



Redatto il 2 ottobre 2024

MARKET OVERVIEW OTTOBRE 2024

Da Dominique Marchese, Head of Equities & Fund Manager

UN INIZIO DI STAGIONE PIÙ PROMETTENTE

Gli investitori temevano il mese di settembre; alcuni non hanno esitato a prevedere uno scenario piuttosto cupo per l'economia americana (recessione), sottolineando al contempo la valutazione eccessiva delle azioni rispetto alle prospettive di crescita degli utili. Le preoccupazioni sul ciclo economico si sono infine rivelate esagerate: l'allentamento delle condizioni finanziarie deciso dalle principali banche centrali, seguito dalla Federal Reserve (Fed) il 18 settembre scorso, la continuazione del processo di disinflazione favorito dal calo dei prezzi del petrolio e, per finire, il vasto piano di rilancio presentato da Pechino, confermano un ritmo di crescita dell'economia mondiale intorno al 3%. La questione della valutazione delle azioni riguarda principalmente l'impatto della rivoluzione dell'intelligenza artificiale (IA) sulla crescita potenziale dell'economia (guadagni di produttività).

CONFERMA DELLO SCENARIO CENTRALE

Nella nostra precedente lettera mensile, spiegavamo perché non mettiamo in discussione lo scenario centrale di un atterraggio morbido per l'economia americana e consideravamo eccessive le preoccupazioni sul ciclo mondiale espresse dai mercati a inizio agosto. La traiettoria dei consumi negli Stati Uniti sta certamente rallentando (mercato del lavoro più equilibrato, eccesso di risparmi accumulato durante la pandemia ormai esaurito), ma l'elevata redditività delle imprese limita il loro bisogno di aggiustare l'occupazione e di ridurre gli investimenti. Inoltre, la disinflazione in corso migliora i redditi reali (al netto dell'inflazione) delle famiglie. Notiamo che l'aumento della disoccupazione negli Stati Uniti, partendo da un minimo, è principalmente una conseguenza dell'aumento della forza lavoro, dovuto principalmente all'immigrazione (ingressi netti: 31 milioni di persone nel 2023, secondo le stime del Congressional Budget Office), piuttosto che il riflesso di un ciclo di distruzione dei posti di lavoro. **Evidenziamo inoltre ancora una volta i guadagni di produttività e i costi unitari del lavoro compatibili con un'inflazione tendenziale vicina al 2%.**

Anche se le elezioni americane del 5 novembre prossimo alimentano incertezze economiche, **è importante capire che il rinnovo dell'intera Camera dei rappresentanti e di un terzo del Senato è tanto fondamentale quanto la scelta del 47° presidente degli Stati Uniti**, poiché per essere in grado di implementare il proprio programma fiscale e di bilancio ogni partito deve godere della maggioranza in entrambe le camere del Congresso. Sebbene Kamala Harris sembri disporre di un leggero vantaggio nei sondaggi, le proiezioni sembrano meno chiare per le due camere. Per il Partito Democratico, mantenere la Casa Bianca senza controllare il potere legislativo significherebbe probabilmente una politica fiscale meno espansionista rispetto a quanto annunciato dal suo programma (da 1.700 a 2.000 miliardi di dollari di promesse sociali a favore delle classi popolari e medie su un periodo di dieci anni, secondo le stime del Committee for a Responsible Federal Budget). **In altre parole, non è escluso immaginare che le elezioni americane possano alla fine avere poco effetto sul clima degli affari e sul morale delle famiglie, con tuttavia il rischio di vedere alcuni programmi di sostegno scadere nel 2025 per mancanza di consenso politico, che riguardano in particolare vecchie misure adottate durante la presidenza di Donald Trump.**

Dopo aver annunciato il suo pivot in occasione del simposio dei banchieri centrali di Jackson Hole lo scorso agosto, la Fed ha infine deciso di allentare la sua politica monetaria di 50 punti base (-0,5%), rispettando il suo duplice mandato di garantire la stabilità dei prezzi e la piena occupazione. Secondo le proiezioni della banca centrale americana, entro la fine del 2025 i tassi di interesse dovrebbero convergere verso la loro zona di neutralità più rapidamente del previsto (intorno al 3% rispetto alla forchetta attuale del 4,75%-5% per i Fed funds), mentre l'inflazione dovrebbe raggiungere il 2,1%, un livello molto vicino all'obiettivo. **È importante notare che i tassi di interesse reali a lungo termine in dollari si sono notevolmente contratti negli ultimi mesi** (tasso reale sovrano a 10 anni all'1,5% rispetto a un picco del 2,3% dello scorso aprile e vicino al 2,6% nell'autunno del 2023), un supporto positivo per l'economia e la valutazione teorica degli attivi a lunga durata, come le azioni e in particolare le azioni di crescita.

In Europa, la ripresa annunciata nel primo semestre ha fatto cilecca. La Germania è in recessione industriale e il clima degli affari si è nettamente deteriorato in Francia a seguito della crisi politica dell'estate, mentre le finanze pubbliche sembrano fuori controllo (il piccolo rimbalzo del PIL legato ai Giochi Olimpici sarà inevitabilmente seguito da una contrazione nel quarto trimestre). Mentre la questione dell'inflazione è in via di soluzione - con servizi e salari che iniziano a rallentare - la Banca centrale europea (BCE) ha infine ridotto i tassi di interesse di 25 punti base il 12 settembre scorso (tasso di deposito al 3,5%) all'unanimità del Consiglio direttivo, una decisione che merita di essere sottolineata. La disastrosa performance economica della Germania (PIL stagnante negli ultimi cinque anni) ha convinto i falchi dell'inflazione - eterni Cassandre - a rilassare le condizioni finanziarie. Sarà sufficiente questo secondo allentamento monetario per rilanciare duramente la macchina economica? Nulla è meno certo.

Per concludere il nostro giro d'orizzonte dell'economia mondiale, la Cina ha annunciato un vasto programma di stimoli che ha risvegliato i suoi mercati finanziari. Sebbene il programma riguardi le politiche monetarie e fiscali, non risolve i problemi strutturali dell'economia cinese né le questioni di governance pubblica. Tuttavia, sostiene il mercato immobiliare in crisi, rafforza gli obiettivi di crescita di Pechino (5%) e solleva alcune incertezze a breve termine per i principali partner commerciali, in particolare gli esportatori europei che soffrono da diversi trimestri (la Cina rappresenta ad

esempio il 6% delle esportazioni della Germania). **L'ampiezza del piano di stimolo è significativa:** la sola ricapitalizzazione delle principali banche commerciali rappresenta lo 0,8% del PIL.

L'UNIONE EUROPEA : IL PUNTO DEBOLE

Sofferamoci un po' di più sul punto debole della crescita mondiale: l'Europa. **La forte reazione delle istituzioni dell'Unione (Consiglio, Commissione, Parlamento) di fronte alla pandemia del 2020-2021 sembrava annunciare un cambiamento di politica** importante basato su un ambizioso piano di ripresa di oltre 750 miliardi di euro, destinato non solo a salvare le economie devastate dai ripetuti lockdown, ma anche a costruire le fondamenta per una maggiore innovazione e crescita potenziale a lungo termine. Fu un'occasione straordinaria, segnata dall'emissione di debito comune, **rompendo la resistenza dei paesi contrari a un ulteriore federalismo. Tuttavia, la montagna ha partorito un topolino. La crescita europea non si è concretizzata. Gran parte dei fondi stanziati non è stata utilizzata a causa della mancanza di progetti e di personale qualificato - un vero paradosso!** Inoltre, nonostante le scelte politiche discutibili che hanno aggravato la crisi energetica del 2022, la nuova Commissione non sembra voler rivedere le politiche che hanno esacerbato il declino economico dell'UE rispetto agli Stati Uniti e alla Cina.

Al di fuori della Spagna, sostenuta dal turismo di massa, e dell'Italia, che beneficia dei fondi europei, i due giganti, Germania e Francia, sono in crisi. I loro leader sembrano incapaci di invertire una decade di politiche europee inefficaci in termini di risultati economici, al di là delle direttive di deregolamentazione che hanno aumentato il potere d'acquisto dei consumatori a scapito di numerose industrie indebolite dalla globalizzazione. **La tardiva consapevolezza durante la pandemia della necessità di reindustrializzare l'Unione per riconquistare la sovranità perduta in troppi settori si è tradotta solo timidamente nei fatti.** Il processo di rilocalizzazione è ostacolato dai prezzi energetici elevati (prezzi dell'elettricità da due a tre volte superiori rispetto agli Stati Uniti), dai costi di produzione e da due decenni di lobby ambientale contro le industrie considerate inquinanti. Dove sono i progetti minerari essenziali per la transizione energetica e la rivoluzione digitale?

L'UE sta completamente perdendo la grande rivoluzione degli anni 2020, ossia quella dell'IA, favorendo le normative anziché l'innovazione - una sua specialità dopo aver già perso il treno del cloud e dei big data (i colossi del settore sono in gran parte americani). Tra le prime cinquanta aziende tecnologiche mondiali, solo quattro sono europee. Ancora più preoccupante: il 30% delle startup europee valutate oltre un miliardo di dollari si trasferisce negli Stati Uniti, beneficiando di un ecosistema più favorevole all'innovazione e agli affari.

VALUTAZIONE DELLE AZIONI : L'IMPORTANZA DELL'IA

Qualche parola sulla valutazione degli indici americani, che preoccupa a ragione molti investitori. Considerando il metodo di costruzione degli indici azionari basato sulle capitalizzazioni di mercato, non possiamo giudicare la valutazione degli indici americani e mondiali senza menzionare quella dei leader tecnologici americani, in particolare i "Sette Magnifici" (Alphabet, Amazon.com, Apple, Microsoft, Meta, Nvidia, Tesla). **Gli Stati Uniti rappresentano oggi quasi il 65% del principale indice mondiale; le cinque più grandi aziende quotate - Microsoft, Apple, Nvidia, Alphabet e Amazon.com - rappresentano da sole il 18%. Il 40% del mercato americano è composto da settori tecnologici e affini, con una crescita degli utili prevista per l'anno prossimo superiore al 20%, il che spiega le elevate aspettative di crescita**

Il rapporto sulla competitività di Mario Draghi, ex presidente della BCE (2011-2019) e primo ministro italiano (2021-2022), accolto con scarso entusiasmo dai responsabili europei e dalla presidente della Commissione Ursula von der Leyen, sottolinea l'urgenza di completare il mercato unico e di aumentare gli investimenti (800 miliardi di euro l'anno necessari, pari al 5% del PIL dell'Unione, cifre impressionanti che difficilmente raggiungeranno un consenso politico). Il divario di crescita economica dell'UE rispetto al resto del mondo continua ad allargarsi da vent'anni. **I guadagni di produttività registrati sono praticamente nulli, spiegando il 70% del divario del PIL pro capite rispetto agli Stati Uniti.** Il dato più preoccupante è che la nuova Commissione, i cui membri attendono la conferma del Parlamento europeo, sembra voler proseguire nella continuità senza rimettere in discussione le politiche passate. La nomina del danese Dan Jørgensen, fervente oppositore del nucleare, al posto di commissario per l'energia non lascia presagire nulla di buono per la competitività delle nostre industrie. **L'elettrificazione dell'economia, spinta dalla decarbonizzazione e dall'ampio dispiegamento dell'IA, richiede una strategia coerente - per usare un'espressione del rapporto Draghi - e risposte tecnicamente adeguate** (i data center americani firmano contratti prioritari con centrali nucleari, non con produttori di energia intermittente). La nuova Commissione europea sembra impreparata a combattere efficacemente il declino industriale dell'Unione. Tuttavia, si moltiplicano gli annunci preoccupanti di ritardi o abbandoni di progetti, in particolare in Germania (Intel, Volkswagen e ACC nel settore delle batterie, nelle comunicazioni recenti più rilevanti). La crisi industriale aggravata dallo shock energetico del 2022-2023 agirà come una salutare catarsi? Lo speriamo tutti, ma nel frattempo dobbiamo riconoscere che i mercati finanziari europei hanno perso il loro appeal rispetto al resto del mondo. Lo sconto delle azioni europee probabilmente non si ridurrà rispetto alle borse americane. Solo le imprese più internazionali, sia in termini di capacità produttive che di mercati finali, riusciranno a destreggiarsi. **Considerando il livello già debole dell'attività economica dell'Unione, i pochi benefici che possiamo aspettarci dall'allentamento delle condizioni finanziarie, dalla riduzione dei prezzi del petrolio (disinflazione e aumento dei redditi reali delle famiglie) e dal piano di rilancio cinese, possiamo aspettarci un lieve miglioramento nel corso del 2025. Tuttavia, a lungo termine, il progetto europeo è chiaramente minacciato dalla paralisi e dalla cecità dei responsabili politici.**

dei risultati del mercato americano per il prossimo anno, pari al 15%, nonostante lo scenario di atterraggio morbido ampiamente accettato. In realtà, se escludiamo i settori tecnologici, la crescita degli utili attesa non supera l'11% per il resto del mercato, un dato già più ragionevole, anche se riteniamo che gli analisti finanziari siano probabilmente un po' troppo ottimisti nell'ipotesi di un rallentamento economico. Tuttavia, lo ribadiamo, i costi unitari di produzione in lieve crescita giustificano il mantenimento di margini di profitto elevati.

Di conseguenza, l'intera questione della sopravvalutazione degli indici si riduce a quella del contributo decisivo o meno dell'IA nell'economia.

Secondo uno studio dell'OCSE del 2021, confermato da altri, l'IA potrebbe aggiungere dall'1% al 2% di crescita economica annua supplementare entro il 2030, a seconda della rapidità e della profondità della sua diffusione. Per gli Stati Uniti, Goldman Sachs stimava nel 2023 l'impatto al 1,5% - 2% annuo nel prossimo decennio. Le conseguenze sarebbero quindi significative. Di conseguenza, l'investitore in azioni convinto della vera rivoluzione tecnologica offerta dall'IA, in grado di aumentare i guadagni di produttività e di migliorare il profilo di crescita dell'economia nel lungo termine (minimo cinque anni), adotterà una visione di lungo periodo e non si preoccuperà eccessivamente delle valutazioni generose, pur non essendo eccessive. Il rapporto prezzo/utigli del mercato americano atteso a dodici mesi (21,6) supera la sua media storica degli ultimi cinque anni (19,5), ma il divario è principalmente dovuto al peso dei "Sette Magnifici". La valutazione degli hyperscaler riflette il loro ruolo centrale nell'IA. "Il vincitore prende tutto",

dicono gli americani: abbiamo sottolineato nella nostra precedente lettera mensile gli investimenti considerevoli richiesti dal dispiegamento dell'IA, formidabili barriere all'ingresso per i leader della tecnologia, ma che beneficiano anche l'intera catena del valore - compreso il settore energetico - nell'ambito di una rivoluzione tecnologica che si dispiegherà su molti anni. Il principale rischio affrontato dagli hyperscaler è piuttosto di natura normativa, come dimostrano le numerose cause legali intentate contro le posizioni giudicate dominanti su entrambe le sponde dell'Atlantico. **Sottolineiamo quindi una maggiore diversificazione dei portafogli rispetto agli indici ultraconcentrati - e quindi più rischiosi in assoluto - prestando attenzione ai settori che beneficiano direttamente della rivoluzione dell'IA:** fornitori di apparecchiature elettriche per data center, semiconduttori, produttori di elettricità, infrastrutture dati, ecc., che offrono ancora valutazioni ragionevoli.

CONCLUSIONE

Escludendo lo sfondo geopolitico preoccupante (Ucraina, escalation in Medio Oriente), il flusso di eventi economici del mese di settembre è stato piuttosto favorevole per i mercati finanziari: generalizzati allentamenti monetari (ad eccezione del Giappone), regressione delle preoccupazioni esagerate sul ciclo economico americano, piano di rilancio di Pechino che risveglia i mercati asiatici e, cilliegina sulla torta, il calo dei prezzi del petrolio che alimenta il processo di disinflazione e favorisce i paesi acquirenti. Il quadro è più cupo per l'Unione Europea, dove i suoi due

giganti, Francia e Germania, sono in crisi, con la perdita di controllo delle finanze pubbliche per la prima e la messa in discussione del modello mercantilista per la seconda. Tuttavia, osiamo sperare in un rimbalzo ciclico l'anno prossimo, grazie all'effetto positivo della disinflazione sui redditi reali delle famiglie e all'allentamento delle condizioni finanziarie. Per navigare in questo oceano di incertezze, ma anche di opportunità, una diversificazione ottimale dei portafogli rimane indispensabile.

DISCLAIMER

Il contenuto di cui sopra è stato prodotto e distribuito da Pure Capital S.A. È fornito a solo scopo informativo e mira a presentare le attività di gestione della società Pure Capital S.A. (di seguito "Pure Capital") e a fornire informazioni sulle sue strategie di investimento. Le informazioni o i dati (inclusi testi e materiale fotografico) contenuti nel presente documento sono protetti da copyright e qualsiasi riproduzione o distribuzione degli stessi a terzi, in tutto o in parte, senza la previa approvazione di Pure Capital, è vietata. Pure Capital si riserva, in qualsiasi momento, il diritto di modificare o variare i dati contenuti nel presente documento senza preventiva comunicazione. Il presente documento non deve in nessun caso essere assimilato ad un'offerta di acquisto/vendita di uno strumento finanziario o a qualsiasi attività di promozione o sollecitazione all'acquisto o alla vendita di strumenti finanziari o di investimento. Tutte le informazioni pubblicate qui sono solo a scopo informativo e non costituiscono un consiglio di investimento. Tuttavia non è possibile fornire alcuna garanzia sulla loro accuratezza o completezza. Queste informazioni non sono state preparate in conformità con i requisiti legali che promuovono l'indipendenza della ricerca sugli investimenti e devono pertanto essere considerate comunicazioni di marketing. Sebbene questi contenuti non siano soggetti ad alcun divieto di utilizzo prima della loro distribuzione (ad esempio, per eseguire ordini), Pure Capital non cerca di trarne profitto. Il contenuto di questo articolo è il prodotto e la distribuzione di Pure Capital S.A. Fornisce solo informazioni e informazioni sulla sua strategia di investimento. Le informazioni e i dati (compresi test e materiale fotografico) contenuti nel presente documento sono protetti dal diritto d'autore e sono anche riprodotti e distribuiti a terzi, in tutto o in parte, previa approvazione di Pure Capital. Qualora Pure Capital venga archiviata, in qualsiasi momento, potrà modificare o variare i dati contenuti in questo documento, che è soggetto a preventiva comunicazione. Presenta documento non deve in nessun caso essere assimilato ad un'offerta di acquisto/vendita di uno strumento finanziario o qualsiasi attività di promozione o sollecitazione all'acquisto o alla vendita di strumenti finanziari o di investimento. Tutte le informazioni pubbliche che hanno esclusivamente scopo informativo e non comportano costi di consulenza in materia di investimenti. Tuttavia, non è possibile fornire informazioni precise o complete sulla garanzia. Queste informazioni non sono predisposte in conformità con i requisiti legali per promuovere l'indipendenza del vostro investimento e devono pertanto essere considerate comunicazioni di marketing. Questi contenuti non sono inclusi in alcuna distribuzione di usi di distribuzione primaria (ad esempio, per questo scopo), Pure Capital non è attualmente redditizia.

Questo disclaimer è il risultato di una semplice traduzione automatica dalla versione francese, che è la versione autentica di Pure Capital. Questo documento vi viene fornito a condizione che non costituisca una base primaria per gli investimenti. Qualsiasi investimento dovrebbe essere il risultato di una decisione sufficientemente informata e informata

