduto che la voglia di viaggiare e partecipare a eventi sociali (spettacoli di varia natura e genere, mostre) abbia dominato ben più a lungo di quanto si potesse pensare e ancora si sente nel 2024. Questo grazie anche al **tesoretto accumulato** quando non si poteva uscire di casa e gli stati "consolavano" famiglie e imprese dalle severe prescrizioni sanitarie con generosi trasferimenti. Il caso USA è esemplare e alle stesse conclusioni si arriva per l'Italia e altri paesi europei applicando il medesimo algoritmo (Grafico 2).

Gr. 2

Il tesoretto dei consumatori USA (Eccesso di risparmio cumulato, dati mensili*)

Fonte * Calcolato applicando il tasso di risparmio medio del 2015-19 al reddito personale disponibile Fonte: elaborazioni REF Ricerche su dati USA BEA

— Miliardi di US\$
— in % consumi mensili (dx)



Il tesoretto garantisce **due condizioni favorevoli** al proseguimento della crescita. La prima è diretta e ovvia: fornisce **combustibile per i consumi**, che costituiscono la parte più grande (dai due terzi ai tre quarti, a seconda del sistema economico) della domanda finale, permettendo alle famiglie di tenere bassa la propensione al risparmio, perfino ridurla. La seconda è indiretta: mantiene **sani i bilanci familiari** e, quindi, evita quelle crisi da eccesso di debito privato che sono la principale causa delle vere recessioni, eccesso che richiede poi molto tempo per essere smaltito in un contesto di economia e finanza in difficoltà.

SALARI REALI SU, TASSI DI INTERESSE GIÙ

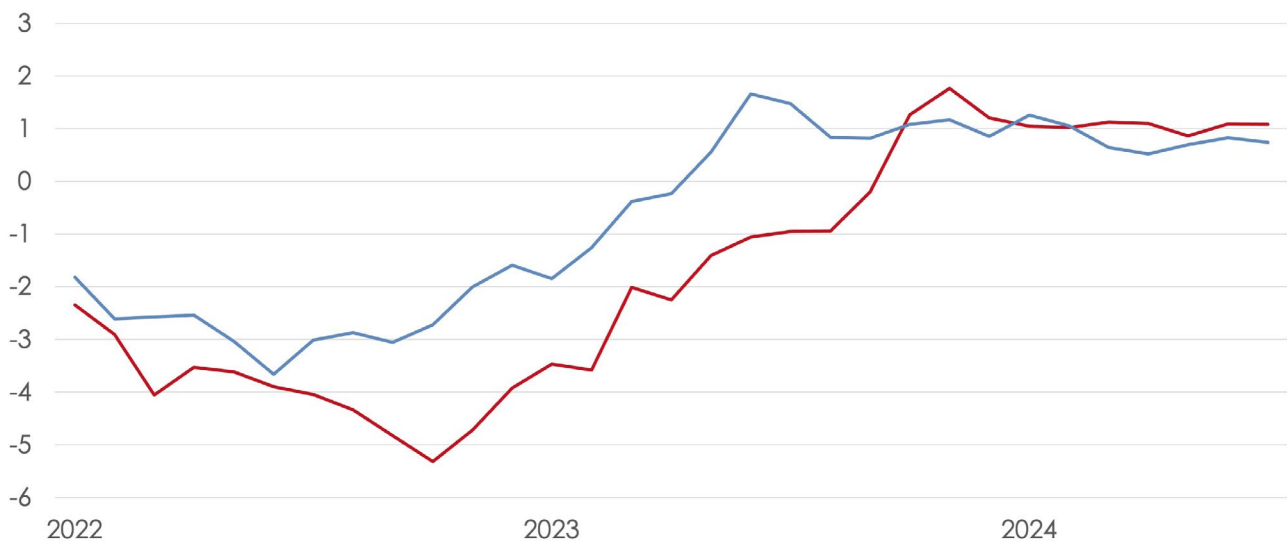
Il tiro alla fune tra servizi e industria si è già avuto nella prima metà del 2023 e si è risolto, per le ragioni dette sulla spesa delle famiglie, a favore del terziario. Ora a maggior ragione finirà allo stesso modo per una conferma, una diversità presente e una che sta maturando. La conferma è che il **calo dell'inflazione** dalla seconda metà del 2023 dà più valore agli aumenti salariali, perché questi ora sono reali e non solo nominali (Grafico 3).

Gr. 3

Salari reali in aumento (Var. % annue, al netto dell'inflazione al consumo)

Per Euroarea salari offerti, per USA paga oraria
Fonte Elaborazioni REF Ricerche su dati

— USA
— Euroarea



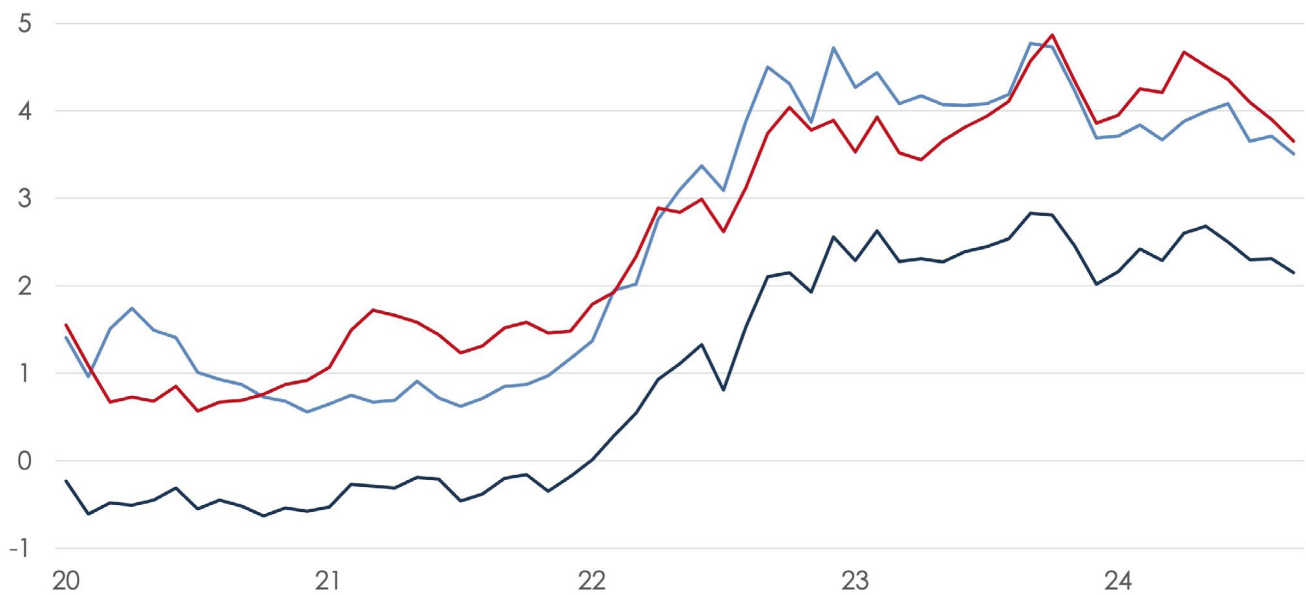
La diversità presente è che nel 2023, quando il manifatturiero stava contraendosi, il terziario frenava, mentre ora accelera, il che vuol dire che **augmenta il suo firaggio**, anziché diminuire. La diversità che sta maturando è la **riduzione dei tassi di interesse**, che un po' è già avvenuta ma che ancora di più avverrà man mano che le due maggiori Banche centrali, FED e BCE, allenteranno le redini monetarie (Grafico 4).

Gr. 4

**La riduzione dei tassi è iniziata
(Rendimenti % sui titoli sovrani a 10 anni)**

Fonte Elaborazioni REF Ricerche su dati Datastream

— T-Bond
— BTP
— Bund



Specularmente rispetto a quello che si è detto sopra, la riduzione del costo del denaro **aiuterà i settori più ciclici**, e quindi il manifatturiero e l'immobiliare, comprensivo di edilizia.

IL NUVOLONE EUROPEO...

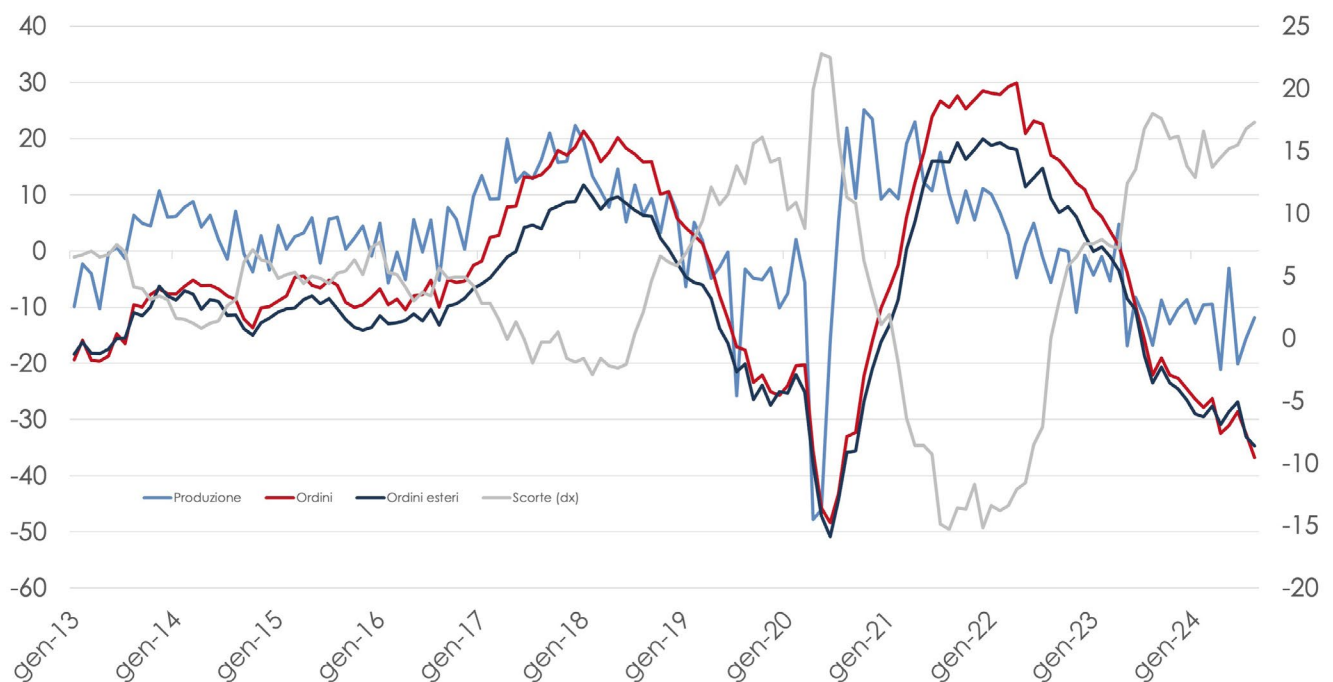
Nel quadro ci sono comunque alcuni nuvoloni, che potremmo chiamare rischi, dal punto di vista dell'investitore. Il primo rischio è costituito dal fatto che le performance economiche continuano a essere **molto differenziate** tra le aree economiche. Con gli **USA** che proseguono a marciare a buon passo: l'ultima stima per la variazione del PIL nel terzo trimestre è +2,9% annualizzato, dopo il +3,0% nel secondo e il +1,4% nel primo. Anche l'Asia avanza, con la staffetta tra **Cina e India** nella dinamica e con il **Giappone** che migliora. Invece, l'**Eurozona** continua a patire la stagnazione della **Germania**, colpita dalla transizione verde dritta al cuore pulsante dell'**automotive**, cosicché il manifatturiero si sta avvitando in una recessione che appare sempre più profonda (Grafico 5).

Gr. 5

Si avvia la recessione industriale tedesca
(Germania, giudizi imprese industriali, saldi delle risposte)

Fonte Elaborazioni REF Ricerche su dati Commissione europea

— Produzione
— Ordini
— Ordini esteri
— Scorte (dx)



Il **modello economico tedesco** è messo in crisi, oltre che dall'aver nell'auto una colonna portante (vale direttamente il 5% del PIL), anche da altre due sue caratteristiche, che possono essere ricondotte all'**ossessione antidebito**, che diventa pulsione per il risparmio. La prima caratteristica è di aver sempre **fatto leva sull'export**, cioè sull'accumulo di risparmio da investire all'estero, come simbolo un po' mercantilistico di potenza. Salvo poi finire per essere ostaggio dei debitori e dei mercati di sbocco. Così, se i cinesi la battono sul suo stesso terreno di gioco (l'auto elettrica cinese è molto più avanti, anche grazie agli

investimenti tedeschi) e non desiderano più marchi stranieri, il petto germanico orgogliosamente gonfiato si affloscia. La seconda caratteristica è di aver **aborrito il deficit e il debito pubblici**, con il risultato che le infrastrutture sono cadenti, i treni si rompono un giorno sì e un altro pure, e la protesta sociale si incanala verso i partiti estremisti.

Non sono questioni congiunturali. Comunque, nell'immediato suggeriscono di fare attenzione ai titoli azionari tedeschi più sensibili alla performance domestica di quell'economia e più esposti ad auto e mercato cinese. E probabilmente all'**euro**, se la BCE dovesse essere più aggressiva nei tagli per supplire alle carenze di visione e di azione della politica. Per non parlare del fatto che l'Europa è tremendamente vicina ai **fronti delle due guerre** e che è chiamata a spendere di più in cannoni e meno in burro. Perciò, ogni rafforzamento dell'euro, come quello avvenuto nell'estate, rischia di avere il fiato corto (Grafico 6).

Gr. 6 | L'euro risolve testa
(Cambio US\$/€, aumento rivalutazione dell'euro)
Fonte Elaborazioni REF Ricerche su dati Datastream



... E QUELLO DELLE PRESIDENZIALI USA

La contesa elettorale americana rappresenta un **fattore di incertezza**. Ed è noto che i mercati non amano questa condizione, che non è gestibile, a differenza dei rischi. Tuttavia, il 5 novembre, giorno del voto, è vicino e ormai sono molto chiare le posizioni dei candidati riguardo alle **politiche da seguire**: più redistributive e green quelle democratiche, più protezionistiche (anche rispetto all'immigrazione) ed elitiste quelle repubblicane. Difficile dire a priori quale delle due sia più dannosa per le economie USA e globale, anche se a naso viene da pensare che sia quella repubblicana (per l'analisi delle elezioni USA si raccomanda la lettura della Newsletter XXVI di Ceresio Investors).

Comunque, è probabile che, una volta stabilito chi ha vinto, ci sarà un miglioramento congiunturale, legato sia al dissolversi dell'incertezza sia alle maggiori spese effettuate dai galvanizzati sostenitori del(la) vincitore(trice).

L'INFLAZIONE DOMATA NON CEDE IL PASSO ALLA DEFLAZIONE

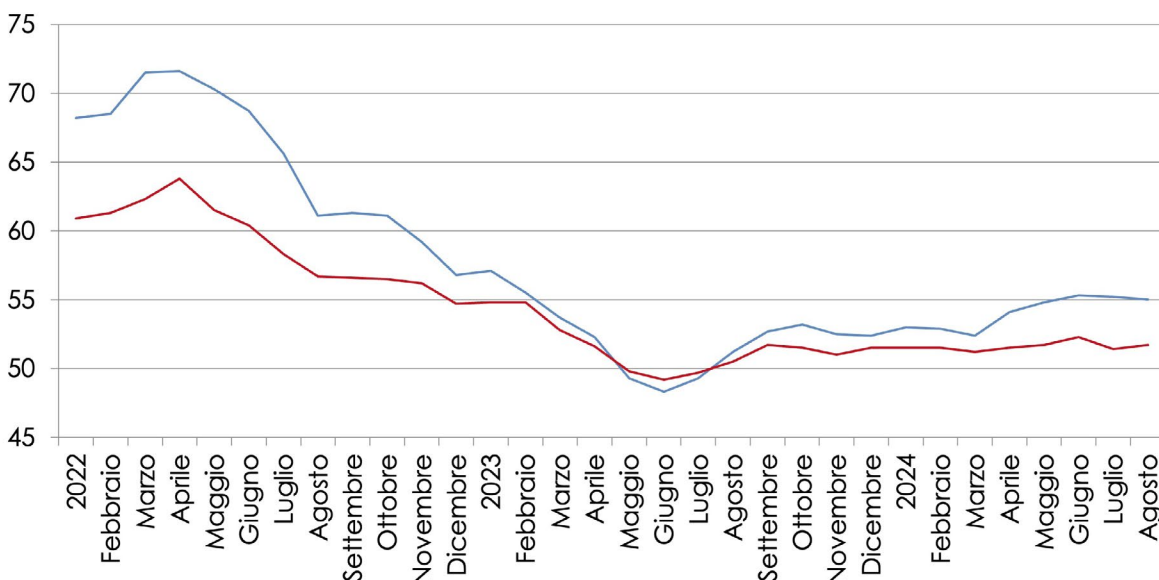
La dinamica dei **prezzi al consumo** sta rientrando nel recinto del 2% che i buoni pastori (alias banchieri centrali) hanno costruito solidamente. Fa più fatica a farlo nelle sue componenti core per la lunga coda degli **aumenti salariali**. Per far capire il clima sindacale basti citare il caso Boeing, i cui lavoratori sono entrati in sciopero a metà settembre, avendo rifiutato aumenti salariali del 25% in quattro anni, più altri benefit monetari e non.

Il **costo del lavoro** pesa di più nei servizi, che sono infatti quelli dove la temperatura dei prezzi resta più alta: +4,2% annuo nell'Eurozona in agosto (da +4,0% in luglio) e +4,9% in USA (invariato rispetto a luglio). D'altra parte, il mercato del lavoro si è sì raffreddato, ma i **posti vacanti** restano tanti. Il risultato è che, con una domanda più attenta ai prezzi e fredda, le imprese finiscono per **assorbire i rincari nei margini**, piuttosto che trasferirli tutti ai clienti (Grafico 7). Una condizione che non aiuta i bilanci delle società che operano nei settori ciclici e quindi contrasta con il rilancio delle loro azioni in presenza di tassi di interesse calanti.

Se i tassi scendono, la crescita economica prosegue e i margini di alcuni tipi di imprese si restringono, i risparmiatori hanno una **rotta tracciata** per gli investimenti in questa ultima parte del 2024.

Gr. 7 | Si allarga la forbice tra costi e prezzi
(Manifattura globale, PMI prezzi input e output*)
* >50 espansione, <50 contrazione
Fonte Elaborazioni REF Ricerche su dati JPMorgan

— Prezzi input
— Prezzi output



MENTRE LA CINA RESTA IN PANNE

Qualche settimana fa, a pochi giorni di distanza, su autorevoli testate economiche internazionali sono stati pubblicati due articoli* che parlavano di Cina, trattando temi completamente differenti ma che condividevano curiosamente una stessa parola nel titolo: **“squeeze”** (stringere, schiacciare, stritolare).

Nel primo articolo, sul fronte esterno, si argomentava quanto la Cina stesse **“strangolando” le imprese concorrenti** a livello mondiale, forte di ampie economie di scala e di uno sviluppo tecnologico avanzato in molti settori, dalla nuova industria (fotovoltaico, veicoli elettrici, batterie, chips) alla vecchia industria (acciaio).

Nel secondo articolo, sul fronte interno, si evidenziava invece quanto un mix di politiche governative di intervento nell'economia privata e la crisi del settore immobiliare stessero **“soffocando” i redditi**, i consumi e le aspirazioni della nascente classe media urbana cinese. L'accostamento dei due articoli, a mio avviso, pone bene in evidenza il malessere che sta rischiando di compromettere il miracoloso sviluppo cinese degli ultimi 20 anni, che ha permesso di quintuplicare il PIL reale del paese.

La modernizzazione industriale e residenziale sponsorizzata da miliardi di finanziamenti pubblici è andata ben oltre le necessità della domanda interna, complici anche politiche demografiche fallimentari. A questa sovracapacità, si aggiunge il **rallentamento dei consumi domestici** guidato dalla crescente sfiducia verso il futuro in quella fascia di popolazione che va oltre la sussistenza e può permettersi di aumentare la propensione al risparmio.

L'**eccesso di produzione** cerca un naturale sbocco verso l'estero, esportando deflazione ed inasprendo un clima geopolitico già teso. La risoluzione di questa conflittualità è una sfida generazionale, che se persa rischia di bloccare il paese nella “middle-income trap”. Si tratta non solo di redistribuire la ricchezza da imprese a famiglie (già non semplice), ma anche di riportare nei consumatori la convinzione che domani sia migliore di oggi.

* “China's Exports Squeeze Businesses Worldwide (WSJ – 24/8/2024) e “China's squeeze on aspiring classes will have economic costs” (FT – 29/8/2024)

Gr. 8

China - Consumer Confidence

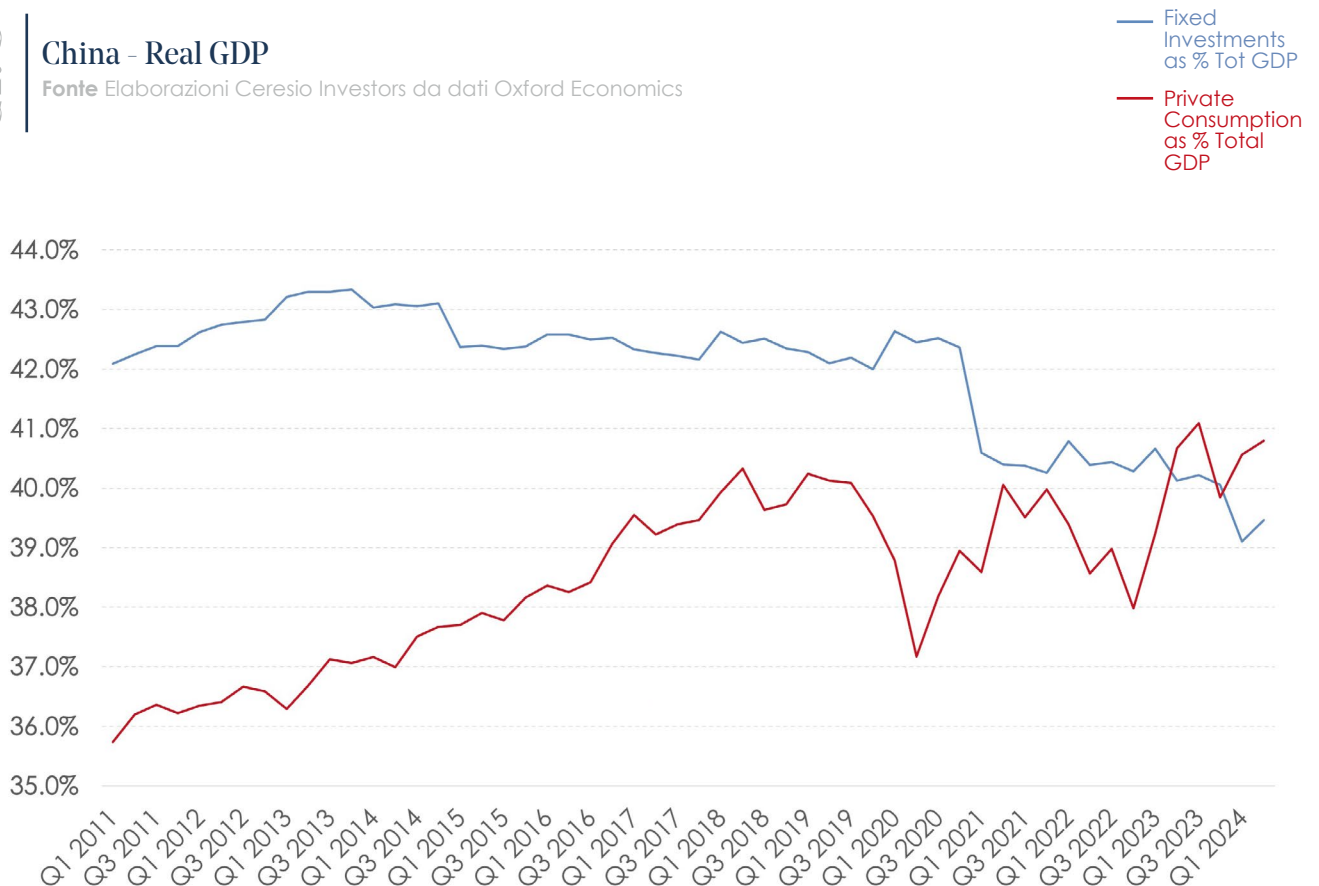
Fonte National Bureau of Statistics of China



Gr. 9

China - Real GDP

Fonte Elaborazioni Ceresio Investors da dati Oxford Economics



Il presente documento è stato predisposto congiuntamente da REF Ricerche S.r.L. e da Banca del Ceresio SA. Banca del Ceresio SA fa parte del Gruppo Ceresio Investors, per tali intendendosi 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 coperto da copyright ed è pubblicato sul sito www.ceresioinvestors.com da Banca del Ceresio S.A. I dati esposti in questo documento hanno unicamente scopo informativo e non costituiscono una consulenza in materia di investimenti, offerta al pubblico di prodotti finanziari ovvero promozione di servizi e/o attività di investimento. I dati in esso eventualmente riportati si riferiscono al passato: i risultati passati non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati futuri. Le informazioni e le opinioni espresse nel presente documento, soggette a variare senza preavviso nel tempo, sono quelle della società che lo ha redatto o delle società collegate, al momento della redazione del documento medesimo nell'attuale situazione congiunturale. Alcuni dati utilizzati provengono da varie fonti che si presumono corrette e affidabili al momento della pubblicazione, ma 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, pubblicazione o utilizzo in qualsiasi giurisdizione in cui tale distribuzione, pubblicazione o utilizzo sarebbe illegale, né è rivolto a qualsiasi persona o entità a cui sarebbe illegittimo indirizzare tale documento. È vietata in ogni caso la duplicazione, pubblicazione, estrazione o trasmissione dei contenuti del presente documento in qualsiasi forma.

Copyright © 2024 Ceresio Investors - tutti i diritti riservati.
