

Molte conferme e qualche sorpresa nello scenario per l'anno che verrà. E se scoppiassero le paci?

In USA lo sfavillio della borsa mette in ombra dati socio-sanitari da fondo classifica.



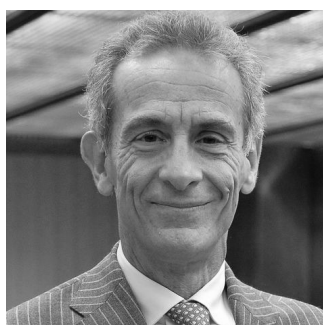
OSSERVATORIO

DICEMBRE 2024

IN SINTESI

- Le tendenze in corso si allungano ai primi trimestri del nuovo anno.
- L'economia USA avanza a pieni giri, grazie alla coppia salari-consumi.
- Non ci sono ragioni di temere che questo motore si inceppi, perché ancora ampio è il risparmio accumulato.
- Rimettere insieme i cocci dell'economia dell'Eurozona non è semplice, per varie ragioni anche strutturali, oltre al fatto che mancano due riparatori importanti con Francia e Germania deboli politicamente.
- Nel Resto del Mondo, che economicamente e politicamente pesa ormai assai più dei Paesi che chiamiamo avanzati, l'India marcia a passi lunghi e la Cina dà segnali di risveglio
- Nel manifatturiero qualche germoglio di ripresa.
- L'inflazione faticherà a scendere ancora, perché le pressioni salariali permarranno.
- I tassi ufficiali hanno ancora ampi spazi di diminuzione.
- Nei cambi dollaro in salita. Franco svizzero tenuto al palo?.
- Le azioni traggono beneficio da minor costo del denaro e utili che registreranno nuovi record. L'annata d'oro dell'oro non è facilmente ripetibile.
- Una grande novità sarebbero le paci che, con la convincente pressione USA (meno armi e soldi ai belligeranti), potrebbero scoppiare. Con vantaggi soprattutto europei.
- Mentre gli USA vincono a mani basse il confronto per il rendimento degli investimenti azionari, hanno bassa speranza di vita, molti più omicidi, alta mortalità infantile e per parto. L'altra faccia dell'eccezionalismo americano.

AUTORI



Luca Paolazzi

Economista e Advisor
Ceresio Investors



Orfeo Mazzella

Head of Asset Management & Research
Banca del Ceresio

TEMPO DI VATICINI

Tempo di Natale. Tempo di miracoli e vaticini. Per chi si china a osservare le foglie di tè e i fondi di caffè delle statistiche congiunturali, al fine di trarne indicazioni sul domani prossimo delle economie, la sfida è alzare lo sguardo verso l'orizzonte meno vicino per capire quali forze e tendenze prevarranno. Il quadro presente offre molte utili indicazioni, sebbene gli ultimi quattro anni ci abbiano insegnato a usare più di un grano di sale. Inoltre, a differenza della usuale analisi mensile, si può provare a ragionare su quel che accadrebbe se si verificassero alcuni eventi con probabilità significativa. Partiamo dalle linee di tendenza iscritte nell'oggi.



Scena tratta del film Harry Potter
(immagine modificata)

LE MOLTE CONFERME: USA A PIENO RITMO, EUR FRAGILE, ROW PIÙ FORTE

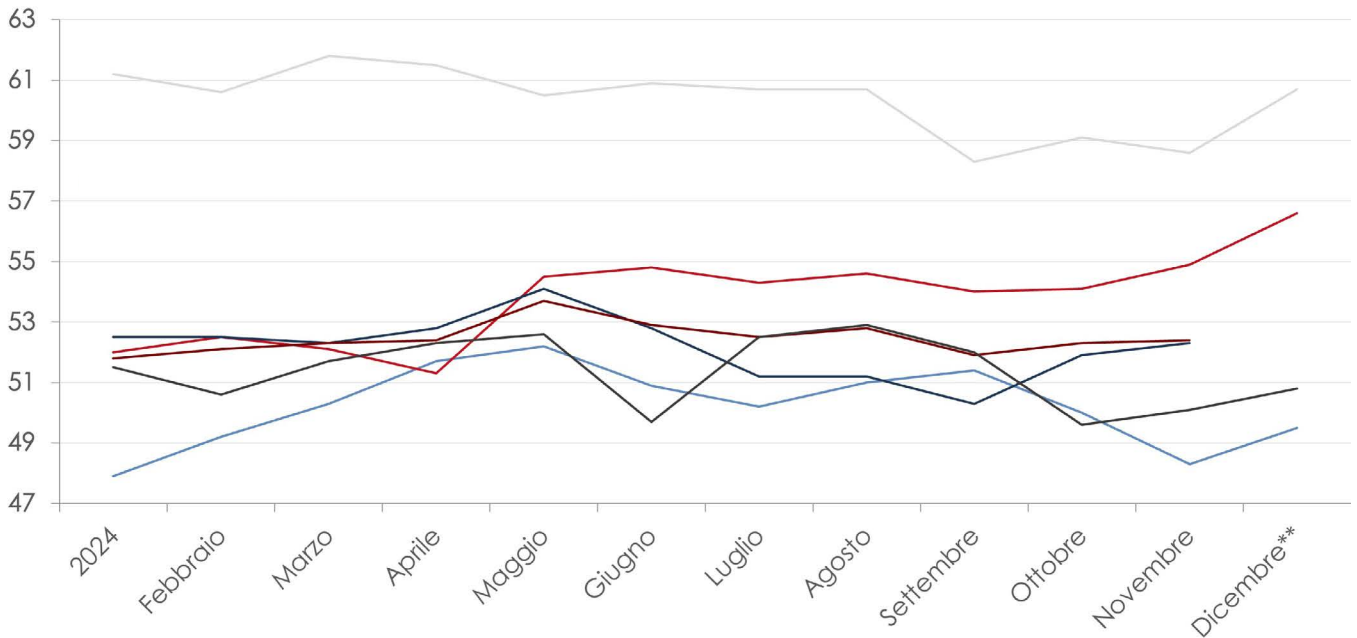
I dati dell'ultimo mese, rafforzati da un indice di dicembre, ci hanno fornito soprattutto conferme, con qualche mini-sorpresa positiva. Le conferme riguardano la forza e l'origine della crescita degli Stati Uniti, da un lato, e l'ulteriore avvistamento della debolezza recessiva europea (con l'eccezione spagnola). Mentre nel resto del Mondo (ROW, un resto che ormai pesa più del sottraendo occidentale avanzato, anche sul piano politico) l'India avanza sempre a passi lunghi e la Cina ha consolidato i germogli di ripresa spuntati nei mesi scorsi (Grafico 1).

Gr.1

USA a pieni giri, EUR in caduta
(PMI composito manifattura-servizi, output*)

*>50 espansione, <50 contrazione; **Stima flash, n.d. per Cina e Globale
Fonte Elaborazione REF Ricerche su dati IHS Markit

— Eurozona — Globale
— USA — India
— Cina — Giappone



LA BELLA COPPIA SALARI-CONSUMI, MOTORE AMERICANO

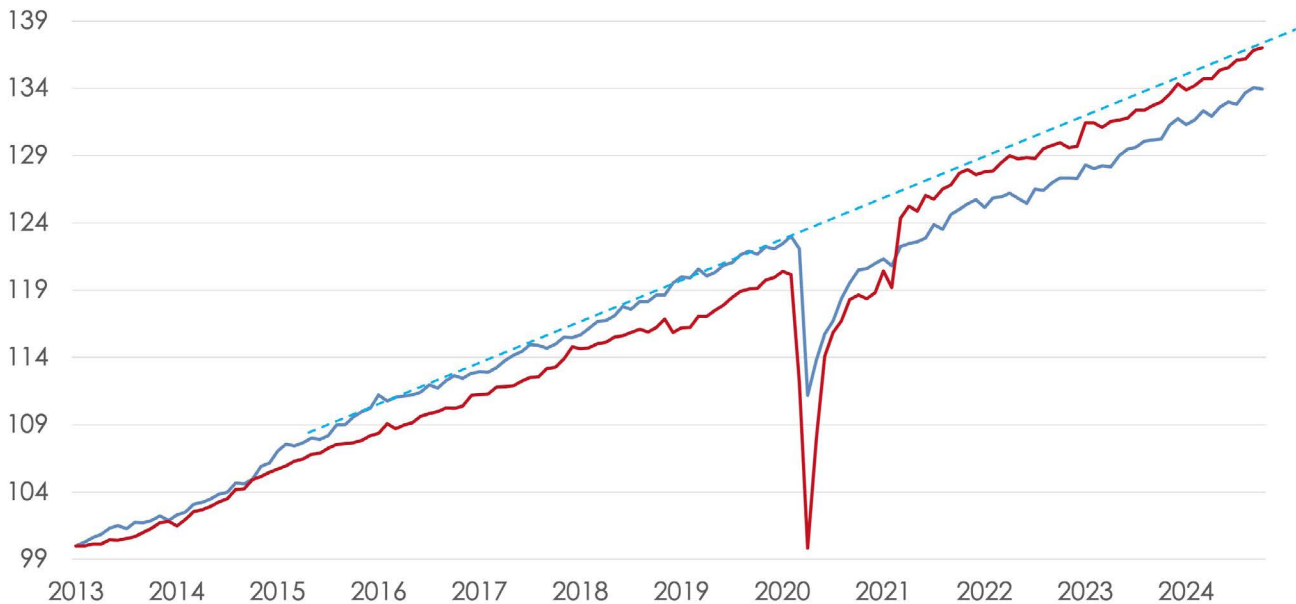
La forza della crescita statunitense è sintetizzata nelle stime più recenti sull'aumento del PIL durante il quarto trimestre: 3,2% annualizzato, che segue +2,8% nel terzo e +3,0% nel secondo. In media, quasi un punto sopra al potenziale; quindi, è una marcia a pieni giri; e consideriamo che il PIL potenziale non è un dato naturale, ma è plasmato da quello effettivo: più alto è quest'ultimo maggiore tende a essere il primo (e viceversa). L'origine resta nella coppia «redditi da lavoro-consumi», che non dà segni di indebolimento; infatti, il rallentamento della creazione di nuovi posti è compensato dal più vivace incremento dei salari reali orari, derivato sia dalla minore inflazione sia dagli aumenti delle buste paga (Grafico 2). Da notare che i consumi marciano a un ritmo leggermente più elevato che nel pre-pandemia ma in linea con i salari reali; nell'un caso e nell'altro sono molto al di sopra dei valori di cinque anni fa, nonostante il leitmotiv delle presidenziali sia stato l'opposto: l'effetto percezione ha colpito ancora!

Gr. 2

USA: il monte salari reali avanza (Indici gen. 2013=100, deflazionati con PCE price index)

Fonte Elaborazione REF Ricerche su dati US BLS

— Monte Salari
— Consumi
in Volume



Non c'è alcuna ragione per pensare che il meccanismo si inceppi, perché l'eccesso di risparmio accumulato si esaurirà al più presto nell'ultimo trimestre del 2026, al ritmo di tiraggio attuale; e perché la diminuzione dei tassi abbasserà una componente della spesa familiare.

Nessuna ragione tranne il timore che le misure dell'amministrazione entrante, come i rialzi delle tariffe doganali, spingano all'insù l'inflazione. Ma sarebbe un errore così grossolano e annunciato che sarà evitato: i dazi saranno usati e calibrati per fare la faccia feroce e provocare il minimo effetto sull'inflazione.

ECONOMIA EUROPEA IN COCCI

Rimettere assieme i cocci dell'economia europea è invece una missione molto ardua. Per tante ragioni. Anzitutto, perché sono a pezzi gli stessi possibili riparatori (Francia alla ricerca di un nuovo governo e Germania verso elezioni divisive e poco pro-europee). In secondo luogo, perché non c'è alcun portentoso collante, come quello del pirandelliano Zi'Dima (*La giara*).

In terzo luogo, perché è in ginocchio l'automotive, invenzione europea nella versione motore diesel 130 anni fa e ormai appannaggio cinese nella edizione elettrica, fino alla prossima piroetta tecnologica. In quarto luogo, perché la politica di bilancio è pro-ciclica, cioè uccide una crescita già morta (secondo le ultime previsioni OCSE il saldo strutturale tira giù due decimi di PIL nel 2025). Infine, perché molte più risorse dovranno essere usate per aumentare la spesa in difesa, visto che l'ombrello americano potrebbe essere ridotto da un momento all'altro. Le armi sono pure un'industria ma che non genera quell'ottimismo nel domani che dà slancio alla spesa privata.



Monte dei cocci, Roma,
particolare

IL MANIFATTURIERO DÀ SEGNI DI RISVEGLIO

Tra le sorprese positive c'è l'accenno di risalita dell'attività manifatturiera, che si legge nell'andamento degli ordini. Sebbene questi dati si riferiscano a novembre e le prime stime di dicembre già gettano acqua sul fuoco degli entusiasmi, con ulteriore peggioramento della produzione in USA, Eurozona, UK e Australia (ma migliora in India e Giappone). D'altra parte, la domanda di beni manufatti nei prossimi trimestri trarrà beneficio dalla riduzione del costo del denaro, che incentiva gli acquisti di beni tipicamente comperati a debito, come quelli durevoli di consumo e quelli di investimento (e l'accumulo di scorte). Sono prodotti più complessi, fabbricati lungo filiere lunghe e spesso internazionali, con conseguente trasmissione tra le economie degli impulsi espansivi.

La richiesta di beni di investimento, poi, è sostenuta dalla doppia transizione tecnologica (verde e digitale) che richiede di ripensare processi e prodotti con innovazioni anche radicali. Invece, a frenare gli acquisti di beni durevoli di consumo c'è il cambiamento delle preferenze a favore dell'uso più che della proprietà, tenuto conto sia della maggiore attenzione ambientale sia dell'appannamento del valore di status symbol di molti prodotti. In Cina, poi, le varie tensioni politiche internazionali e domestiche hanno reso poco glamour, se non biasimevole, acquistare prodotti occidentali (tanto più che in molti casi sono tecnologicamente meno avanzati di quelli cinesi).

UN 2025 MENO BELLICOSO?

Infine, alzando lo sguardo dall'oggi e puntandolo sul dopodomani, abbiamo imparato negli ultimi due anni e mezzo che i maggiori rischi sono di natura politica. Senza addentrarci nei pronostici e nemmeno nei meandri del come e del quando, il 2025 potrebbe risultare più pacifico dei precedenti due e potrebbero terminare i conflitti russo-ucraino e medio-orientale. Se ciò avvenisse alcune implicazioni sarebbero evidenti: minor costo dell'energia e maggiore sicurezza delle rotte marittime, a vantaggio soprattutto dell'Eurozona. Un pensiero guidato dal desiderio? In realtà, una nuova strategia da parte dell'Amministrazione Trump potrebbe costringere i più riottosi sui fronti bellici a sedersi per negoziare la pace. D'altronde, ricordiamoci che gli USA impugnano dalla parte del manico i coltelli dei finanziamenti e delle forniture militari.

INFLAZIONE COMPAGNA DI VIAGGIO PER AUMENTI SALARIALI

Spostandoci su un altro lato dello scenario, ribadiamo che l'inflazione ci farà compagnia anche nei prossimi mesi. Con la minaccia di una guerra tariffaria che incombe a creare il pericolo di una nuova fiammata (con il caveat detto sopra). Anche senza questo gioco lose-lose, i cambiamenti avvenuti nel mercato del lavoro hanno spostato potere contrattuale verso l'offerta (i lavoratori), che è diventata più scarsa, e ciò mantiene la pressione salariale sopra i livelli pre-pandemia: 4% annuo a novembre in USA (con il dato su tre mesi al 4,5%) e 4,4% sempre annuo in Eurozona nel terzo trimestre. Essendo il costo del lavoro il principale elemento di formazione dei listini, la sua maggiore dinamica tende a sostenere anche quella dei prezzi su un sentiero più elevato rispetto all'esperienza pre-Covid.

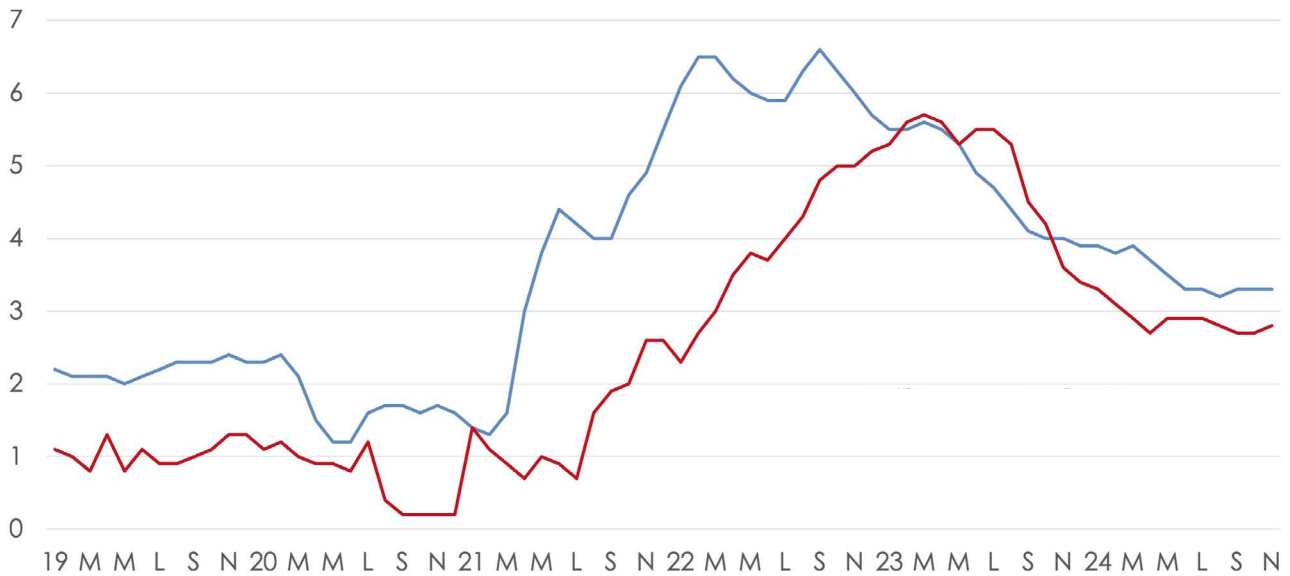
È proprio quello che stiamo osservando negli ultimi mesi, soprattutto nell'andamento dell'inflazione core, che risente meno del costo di beni i cui costi sono più sensibili a fattori internazionali o metereologici, e quindi esterni al funzionamento delle economie nazionali (Grafico 3).

Gr. 3

Inflazione ostinata
(Var. % su dodici mesi dei prezzi core)

Fonte Elaborazioni REF Ricerche su dati US BLS, EUROSTAT

— USA
— Eurozona



Più in particolare, è molto elevata la probabilità che negli USA l'inflazione misurata sui prezzi al consumo rimanga nei prossimi mesi più vicina al 3% che al 2%, mentre se rilevata sul deflatore della spesa personale in consumi sia di mezzo punto inferiore (per effetto di composizione, pesi e costruzione), lasciando margine alla FED per tagliare ancora i tassi.

Nell'Eurozona ci penserà la crisi economica a raffreddare ulteriormente i listini, sia attraverso la pressione sui margini sia mediante la frenata salariale causata dall'aumento della disoccupazione. In Giappone, invece, i prezzi resteranno sufficientemente tiepidi da far porre la parola "fine" all'ultratrentennale capitolo di deflazione nella storia economica nipponica contemporanea.

MATERIE PRIME IN RISALITA LENTA

Dal lato delle materie prime, lasciando fuori gli effetti dello scoppio delle paci, se la novità positiva della ripresa globale del manifatturiero trovasse conferme in dati solidi (un grande "se", vista la falsa ripartenza della primavera 2024), la domanda di commodity industriali troverebbe nuovo slancio, facendo lievitare le quotazioni. Tuttavia, l'elasticità di questa domanda alla produzione rischia di essere temporaneamente ridotta dall'involontario accumulo di scorte avvenuto nei trimestri scorsi.

AZIONI SUGLI SCUDI CON TASSI CALANTI E DOLLARO MUSCOLOSO

Quali sono le ricadute su cambi, tassi e azioni di questo scenario? Partiamo dalla variabile, i tassi, che le altre guida, quasi come *l'amore che move il sole e le altre stelle*, se non fosse che è per interesse e non per sentimento o simpatia. I tassi a breve governati dalle Banche centrali scenderanno ancora, perché con la riduzione dell'inflazione avvenuta e a venire (sebbene assai lentamente questo 'a venire'), le politiche monetarie sono diventate e diventeranno restrittive e devono essere posizionate sulla tacca neutrale, che negli USA vuol dire nel range 2,5-3,5%. Nell'Eurozona è di un punto circa più in basso; ma qui potrebbe essere necessario raggiungere la tacca "espansiva", per stimolare l'economia. Ci sono allora cento punti-base di tagli da mettere in conto su entrambe le sponde dell'Atlantico.

Altra cosa sono i tassi di mercato, che incorporano le aspettative degli operatori sulle altre condizioni economiche (crescita, deficit e debiti pubblici). Le quali indicano tassi reali significativamente positivi sui titoli americani, intorno al 2%, e nulli o negativi nell'Eurozona.

Tra prospettive di crescita e rendimenti obbligazionari non è difficile immaginare un dollaro che si rafforza contro la moneta unica europea, proseguendo il movimento iniziato con l'elezione di Trump. Qualcuno potrebbe obiettare che per sostenere il Made in USA un dollaro più basso potrebbe essere comodo, ma con tali deficit e debiti pubblici c'è bisogno di sottoscrittori globali affamati di dollari e spaventarli con il rischio indebolimento della moneta verde non sarebbe sano e saggio.

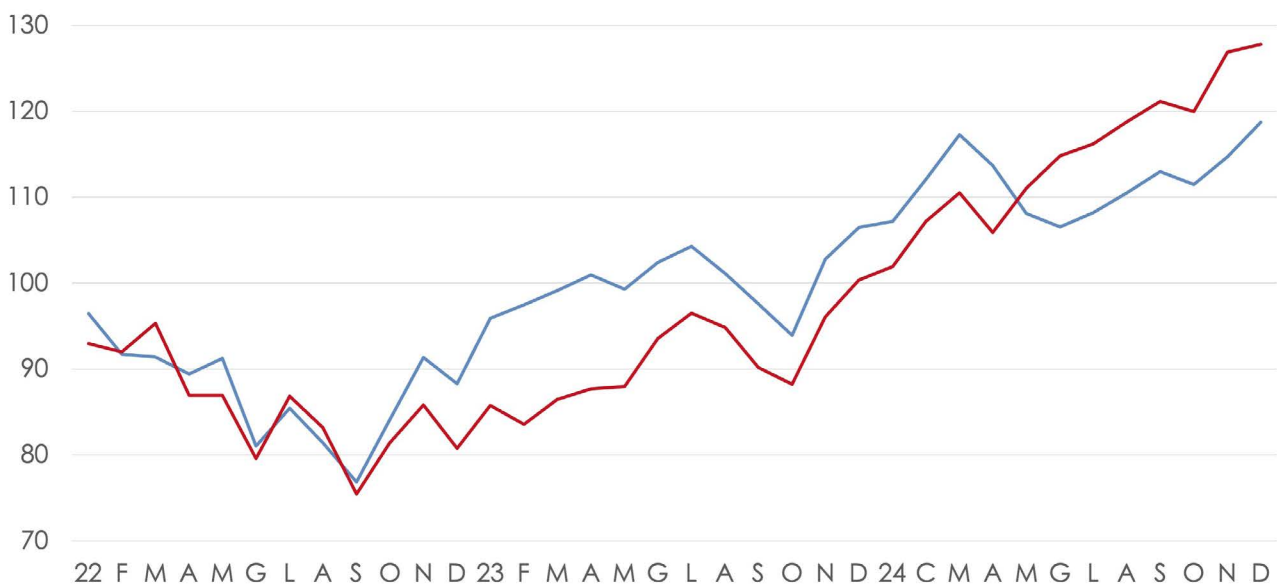
La novità dell'ultimo mese, sul fronte valutario, è stata l'intenzione affermata e agita della BNS di manovrare i tassi, fino eventualmente a livelli negativi, per indebolire il franco svizzero. Con un'inflazione quasi nulla (1% con rischi al ribasso) ridurre i tassi nominali è sensato, ma quanto in basso occorre portarli per far scendere il cambio? All'opposto, il Giappone alzerà i tassi, ma molto cautamente, un passettino alla volta.

Le Borse, in epoca di tassi calanti, sono sempre avvantaggiate, ma di più in USA dove la crescita ingrassa gli utili. Tanto più se i margini medi continueranno a salire grazie all'incremento di peso sul listino delle società con profitti più alti. Infatti, le Magnifiche Sette macineranno altri utili record, impiegando le loro competenze in nuovi ambiti (si veda la Newsletter XXVII di Ceresio Investors). Certo, non tutto filerà in modo lineare: ribassi anche violenti sono da mettere in conto nella misura in cui si avvanzerà nelle terre inesplorate dei nuovi massimi storici degli indici. Più difficile, invece, che analoghi miglioramenti di redditività si abbiano anche in Europa, date le condizioni già descritte. Però ci sono titoli che non riflettono la situazione domestica ma quella globale, e ciò spiega la galoppata del DAX (Grafico 4).

Gr. 4

La gara tra DAX e S&P500
(Indici 31 dic. 2021=100, valute nazionali)
Fonte Elaborazioni REF Ricerche su dati OCSE

— Dax 100
— S&P500 100



Infine, una parola sull'oro, che sta chiudendo un'annata da incorniciare, con un guadagno del 35%. Proseguirà la corsa? Tra i fattori che lo hanno spinto in alto quest'anno che sta finendo c'è la maggiore domanda dei risparmiatori cinesi scottati dall'immobiliare e delusi dalla Borsa di casa (all'estero non possono investire). Una combinazione che potrebbe venire meno, grazie alle briglie più sciolte che le autorità di Pechino hanno iniziato ad utilizzare.

USA EXCEPTIONALISM?

La vittoria di Trump ha dato ulteriore linfa ai listini azionari americani sia a livello assoluto che relativo rispetto a quelli europei, il tutto amplificato da un dollaro esuberante. I corsi azionari anticipano in modo evidente un ulteriore allargamento dello spread di crescita economica tra il Nuovo ed il Vecchio mondo.

In poco più di un mese gli indici azionari a stelle e strisce, Nasdaq 100 e S&P500, sono positivi del 9,4% e 5,3% in dollari, e rispettivamente del 13,8% e 9,5% in Euro, mettendo a segno, in così poco tempo, un differenziale di rendimento superiore all'8% sul, seppur forte, indice DAX e di oltre il 12% sull'indice Euro Stoxx 50. Il che è sorprendente in considerazione del fatto che molte delle società a maggior capitalizzazione europee sono globali per fatturato.

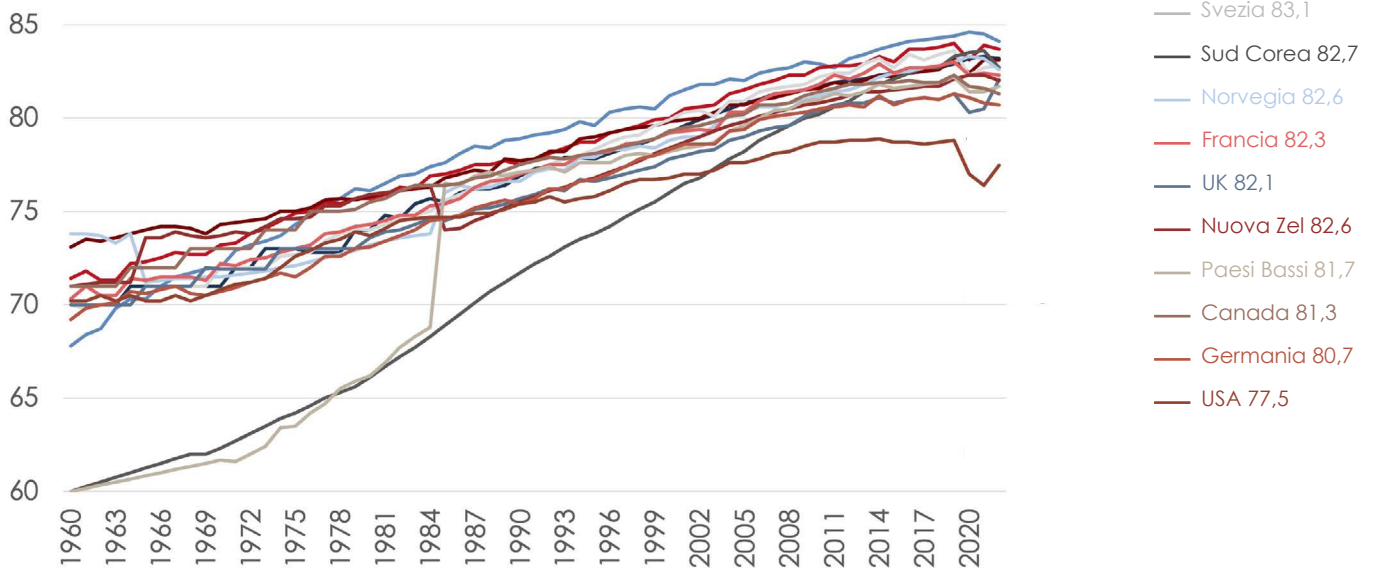
Ciò non rappresenta una novità, e non tutto è adducibile alla vittoria dei Repubblicani, con la Borsa americana che da anni continua ad attrarre le società internazionali più grandi, influenti ed innovative al mondo, spesso leader dell'economia digitale. Il NYSE oggi conta oltre 500 società estere che approdano nel listino americano, più liquido e ricco a livello di valutazioni, mentre il Nasdaq nel solo 2024 ha dato accesso a più di 120 società, per un totale di oltre 3'300. La sovra performance degli indici americani, misurata in euro, su quelli europei nell'ultimo anno è dell'ordine di grandezza del 20% (Tabella), mentre basti pensare che negli ultimi 10 anni il Nasdaq (in dollari) ha avuto un rendimento composto del 18,2% all'anno, più del doppio di quello degli indici europei al 7,0-7,5%.

	ULTIMO ANNO (17.12.23 - 16.12.24)			
	Valuta Locale		EUR	
	Total Return	Delta su Nasdaq	Total Return	Delta su Nasdaq
Nasdaq 100	34.0%	-	38.9%	-
S&P 500	30.5%	-3.5%	35.2%	-3.7%
USD/EUR	3.7%			
Euro Stoxx 50	12.4%	-21.6%	12.4%	-26.5%
DAX	21.3%	-12.7%	21.3%	-17.6%

Eppure c'è il risvolto della medaglia... gli Stati Uniti non brillano certo in dimensioni legate alla qualità della vita. Su tutte, una statistica: secondo il Commonwealth Fund, da una parte gli Stati Uniti rappresentano un'anomalia sulla spesa per la salute, che rappresenta il 18% del GDP (il 50% in più di una media dei principali paesi europei; a livello pro capite, circa tre volte la spesa di paesi come Corea, Giappone e Nuova Zelanda), per contro l'aspettativa di vita alla nascita è di 77,0 anni (in calo post pandemia) contro una media di 80,4 dei paesi OECD.

Gr. 5
**USA indietro nella longevità
(Speranza di vita alla nascita, anni)**

Dato 2022 accandto a nazione. Fonte Elaborazioni su dati OCSE





E non solo: la mortalità infantile è di 5,4 bambini ogni 1.000 nati vivi negli Stati Uniti, contro una mediana di 3,2 nei principali paesi europei (la Norvegia brilla con 1,6); le morti materne per parto sono salite a 24 su 100.000 nati vivi, più di quattro volte l'Europa. Un alto tasso di tagli cesarei, cure prenatali inadeguate e disuguaglianze socioeconomiche che contribuiscono a malattie croniche come l'obesità (che colpisce il 42% della popolazione americana, quasi il triplo di quella europea), il diabete e le malattie cardiache possono aiutare a spiegare tali dati.

Ma si possono citare anche le morti violente per aggressione a 7,4 ogni 100.000, contro 2,7 dei paesi OECD e meno di 1 dei principali paesi europei; piuttosto che il tasso statunitense di carcerati che è il quinto più alto al mondo, quattro volte quello cinese e meglio solo di paesi come El Salvador, Cuba, Ruanda e Turkmenistan.

La possibile chiave di lettura di un eccesso di individualismo e competizione, con i suoi pro e contro, non sembra abbastanza a spiegare tali aberrazioni.

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.



www.ceresioinvestors.com

Tel.: + 41 (0)91 923 84 22
info.bdc@ceresioinvestors.com

Lugano

Banca del Ceresio SA
Lagom Family Advisors SA

Milano

Ceresio SIM
Global Selection SGR
Eurofinleading Fiduciaria

Londra

Belgrave Capital
Management Ltd.