



Nella ripresa mondiale Europa fanalino di coda per la zavorra tedesca. L'inflazione cala ma adagio. Borse e tassi con relazione invertita.

In sintesi

- L'economia globale cresce trainata da USA e Asia.
- Negli Stati Uniti i consumatori hanno ancora un bel tesoretto da spendere e l'aumento dell'occupazione dà fiducia e reddito.
- L'Europa resta indietro perché la Germania (e un po' la Francia) è frenata dalla nuova globalizzazione, dall'auto in panne e dalla stretta di bilancio.
- Italia e Spagna beneficiano del grande ritorno ai viaggi internazionali.
- L'inflazione continua a scendere, ma a ritmo più ridotto.
- Sale la propensione al rischio nei mercati. Ora sono le Borse a guidare i tassi, più che il contrario.

L'economia europea soffre le difficoltà tedesche

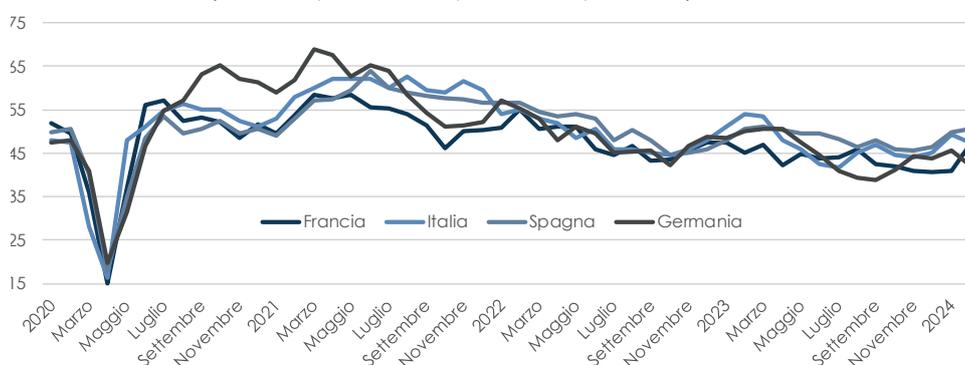
C'è del marcio in Europa, sentenzierebbe la lingua tagliente del Principe Amleto. E non si potrebbe dargli del tutto torto. I sintomi dell'avaria economica del Vecchio Continente sono evidenti proprio nel suo cuore, la coppia Francia-Germania. La crescita in entrambe fatica a riprendere vigore. Ciò è vero soprattutto nel sistema tedesco, dove l'industria rimane in forte recessione, e i servizi di conseguenza soffrono, essendo in buona parte legati ad essa (Grafici 1 e 2).



Kenneth Branagh in *Hamlet*, 1996.

Gr. 1 - Industria tedesca in recessione...

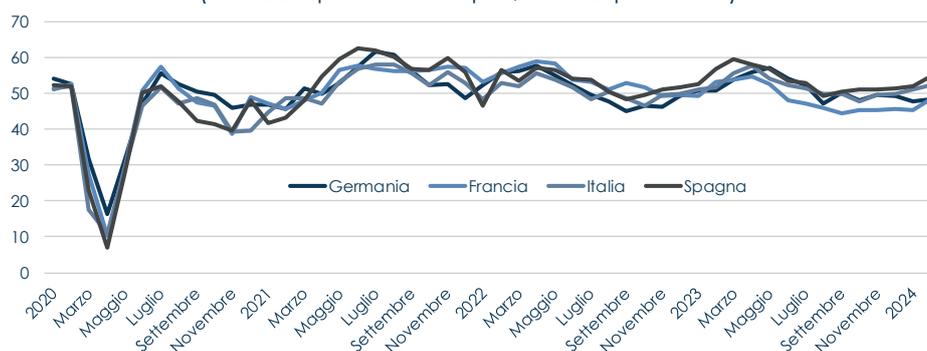
(PMI componente output, >50=espansione)



Fonte: REF Ricerche su dati IHT Markit

Gr. 2 - ...e anche i servizi ne soffrono

(PMI componente output, >50=espansione)



Fonte: REF Ricerche su dati IHT Markit

La difficoltà dell'economia tedesca si riverbera nel resto d'Europa per varie ragioni: è la più grande dell'Euroarea (oltre il 25% del PIL), è la principale partner commerciale delle altre maggiori economie e di quasi tutte le minori, funziona da hub regionale degli scambi anche per gli stimoli a migliorare qualità e a innovare.

La sua avaria (il "marcio") non è passeggera perché discende da alcune caratteristiche strutturali e istituzionali del funzionamento del sistema tedesco che male si adattano al nuovo contesto forgiato dalle crisi degli ultimi quindici anni.



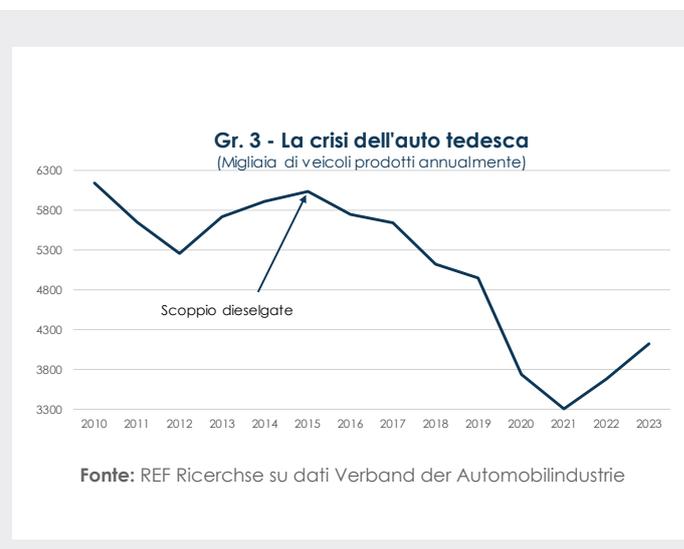
Tre bastoni strutturali nelle ruote della Germania

La prima caratteristica è di essere imperniata sull'export, il cui peso è raddoppiato a quasi il 50% del PIL. Con la crescente regionalizzazione del commercio mondiale (iniziata già dopo il 2008) e il nuovo volto della globalizzazione (si veda la Newsletter XIX), si tende a fabbricare nei principali mercati di sbocco, piuttosto che a esportare. Va tenuto presente che le vendite all'estero tedesche attivano molti acquisti, perché molti input sono fatti in altri Paesi; un meccanismo così accentuato da aver meritato l'etichetta di *bazar economy*.

La seconda caratteristica è il ruolo molto rilevante dell'*automotive*, la cui filiera dà lavoro a 2,1 milioni di persone, con un fatturato

pari a 438 miliardi. Questo settore ha ricevuto un colpo durissimo dal *diesel gate* scoppiato nel settembre 2015 (centraline truccate per far risultare, in fase di test, minori consumi ed emissioni) e sta realizzando una sofferta transizione all'elettrico. Transizione guidata da tre principi: azzeramento delle emissioni di CO₂, generazione di big data e relativa estrazione di informazioni, passaggio dalla proprietà all'uso (con conseguente diminuzione del parco auto). La produzione di autovetture in Germania è scesa molto ed è improbabile che torni ai livelli dei tempi d'oro, per la forte concorrenza cinese e per la strategia di delocalizzazione delle grandi case automobilistiche (Grafico 3). In ogni caso, un'auto elettrica ha un valore aggiunto molto inferiore a quella endotermica, e ciò porta alla contrazione degli addetti.

La terza caratteristica è l'avversione al deficit e al debito pubblici. In sé, vista dall'Italia, una condotta virtuosa delle finanze statali non può che essere elogiata, ma l'estremismo ideologico del *nullKommanichts* sta costando molto caro all'economia tedesca nell'attuale frangente di transizione gemella verde e digitale. Infatti, il governo federale aveva dirottato sugli incentivi green 60 miliardi (1,5% di PIL) di fondi non impiegati durante la pandemia, e la corte



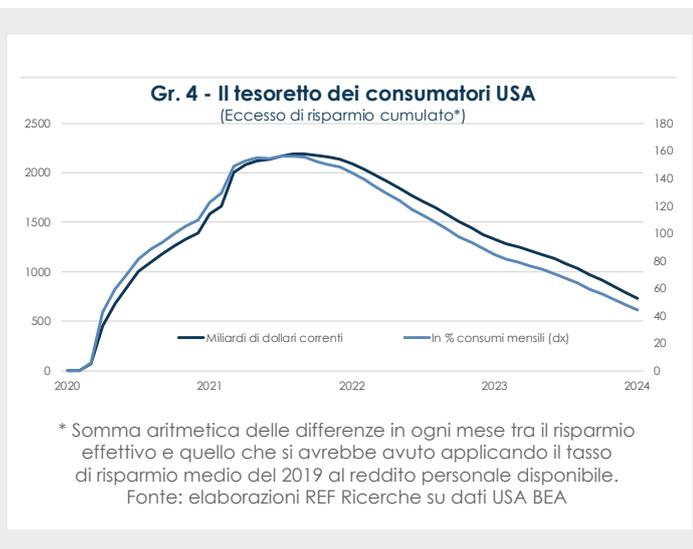
costituzionale ha bocciato tale dirottamento, costringendo Berlino a tagliare quegli incentivi e a fare altri risparmi, con il risultato di congelare le vendite di auto elettriche e di far annullare ordini già acquisiti dalle imprese, con crisi a catena nella mitica *Mittelstand* teutonica (la spina dorsale manifatturiera costituita dalle medie imprese).

Se la Germania sta male, la Francia non è in ottima forma. Anche lì l'*automotive* è rilevante. All'opposto, Italia e Spagna stanno andando molto meglio, beneficiando del boom turistico post-lockdown, essendo mete agognate per paesaggio, arte e clima.

A tutto questo vanno tristemente aggiunte le guerre in Ucraina e Medio Oriente, entrambe pericolosamente prossime, e la forte dipendenza dall'import energetico, cosicché il quadro economico europeo appare a tinte poco brillanti, se non fosche.

Gli USA con tesoretto e occupazione nel motore

All'opposto, sono assai luminosi i colori che irradiano dalla sponda opposta dell'Atlantico. Dove i consumi continuano a marciare, traendo combustibile da due fonti: il mercato del lavoro e il tesoretto di risparmio accumulato nel 2020.



Partendo da quest'ultimo, non si esaurirà se non verso la fine del 2024, ai ritmi attuali di aumento di reddito personale e consumi e mantenendo invariato il minor tasso di risparmio che quel tesoretto consente senza incidere sul precedente accumulo di ricchezza netta (Grafico 4).

D'altra parte, il monte salari reale continua a salire, alimentato dalla forte creazione di nuovi posti e dal recupero del potere di acquisto delle retribuzioni. Un circolo virtuoso consumi-lavoro-consumi, senza evidenti cause di rapida interruzione. Certo, all'orizzonte ci sono le presidenziali di novembre: porteranno instabilità?

La vera locomotiva globale

Sull'altro lato del Pacifico le tre grandi economie, Cina, India e Giappone (prima, terza e quarta economia mondiale in parità di potere d'acquisto) marciano a ritmi diversi, come si conviene alle loro demografie ed elevatezza di sviluppo; comunque avanzano, facendo dell'Asia la macroarea più dinamica del Mondo, la vera e possente locomotiva (Grafico 5). Sebbene sia una macroarea più chiusa di quelle europea e nordamericana, e l'isolamento aumenterà per corale spinta di tutti i paesi, con la politica industriale a prendere la veste di nuova forma di concorrenza.

L'inflazione c'è, non c'è, c'è... Eppure scende

Dopo l'impennata del 2021-22 e la rapida discesa nella seconda metà del 2023, nella prima parte del 2024 l'inflazione mostra segni di resistenza. In realtà la discesa sta proseguendo a ritmo lento, come avvenuto nel corso dell'anno passato, e lo avremmo riconosciuto se, invece di guardare all'indice dei prezzi al consumo totale, che è più sensibile alle variazioni del costo di energia e alimentari, avessimo concentrato l'attenzione sulla parte core, che risente maggiormente dell'andamento del costo del lavoro, soprattutto nella componente servizi (Grafico 6).

Dai dati core emerge, tuttavia, una maggiore gradualità di rientro, soprattutto negli USA. Dove, in effetti, i dati di gennaio e febbraio hanno mostrato rincari diffusi. D'altra parte, le retribuzioni statunitensi salgono a un ritmo di quasi un punto percentuale sopra quello del 2019, e la domanda di lavoro sovrasta l'offerta, sebbene ci sia stato un significativo avvicinamento.

Perciò le Banche centrali mantengono l'atteggiamento di paziente prudenza nel ridurre i tassi di interesse, atteggiamento che stanno predicando ormai da alcuni mesi.

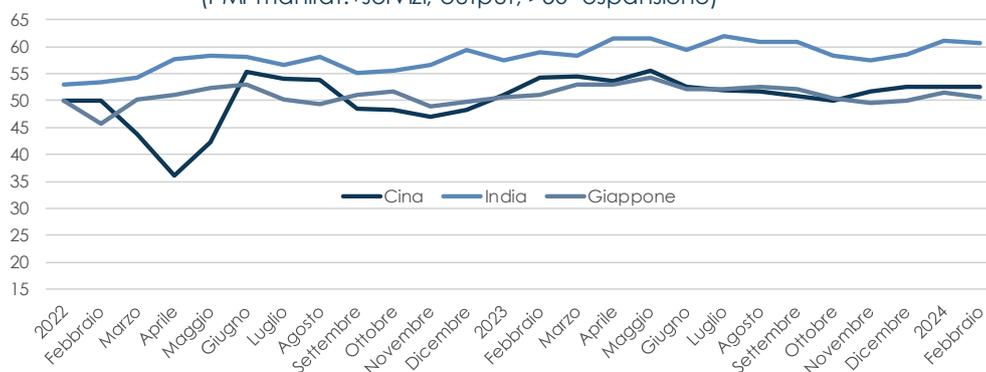
Le Borse guidano i tassi

Da parecchi trimestri i mercati sono

spasmodicamente concentrati a captare segnali di raffreddamento della temperatura dei prezzi al consumo, perché questo significa taglio dei tassi di interesse. Cosicché, ogni volta che le nuove statistiche inflazionistiche li deludono, le obbligazioni scendono e i loro rendimenti salgono. Di solito accade che anche le azioni cadano; invece, almeno dall'inizio del 2024 succede che salgono. Insomma, la relazione si è invertita. Perché? Per tre motivazioni. Anzitutto, l'aumento dei prezzi segnala che le imprese possono difendere i margini, e si è visto nel corso del 2023 che questa difesa ha portato, in presenza di un'economia in salute, a utili per azione decisamente maggiori. Inoltre, la paura di una recessione, che aveva fatto capolino nel 2022, è ormai del tutto

Gr. 5 - Cindia & Giappone in espansione

(PMI manifat.+servizi, output, >50=espansione)



Fonte: REF Ricerche su dati IHT Markit

Gr. 6 - Inflazione in lento rientro

(Indice dei prezzi al consumo core, var. % annue)



Fonte: elaborazione REF Ricerche su dati US BLS, EUROSTAT

sparita, così come quella di un'inflazione che si avviti fuori controllo, costringendo le Banche centrali a schiacciarla con martellanti aumenti del costo del denaro. Infine, eliminati questi due spauracchi, l'appetito per il rischio degli investitori è salito, e visto che le obbligazioni hanno un andamento incerto nella direzione, meglio puntare sulle Borse.

D'altra parte, se la ricchezza azionaria aumenta con gli indici di Borsa, si allentano le condizioni finanziarie complessive (minor costo del capitale di rischio) e si ingrossa il benessere delle famiglie, che tendono così a spendere di più, facendo fare un altro giro alla giostra della ripresa. Ciò induce i banchieri centrali a concludere che sia bene non cambiare la politica monetaria.

Due indicatori di propensione al rischio

Della maggiore propensione a rischiare è un chiaro indicatore il Bitcoin, che è la più insensata e volatile delle attività finanziarie. La non-moneta digitale ha toccato nuovi record, sospinta dalla possibilità di acquistarla via ETF, e quindi mettendo un chip anche piccolo. I chips, come è noto, sono usati nei casinò per le puntate alla roulette...

Un altro indicatore di voglia di rischio, meno noto ma più intrigante, è il tasso di cambio tra franco svizzero e dollaro australiano. Due economie agli antipodi, non solo geograficamente: la Svizzera vive del suo lavoro, l'Australia delle sue ricchezze naturali. Se l'economia mondiale viaggia senza intoppi, i prezzi delle materie prime salgono e il dollaro si apprezza, mentre il franco tende a essere meno gettonato da investitori che si fanno più audaci. E viceversa. Dallo scorso autunno questo particolare e poco seguito tasso di cambio oscilla in un range piuttosto stretto (+/-1,5%), e nelle ultime settimane si è collocato nella parte bassa della forchetta: bel tempo si annuncia.

E gli asset azionari?

Nel corso degli ultimi quindici anni, gli asset azionari europei hanno registrato prestazioni molto inferiori rispetto a quelli statunitensi, con lo S&P 500 che ha accumulato, inclusi i dividendi, un ritorno complessivo dell'815% contro il 340% del MSCI EU, equivalente a un tasso di crescita annuo composto (CAR) del 16% a Wall Street contro il 10% delle piazze europee, a cui si deve aggiungere un apprezzamento del dollaro del 16% nei confronti dell'euro, che fa sì che il rendimento cumulato di un euro investito nell'indice USA sia risultato di 2,8 volte superiore a quello investito nell'indice europeo.

Questa tendenza si è confermata anche nei dodici mesi fino al 13 marzo 2024, con lo S&P 500 che ha guadagnato il 36% contro il 17,5% dell'indice europeo, e si ritrova pure negli ultimi cinque anni con un raddoppio del valore per il mercato USA contro un incremento del 52% per l'Europa, mantenendo un rapporto di circa 2x in entrambi i casi, senza includere gli impatti valutari, che sono stati meno significativi.

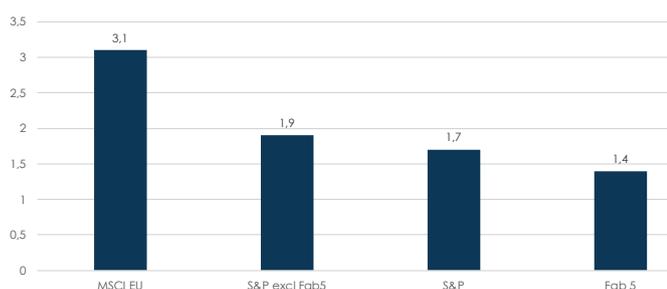
Nonostante le valutazioni più elevate del mercato statunitense, con un rapporto prezzo/utigli (P/E) previsto per il 2026 di 17,4x (circa il 140% di quello europeo a 12,2x), ci si aspetta che gli utili USA crescano mediamente del 10% annuo nel

periodo 2024-2026, contro un più modesto 4% per l'Europa. Il P/E normalizzato per il tasso di crescita degli utili (PEG ratio) risulta, nello stesso orizzonte temporale, pari a 1,7 per gli USA contro 3,1 per l'Europa, indicando che le azioni statunitensi sono scontate di circa il 45% rispetto a quelle europee.

Ciò si spiega in parte anche con il fatto che il PIL statunitense è previsto crescere a un ritmo superiore rispetto a quello europeo, con stime dell'FMI che indicano un tasso di crescita annuo del 2,0% per gli USA contro l'1,4% per l'Unione Monetaria Europea nel periodo 2024-2026.

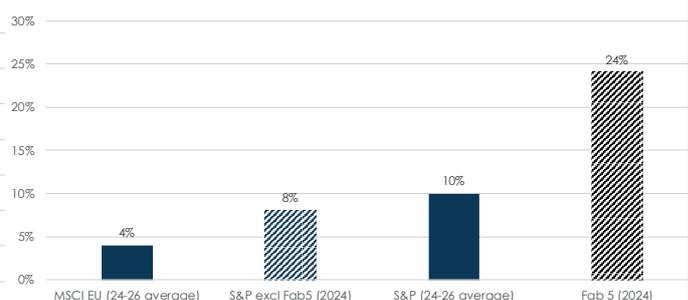
Infine, un fattore interessante è l'effetto di scala delle imprese: l'Europa soffre di una frammentazione societaria, mentre negli USA si osserva una maggiore concentrazione, come dimostrato dalle cosiddette Fab5 (Microsoft, Nvidia, Amazon, Alphabet, Meta), che presentano un PEG di 1,4, ulteriormente scontato rispetto all'1,7 dell'S&P 500 totale (1,9 escludendo le Fab5). Le Fab5 hanno registrato una crescita degli utili del 47% nel 2023 e si prevede un'ulteriore 24% nel 2024, più che compensando il fatto che siano più care in termini di valutazione. Per confronto, le restanti 495 compagnie dell'indice S&P 500 vedono una contrazione degli utili del 4% nel 2023 ed un'espansione stimata dell'8% per il 2024.

Gr. 7 - Azioni europee più care..



Fonte: Marshall Wace, Consensus Earnings, Bloomberg

Gr. 8 - ...per la minor crescita degli utili



Fonte: Marshall Wace, Goldman Sachs, Bank of America, Bloomberg



Avvertenze Importanti

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.

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