



La crescita mondiale accelera con la ripartenza del manifatturiero e la coralità dei paesi. Gli effetti su inflazione, tassi e utili societari.

In sintesi

- Dal nostro annuale **Investors' Forum emerge** con chiarezza l'"**eccezionalismo**" dell'economia americana.
- **Produzione e ordini manifatturieri sono tornati ad aumentare**, superando gli ostacoli che finora li avevano penalizzati.
- In tutti i Paesi c'è stato miglioramento dell'attività complessiva e **la coralità rafforza la ripresa**.
- Le implicazioni positive sono **più posti di lavoro, migliori salari reali e aumento di fatturato e utili aziendali**.
- Quelle negative sono il **rincarico delle materie prime industriali**, la **maggiore resistenza dell'inflazione**.
- In tale scenario **i tassi si divaricano tra USA ed Eurozona e il dollaro si rafforza**.
- **La salita di oro e Bitcoin** segnalano il maggiore **appetito per il rischio, ma non è sostenibile**.
- Le Borse beneficiano anche del **maggior pricing power delle imprese**.

Investors' Forum 2024

In aprile si è tenuto il nostro annuale Investors' Forum al quale hanno partecipato alcuni tra i principali gestori hedge in cui siamo investiti. Numerosi i temi discussi e gli spunti di riflessione. L'"eccezionalismo" americano, almeno in campo economico, non è in discussione; il PIL degli Stati Uniti è aumentato del 28% in termini nominali negli ultimi 4 anni (l'equivalente di un Giappone e mezzo), +66% le azioni americane nello stesso periodo e +\$50 mila miliardi la ricchezza netta delle famiglie. Le misure espansive senza precedenti di politica monetaria e fiscale sono state determinanti, ma gli Stati Uniti hanno potuto permetterselo. Il dollaro rimane infatti la valuta di riserva del mondo e la "shale revolution" ha portato il paese ad essere il più grande produttore di petrolio e netto esportatore dello stesso (oltre che di gas naturale). Il basso costo dell'energia inoltre rende competitive molte produzioni industriali, che tornano ad essere localizzate in America. Scenario positivo quindi per dollaro ed azioni. Il boom economico degli Stati Uniti

favorisce anche i paesi emergenti "amici" grazie alla forte crescita delle esportazioni da parte di questi ultimi.

I tassi di interesse e i rendimenti obbligazionari dei Treasury sono però destinati a rimanere elevati a causa del crescente disavanzo pubblico, delle dinamiche demografiche e del cambiamento climatico. Il tasso di interesse neutrale (tasso al quale la politica monetaria non è né espansiva né restrittiva) è destinato a crescere. Gli investimenti, quindi la domanda di capitali, crescono per la transizione energetica, l'intelligenza artificiale, la sicurezza degli approvvigionamenti, la riduzione delle disuguaglianze mentre i risparmi, quindi i capitali disponibili, decrescono, soprattutto perché la generazione dei baby boomers va in pensione.

La domanda di rame aumenterà significativamente nei prossimi anni a causa della transizione energetica, dell'elettrificazione dei trasporti e dell'intelligenza artificiale (i cui modelli richiedono un'elevatissima capacità



La sala del Principe di Savoia a Milano lo scorso 12 aprile in occasione dell'Investors' Forum, il nostro appuntamento annuale in cui ospitiamo alcuni tra i principali gestori in cui siamo investiti con i quali discutiamo l'attuale situazione macroeconomica e approfondiamo le loro opinioni sul mercato.



di calcolo e quindi di elettricità) a fronte di un'offerta inelastica nel medio periodo; per sviluppare una nuova miniera occorrono infatti mediamente 4-5 anni. I mercati delle materie prime devono essere necessariamente in equilibrio, quindi prezzi più elevati.

Meno chiare le prospettive di investimento in azioni cinesi. Il paese è in una fase di transizione del suo modello di crescita economica. Il passaggio però da un'economia trainata dagli investimenti infrastrutturali e immobiliari finanziati con debito a una sostenuta dai consumi domestici e da produzioni manifatturiere ad elevato valore aggiunto sarà lungo e necessiterà di riforme strutturali. Il quadro congiunturale attuale caratterizzato da rallentamento della crescita, riduzione del debito, contrazione del

settore immobiliare e deflazione è destinato a perdurare. Ciononostante sono numerosi i settori in cui società cinesi sono all'avanguardia e altamente competitive a livello mondiale, inoltre dopo i significativi ribassi degli ultimi tre anni le valutazioni hanno raggiunto minimi storici sia in termini assoluti che relativamente ai mercati mondiali.

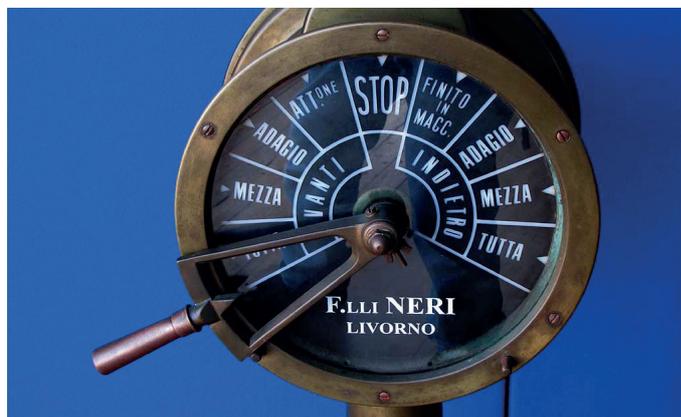
Interessanti il Giappone, la Corea e Taiwan per i settori della tecnologia e soprattutto della produzione dei semiconduttori, componenti essenziali per lo sviluppo dell'intelligenza artificiale. La probabilità di un intervento militare della Cina a Taiwan rimane bassa fintanto è mantenuto lo status quo (cioè, finché Taiwan non rivendicherà l'indipendenza da Pechino, che la considera una sua provincia).

Comandi sull'avanti tutta

L'immaginario comandante dell'economia mondiale ha messo il telegrafo sull'AVANTI TUTTA. E nella sala macchine della crescita il motore del manifatturiero è tornato a spingere, aggiungendo la sua propulsione a quella del terziario.

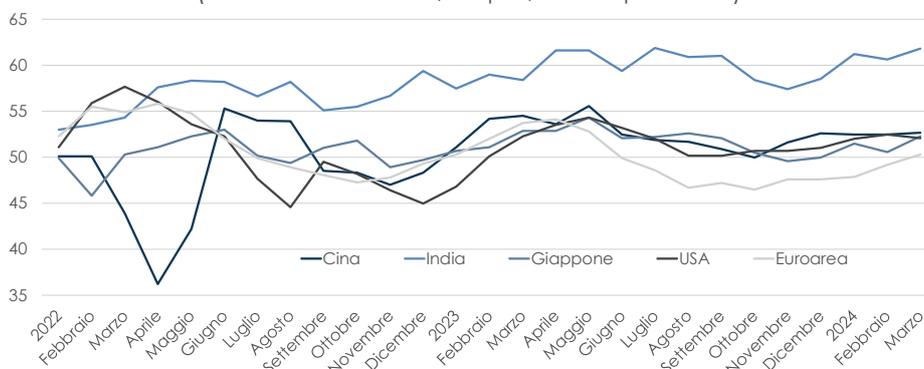
Infatti, le più recenti statistiche congiunturali disegnano uno scenario di netto rafforzamento della ripresa globale. Perché non solo la produzione e gli ordini industriali sono in aumento e con variazioni vieppiù maggiori, mentre i servizi non si sono mai fermati, ma anche il gruppo di Paesi che sono in espansione si è allargato. Questa corralità ha effetti moltiplicativi tali che l'insieme risulta superiore alla somma delle singole

parti che lo compongono, perché la domanda di un settore-paese diventa produzione-reddito di altri settori-paesi e quindi loro domanda che torna al settore-paese originario del primo impulso, e così via (Grafici 1 e 2).



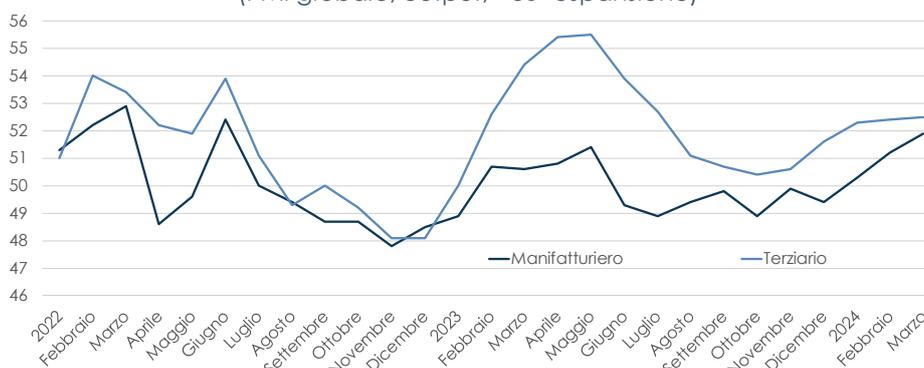
Telegrafo di macchina, copyright VP & Trillian – Livorno-dailyphoto

Gr. 1 - Ripresa corale nei Paesi...
(PMI manifat.+servizi, output, >50=espansione)



Fonte: REF Ricerche su dati IHT Markit

Gr. 2 - ...e nei settori
(PMI globale, output, >50=espansione)



Fonte: REF Ricerche su dati S&P Global

E l'andamento degli ordini, che sono la promessa di produzione futura, anticipa il proseguimento del moto ascendente e in accelerazione. Con la conferma importante della trasmissione internazionale degli impulsi nel risveglio degli ordini esteri, per ora nei soli servizi ma visto l'andamento presto anche di quelli industriali (Grafico 3).

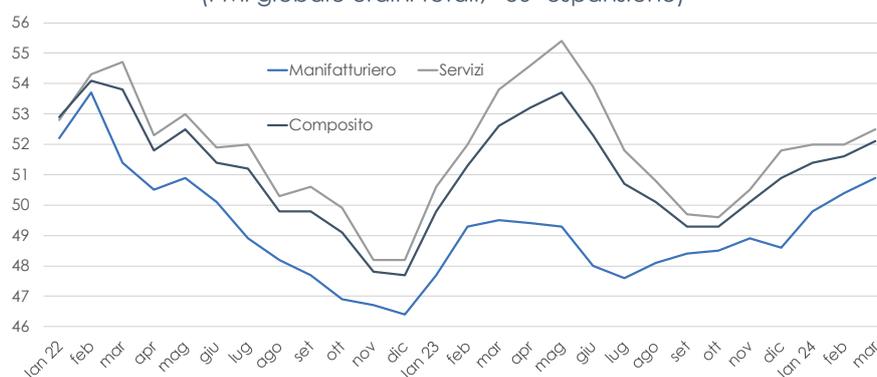
Teniamo presente che le produzioni manifatturiere sono le più grandi attivatrici di scambi internazionali, sia per rifornirsi di materie prime sia perché inserite in filiere di lavorazioni internazionali (tanto che i due terzi dell'import-export non petrolifero mondiale è costituito da semi-lavorati). Le politiche industriali che puntano ad affrancarsi da paesi non più tanto amici, come la Cina, e a favorire il *friendshoring* riducono gli interscambi, che infatti ormai dalla Grande crisi del 2008 hanno smesso di aumentare in rapporto al PIL. In altre parole, queste politiche, come le barriere tariffarie e non, riducono la trasmissione internazionale degli impulsi, oltre che la concorrenza e la più efficiente allocazione delle produzioni. In compenso, possono aiutare a formare consenso per evitare misure più distorsive e anti-mercato, nella misura in cui generano occupazione e inclusione sociale.

Gli effetti della ripartenza manifatturiera

La ripartenza del manifatturiero ha alcuni significati importanti, da cui derivano implicazioni altrettanto rilevanti per gli investimenti finanziari. Il primo significato è che il maggior costo del denaro non morde quanto si era temuto e quanto aveva fatto all'inizio della stretta. La domanda e la produzione di beni manufatti sono, infatti, molto sensibili alle condizioni di finanziamento; la domanda perché si tratta spesso di beni con un'incidenza elevata sui bilanci di famiglie e imprese, tanto da essere spesso acquistati a debito; la produzione perché influenza il livello ottimale di scorte, ossia di capitale circolante. È probabile che gli acquirenti abbiano ormai inglobato più alti livelli di tassi nelle proprie decisioni di spesa. Mentre una parte di scorte che era risultata in eccesso a causa del rialzo degli oneri finanziari è stata smaltita, come appare anche dal giudizio delle imprese manifatturiere sul loro livello (Grafico 4).

Le implicazioni del ritorno alla crescita dell'attività e della domanda di manufatti riguardano: la forza della ripresa mondiale; i prezzi delle materie prime e l'inflazione; e i tassi di interesse e, conseguentemente, i corsi azionari, i cambi e le altre attività finanziarie.

Gr. 3 - Gli ordini promettono più attività
(PMI globale ordini totali, >50=espansione)



Fonte: elaborazione di REF Ricerche su dati S&P Global

Analizziamole una alla volta.

La forza della ripresa mondiale sale non solo per quanto detto all'inizio, riguardo agli effetti moltiplicativi, ma anche perché si attiva maggiore domanda di lavoro, quindi occupazione e redditi per le famiglie, e dunque consumi. Naturalmente si espandono i fatturati e sale la domanda di investimenti, con effetti di ritorno e nuovamente moltiplicativi etc etc. E altrettanto naturalmente aumentano gli utili aziendali, che incoraggiano ulteriori piani e progetti imprenditoriali. Ricordiamoci che già oggi il mercato del lavoro avanza a gonfie vele, con poche eccezioni, in tutti i paesi; il caso USA è solo un esempio di come stia aumentando la massa salariale reale (Grafico

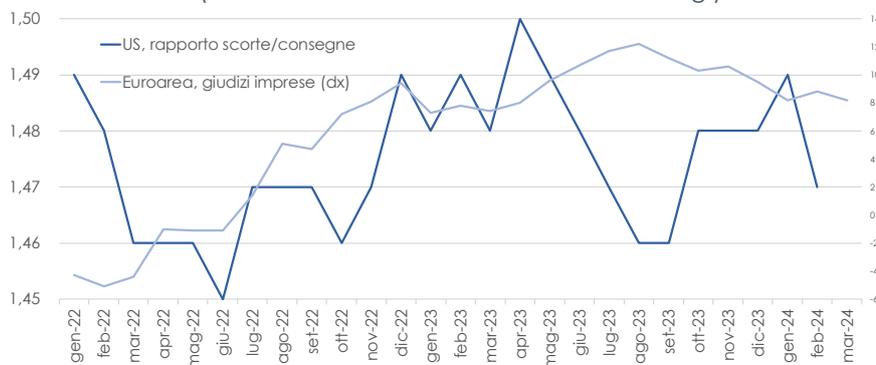
5). Naturalmente, più alte retribuzioni unitarie significano maggiori costi.

Inflazione resistente

E qui si viene alla seconda implicazione: la spinta sui listini, di cui c'è un chiaro segnale nella componente prezzi pagati e prezzi fatti pagare dell'indagine PMI. Rispetto i picchi, la diffusione dei rincari è decisamente meno marcata ma ha smesso di scendere e anzi dà qualche segnale di risalita, rimanendo sopra le dinamiche pre-pandemiche (Grafico 6).

D'altra parte, le stesse materie prime stanno rincarando, anche se non in modo uniforme come nel 2021-2022, ma con differenziazioni anche forti, tanto che dall'inizio dell'anno

Gr. 4 - Le scorte si normalizzano
(Industria manifatturiera, dati mensili destag.)



Fonte: elab. REF Ricerche su dati CE e US Census

Gr. 5 - Monte salari USA a go-go
(Reali deflazionati con CPI, gen. 2013=100)



Fonte: elaborazione REF Ricerche su dati US BLS

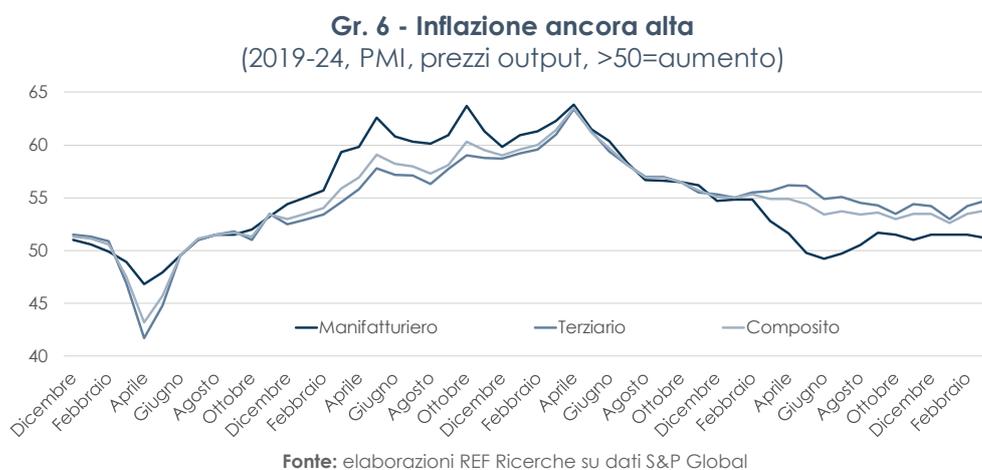
alcune hanno sperimentato netti rincari (petrolio, rame, cacao) e altre forti ribassi (minerale ferroso, frumento, soia, zucchero). Resta che il loro contributo alla disinflazione è finito e ora, invece, daranno una spinta in su, come sta avvenendo con il prezzo della benzina, per tutti molto visibile tanto da influenzare il giudizio sull'inflazione attesa.

Quest'ultima è rimasta ben ancorata e sono stati riassorbiti i balzi al rialzo osservati nei passati 24 mesi. Anche se non è del tutto rientrata dove era prima del rialzo inflazionistico, sia negli USA sia in Eurozona (Grafico 7). Questo riduce la spinta a richiedere incrementi retributivi compensativi del potere d'acquisto perduti e quindi il rischio di un mantenimento

della dinamica dei prezzi al consumo ancora troppo in alto rispetto all'obiettivo del 2% fissato dalle Banche centrali come sinonimo di stabilità monetaria. Resta che sia la spinta da costi sia il tiraggio da domanda sono moderatamente elevati, rendendo prudenti i tagli dei tassi.

Divaricazione nella riduzione dei tassi

Ed ecco la terza implicazione della ripartenza del manifatturiero: quella sui mercati finanziari e valutari. Nei mesi finali del 2023 tutte le asset class hanno beneficiato delle attese degli investitori professionali per un rapido, sebbene parziale, rientro del costo del denaro, attese che hanno stappato la voglia di rischio. Come dimostra anche l'andamento della



quotazione del Bitcoin (favorito dal via libera agli ETF su di esso), che è spiegabile solo con la pura speculazione, essendo un'attività finanziaria altamente volatile e rischiosa.

Ormai da alcuni mesi quelle attese si sono molto ridimensionate, soprattutto sul lato USA. Ridimensionamento collegato alle notizie sia sulla solidità della crescita, che rende davvero poco urgente per FED e BCE correre in soccorso dei sistemi economici, sia sulla vischiosità della diminuzione dell'inflazione, che consiglia cautela finché la missione non sia stata conclusa. Perciò i tassi a lunga americani sono risaliti lungo le valli che

avevano baldanzosamente discese (Grafico 8). Ma non è la disfatta dell'esercito austro-ungarico. Per due forti ragioni.

La prima ragione è che, sebbene più lentamente e turbolentemente del desiderabile, ma anche più realisticamente, il ridimensionamento delle spinte inflazionistiche è proseguito e proseguirà, specie dal lato americano (in Eurozona i prezzi al consumo salgono già a passo non preoccupante). Quindi i tassi a breve dovranno essere abbassati per evitare che in termini reali diventino troppo restrittivi. La questione, semmai, è se tale abbassamento si trasmetterà a tutta la curva, mantenendola con una pendenza negativa che spesso si è associata con timori recessivi, oppure se la curva stessa assumerà un'inclinazione positiva coerente con lo scenario di solidità della crescita. Appare più probabile la seconda ipotesi.

La seconda ragione è che la revisione al rialzo dell'aumento di PIL e dinamica dei prezzi, come l'abbiamo narrata nelle pagine precedenti, significa che gli utili societari batteranno le previsioni degli analisti e che i multipli, che ora fanno apparire non a buon mercato le azioni, scenderanno non via caduta delle quotazioni



Esplosione tappo



Fonte: elaborazioni REF Ricerche su dati Bloomberg

azionarie ma per balzo dei profitti. Inoltre, la maggior crescita favorisce alcuni settori rispetto ad altri, e le quotazioni delle rispettive società, in particolare di quelle cicliche.

Nel nuovo scenario, che contempla la divaricazione tra USA ed Euroarea di tassi anche a breve, oltre che a lunga, il dollaro tende logicamente ad apprezzarsi sull'euro, e non solo. Mentre è difficile trovare una spiegazione razionale alla rapidissima salita dell'oro (Grafico 9).

Probabilmente sono più d'una: il rialzo iniziale è partito per coprirsi dal rischio che, di fronte all'atteso peggioramento congiunturale, le Banche centrali avrebbero sacrificato un po' l'obiettivo antinflazionistico, e come è noto il prezioso metallo è considerato uno scudo contro l'erosione del potere d'acquisto della moneta (ma meglio sarebbero le obbligazioni indicizzate ai prezzi); poi l'oro si è accodato

all'ondata speculativa che ha fatto balzare del 50% il Bitcoin, che alcuni credono essere l'oro digitale; inoltre, l'ulteriore giro di vite sulle sanzioni alla Russia ne ha aumentato l'uso come mezzo di pagamento nelle contrattazioni con quella economia; ancora, l'estendersi del rullare dei tamburi di guerra lo fa percepire come porto sicuro dove parcheggiare un po' di risparmi; infine, le Banche centrali continuano a essere acquirenti netti di oro ai livelli record del 2022, come diversificazione di portafoglio e antidoto alle turbolenze in tempi di crisi. Quest'ultimo non è certo un segnale di grande fiducia nelle loro stesse capacità di timonieri della stabilità monetaria. D'altra parte, le forti perdite incassate sui titoli sovrani in cui tengono la maggior parte delle riserve sono un potente incentivo a provare altre strade. Basta che si ricordino il detto «chi troppo in alto sal, cade sovente precipitevolissimevolmente».





Avvertenze Importanti

Il presente documento è stato predisposto congiuntamente da REF Ricerche S.r.L. e da Ceresio SIM SpA. Ceresio SIM SpA 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.

CONTATTI:

Banca del Ceresio SA
Via della Posta 7
6901 Lugano – Svizzera
Tel.: +41 (0)91 923 84 22
info.bdc@ceresioinvestors.com

Ceresio SIM - Global Selection SGR - Eurofinleading Fiduciaria
Via Tamburini 13
20123 Milano (MI)
Tel.: +39 02 3037 7351
info.sim@ceresioinvestors.com