

Scritto il 5 maggio 2025

PANORAMICA DEL MERCATO MAGGIO

Di Dominique Marchese, Responsabile Azioni e Gestore Fondi

UN RIVOLUZIONARIO ALLA CASA BIANCA

Il mese di aprile passerà sicuramente alla storia dei mercati finanziari. Il "giorno della liberazione" inscenato da Donald Trump il 2 aprile ha provocato un forte calo degli indici azionari, un netto indebolimento del dollaro e forti tensioni sui rendimenti dei titoli del Tesoro. Nella mente degli investitori, il caos scatenato dall'annuncio di tariffe reciproche stratosferiche contro cinquantasette Paesi ha messo in discussione, almeno in parte, l'eccezionalità dell'economia americana e l'attrattiva dei suoi mercati finanziari. Donald Trump ha reagito rapidamente al rischio di un crollo finanziario: il dietrofront del 9 aprile (sospensione dei dazi reciproci per novanta giorni, fatta eccezione per quelli sulla Cina, mantenimento della tariffa minima del 10% e di altri dazi doganali specifici) e l'appeasement mostrato nei confronti del presidente della Federal Reserve hanno permesso il ritorno della calma. Nonostante le incertezze, Wall Street è finalmente tornata ai livelli precedenti al Giorno della Liberazione.

TRUMP NON AGISCE SENZA BUSSOLA

All'inizio di maggio, il livello dei mercati azionari americani era ben lungi dal far presagire un periodo di caos e un crollo della fiducia degli investitori nei fondamentali dell'economia americana. I principali indici hanno perso solo il 5% dall'inizio dell'anno (in valuta locale), i titoli tecnologici circa il 10%, il che, considerando l'incertezza ancora elevata, non è esattamente un disastro. Il principale indice mondiale si è concesso il lusso di avvicinarsi al livello del 1° gennaio; Gli indici europei registrano performance positive! La situazione è ovviamente un po' più contrastata per gli investitori che devono far fronte al netto indebolimento del dollaro: in euro, l'indice globale è sceso dell'8% dall'inizio dell'anno, New York ha perso circa il 12%. **Il rimbalzo dei mercati dopo il cambio di rotta del 9 aprile è stato impressionante** (quasi il 15% per l'indice principale della Borsa di New York, il 18% solo per i titoli tecnologici). **Ciò riflette la convinzione degli investitori che la guerra tariffaria sia solo un periodo di transizione**, che la ragione alla fine trionferà, che nessun paese può seriamente mettere in discussione i benefici del libero scambio e la teoria dei vantaggi comparati del celebre economista britannico David Ricardo (1772-1823): l'esito necessariamente positivo dei negoziati commerciali bilaterali porterà a un allentamento generale delle tensioni. In effetti, la valutazione dei mercati finanziari è ancora una volta perfettamente compatibile con un tasso di crescita dell'economia globale prossimo al 3% annuo, come è avvenuto negli ultimi trimestri, e con un aumento degli utili aziendali dell'8-10% annuo nel lungo termine: in questa fase, è escluso lo scenario di un calo dei margini di profitto. Sempre secondo il consenso, la recessione che potrebbe colpire gli Stati Uniti sarebbe solo tecnica, frutto di un forte aumento delle importazioni precauzionali prima del possibile aumento delle tariffe doganali – già osservato nel primo trimestre

– e degli inevitabili rinvii degli investimenti da parte degli imprenditori in attesa di maggiore chiarezza. Gli investitori non dovrebbero quindi dare troppa importanza agli indici di fiducia dei consumatori e delle imprese, che si sono certamente indeboliti notevolmente nelle ultime settimane, ma che dovrebbero riprendersi rapidamente se non si vuole che le tensioni commerciali alterino in modo permanente i fondamentali dell'economia americana. Ecco, in sintesi, lo stato d'animo degli investitori appena un mese dopo il "giorno della liberazione".

Non possiamo che rallegrarci della calma e della placidità degli investitori di fronte a Donald Trump, amante del caos e della massima tensione per costringere i suoi interlocutori a cedere. Ma abbiamo davvero capito la tragicommedia messa in scena da un'amministrazione con uno spiccato senso della messa in scena? L'opinione comune è che la Casa Bianca abbia fatto marcia indietro di fronte al crollo di Wall Street (il 60% delle famiglie americane possiede azioni) e alla pressione sui prestiti del Tesoro. Questo consenso potrebbe rivelarsi sbagliato. Per cominciare, Donald Trump è riuscito a imporre la tariffa minima del 10%, il livello più alto dalla Seconda guerra mondiale, rispetto a una tariffa media del 2,4% prima della sua presidenza. Prima del "giorno della liberazione", l'opinione generale era che questo 10% fosse negoziabile e comprimibile; non è così! In secondo luogo, gli investitori non hanno mai creduto che Trump fosse un dottrinario legato a un piano specifico. Tuttavia, gli eventi delle ultime settimane sembrano indicare, al contrario, che l'intenzione della Casa Bianca è quella di mettere seriamente in discussione il modello di sviluppo economico degli Stati Uniti degli ultimi cinquant'anni, e ciò è davvero sorprendente per gli osservatori abituati all'immobilismo della

classe politica nelle democrazie occidentali, a qualunque costo a breve termine, sondaggi compresi. Gli investitori non hanno mai preso sul serio il programma politico di Donald Trump, a parte le sue promesse di tagli fiscali e deregolamentazione, né le analisi considerate fantasiose dai suoi principali consulenti economici. Infine, si sono moltiplicate le critiche al dilettantismo della nuova amministrazione, sottolineando in particolare la natura forzata del metodo di calcolo delle tariffe reciproche, che tuttavia non è privo di logica. Ricordiamo che la tariffa reciproca è calcolata come metà del rapporto tra il surplus commerciale di un paese con gli Stati Uniti e le sue importazioni totali da quel paese. In questo calcolo si vuole tenere conto non solo dei rispettivi dazi doganali, ma anche di tutte le politiche protezionistiche che ostacolano il commercio dei prodotti americani, ad esempio gli standard ambientali e tecnici. Ricordiamo che il fattore 50% ha portato Donald Trump a definire queste tariffe come "piacevoli". **Quali sono gli**

obiettivi perseguiti con questo netto rifiuto del libero scambio, che tuttavia è stato la bussola dell'economia mondiale dopo la caduta dell'Unione Sovietica (accordi commerciali Gatt del 1994)? In effetti, la tariffa media del 120% applicata alla Cina, molto più alta del calcolo teorico del 34%, e pur escludendo alcune eccezioni come i prodotti elettronici di consumo e industriali, annuncia chiaramente la fine degli scambi commerciali con questo Paese. L'amministrazione Trump sembra dimenticare che i surplus e i deficit commerciali non sono tanto il risultato dei dazi quanto l'inesorabile conseguenza dei differenziali di produttività tra le nazioni. I calcoli piuttosto teorici ma particolarmente significativi, che hanno fatto scalpore dopo il "giorno della liberazione", sul costo ipotetico di produzione di un iPhone della Apple negli Stati Uniti, di gran lunga superiore a quello del suo assemblaggio in Cina, hanno avuto il merito di richiamare questo dato di fatto evidente.

UNA SFIDA FONDAMENTALE AL MODELLO AMERICANO

È interessante notare che da tempo gli Stati Uniti sono criticati per il loro modello di sviluppo, ritenuto sbilanciato e insostenibile nel lungo periodo. Grazie al "privilegio esorbitante" della sua moneta (già sottolineato negli anni '60 da Valéry Giscard d'Estaing, allora ministro delle Finanze francese), che garantisce la sua posizione di prima potenza economica e militare mondiale, **questo Paese vive ben al di sopra delle sue possibilità, come dimostra la persistenza del suo doppio deficit** (bilancio federale e bilancia commerciale). I consumi interni, finanziati dal credito, **trovano come contropartita gli acquisti di attività in dollari da parte di non residenti e di Paesi che accumulano surplus commerciali**, come Cina e Germania. Per garantire potere d'acquisto alle famiglie, le massicce importazioni di beni prodotti in paesi con bassi costi del lavoro hanno da tempo compensato la debolezza dei salari reali legata a insufficienti guadagni di produttività (soprattutto prima del 2022): la stessa politica la ritroviamo in Europa. **Finché il dollaro non sarà minacciato da alcuna seria alternativa al suo status di valuta internazionale (il 60% delle riserve valutarie mondiali), il modello sembra destinato a durare. Ma non aveva solo virtù.** Innanzitutto, lo status di potenza militare di punta che ha rappresentato una rassicurazione per il mondo libero dopo la fine della seconda guerra mondiale – con grande vantaggio dei paesi che destinano i loro bilanci al finanziamento dello stato sociale – comporta un'elevata spesa pubblica (la difesa rappresenta ancora oggi circa tre volte il bilancio della Cina in dollari!), a scapito di altri bisogni della società americana. Poi, le importazioni massicce, in particolare dalla Cina, hanno spazzato via interi settori industriali e portato all'impoverimento della classe operaia, il principale elettorato di Trump nella famosa "Rust Belt". L'indebolimento del tessuto industriale ha portato gli Stati Uniti a diventare eccessivamente dipendenti dai loro partner commerciali, mentre la Cina ha deciso di perseguire una politica di potenza

competitiva. Ciò è particolarmente evidente nei settori delle terre rare (Cina), dell'assemblaggio di componenti elettronici (Cina) e dei semiconduttori (Taiwan). Sebbene la deflazione esportata dalla Cina abbia certamente contribuito a contenere l'inflazione negli Stati Uniti e, di conseguenza, a mantenere i tassi di interesse *del Tesoro* a livelli ragionevoli, ha anche alimentato bolle speculative, instabilità finanziaria e contribuito ad aumentare la disuguaglianza della ricchezza. **Donald Trump ha chiaramente deciso di mettere in discussione questo modello di sviluppo, che tuttavia ha permesso di attrarre talenti stranieri, preservare la leadership tecnologica e garantire l'extraterritorialità del diritto americano.** Gli obiettivi sembrano a prima vista contraddittori e irrealistici: ad esempio, un deprezzamento del dollaro comporterebbe un aumento dei tassi di interesse reali per continuare ad attrarre risparmi dal resto del mondo (compensazione richiesta dai non residenti contro il rischio di cambio), ma è proprio questo che Donald Trump non vuole più, almeno non sotto forma di acquisti di titoli del Tesoro come compensazione per i surplus commerciali dei partner. In un contesto geopolitico globale sempre più minaccioso, Trump cerca di sviluppare un modello decisamente autarchico, in termini energetici – cosa che già avviene –, in termini industriali e tecnologici – attraverso la delocalizzazione dei siti produttivi, poiché il controllo della proprietà intellettuale non è sufficiente per contrastare la Cina – e tramite l'accumulo di risparmi interni – attraverso una forte contrazione della spesa pubblica e un restringimento del raggio d'azione dello Stato. **Si tratta di un progetto davvero rivoluzionario, nel senso che, una volta completato, rappresenterà una svolta di 180° rispetto al modello esistente. Nel breve termine, è difficile immaginare che ciò possa essere fatto senza arrecare danno alla crescita economica e ai margini aziendali.**

VALUTAZIONE DELLE CONSEGUENZE ECONOMICHE

Sembra impossibile valutare le conseguenze a lungo termine delle politiche dell'amministrazione Trump. Troppe domande restano senza risposta, in particolare per quanto riguarda la velocità con cui il suo piano verrà attuato, l'esito dei negoziati commerciali e l'entità dei dazi doganali, le linee rosse che si rifiuta di oltrepassare (inizialmente) e anche l'influenza che avranno le prossime elezioni legislative di medio termine. In questa fase possiamo solo fornire alcune previsioni provenienti dagli uffici di analisi economica consultati. Considerate le

incertezze sui dazi doganali dopo il periodo di sospensione deciso il 9 aprile, gli intervalli di stima sono ampi. Secondo gli economisti di Berenberg, il fallimento dei negoziati porterebbe a un rallentamento della crescita economica statunitense di oltre l'1% nel lungo termine, attestandosi al +1,4%; Se Trump attenuasse le sue minacce, la crescita potenziale sarebbe pari al +1,6% (rispetto al +2% precedente). Nel breve termine, la probabilità di una recessione americana è aumentata significativamente (50% secondo JP Morgan); Secondo il consenso, la

perdita di crescita è pari a circa l'1% a dodici mesi. L'Europa perderebbe solo lo 0,3-0,5%, ma dovrebbe beneficiare del piano di ripresa tedesco nel 2026. Attenzione però al rischio di essere travolti dai prodotti cinesi che cercheranno nuovi sbocchi commerciali: Shein, Temu e i produttori di auto elettriche sono i principali simboli di questa minaccia per l'industria europea. Considerando che le esportazioni verso gli Stati Uniti rappresentano circa il 2% del prodotto interno lordo (PIL), si prevede che la crescita della Cina si ridurrà dello 0,5%-0,9%.

Se la tariffa media applicata fosse del 10%, l'economia mondiale non crollerebbe, ma riuscirebbe ad assorbire lo shock. Tuttavia, in questo contesto incerto, possiamo porci la questione dei margini aziendali. Durante la pandemia, le aziende hanno dimostrato la loro capacità di gestire le tensioni nella catena di approvvigionamento e di trasferire l'aumento dei costi sui prezzi finali, ancor più quando la domanda, artificialmente stimolata dai pacchetti di stimolo, ha superato di gran lunga l'offerta disponibile. I margini di profitto avevano registrato un aumento impressionante, alimentando gli indici del mercato azionario (e anche l'inflazione, non dimentichiamolo). Cosa **CONCLUSIONE**

Solo una ripartizione equilibrata potrà superare indenne l'attuale periodo di incertezza. Aprile è considerato da molti un episodio di minore importanza in termini di dinamiche di crescita economica globale. Al contrario, la Casa Bianca ha dimostrato la sua determinazione a ribaltare la situazione e a contestare seriamente, nonostante il consenso a favore del libero scambio, l'organizzazione del commercio mondiale e il modello di sviluppo degli Stati Uniti. Donald Trump rallenterà prima delle elezioni di medio termine o accelererà

succederà nei prossimi mesi? Per gli investitori, questa è probabilmente una delle domande più rilevanti. Come faranno le aziende ad assorbire le interruzioni nelle catene del valore (*potere di determinazione dei prezzi*)? Come impiegheranno i loro investimenti? Si trasferiranno o si trasferiranno negli Stati Uniti? Come evolveranno i margini in questo contesto caotico? La risposta la avremo molto presto, nelle prossime pubblicazioni trimestrali. L'unica cosa che sappiamo per certo a questo punto è che i multipli di valutazione degli indici azionari, in particolare quelli degli Stati Uniti dopo la ripresa, sono indifendibili se i margini di profitto entrano in un ciclo discendente a fronte di una domanda finale indebolita dalle incertezze economiche. A titolo esemplificativo, senza adottare uno scenario peggiore (ipotesi di crescita zero degli utili nel 2025), applicando il multiplo medio degli ultimi dieci anni (18) agli utili del 2024, l'indice principale della Borsa di New York otterrebbe un obiettivo teorico inferiore del 20% rispetto al livello attuale! **Attualmente, il consenso prevede che gli utili aziendali statunitensi cresceranno del 9,5% nel 2025, una contrazione molto lieve rispetto alla fine di marzo (-2%), il che appare ottimistico.**

mentre controlla tutte le leve del potere? Ha posto l'azione al centro delle sue politiche, il che lo distingue da molti leader occidentali accusati di inerzia e debolezza. Inoltre, il suo obiettivo di ripristinare la capacità produttiva americana dimostra il suo impegno in una visione a lungo termine (diversi anni per sostituire le importazioni con prodotti americani), cosa che non sembra spaventarlo e contrasta con il "breve termine" che solitamente funge da bussola per i leader del mondo libero. È difficile immaginare che possa fermarsi nel mezzo del guado.

DISCLAIMER

Il contenuto sopra riportato è stato prodotto e distribuito da Pure Capital SA. Ha scopo puramente informativo e ha lo scopo di presentare le attività di gestione della società Pure Capital SA (di seguito "Pure Capital") nonché di fornire informazioni sulle sue strategie di investimento. Le informazioni e i dati (inclusi testi e materiale fotografico) contenuti nel presente documento sono protetti da copyright e qualsiasi riproduzione o distribuzione a terzi, in tutto o in parte, senza la previa autorizzazione di Pure Capital è vietata.

Pure Capital si riserva il diritto di modificare o variare i dati contenuti nel presente documento in qualsiasi momento e senza preavviso.

Il presente documento non deve in nessun caso essere considerato un'offerta di acquisto/vendita di uno strumento finanziario o un'attività di sollecitazione o sollecitazione all'acquisto o alla vendita di strumenti finanziari o di investimento. Tutte le informazioni qui pubblicate sono fornite esclusivamente a scopo informativo e non costituiscono consulenza in materia di investimenti. Tuttavia, non è possibile garantire la loro accuratezza o completezza. Le presenti informazioni non sono state redatte in conformità ai requisiti legali che promuovono l'indipendenza della ricerca sugli investimenti e devono pertanto essere considerate una comunicazione di marketing. Sebbene tali contenuti non siano soggetti ad alcun divieto di utilizzo prima della loro diffusione (ad esempio, per eseguire ordini), Pure Capital non cerca di trarne profitto.

Per ulteriori dettagli sui prodotti di investimento, i documenti ufficiali di vendita (il Documento Informativo Chiave per gli Investitori, il prospetto, la relazione semestrale e la relazione annuale) sono disponibili gratuitamente su richiesta presso Pure Capital SA (di seguito "Pure Capital") (tel.: +352 26 39 86) o consultando il sito web www.purecapital.eu.

Le informazioni contenute nel presente documento sono fornite in buona fede e non possono impegnare la responsabilità di Pure Capital.

Non vi è alcuna garanzia che gli obiettivi di investimento saranno raggiunti. I risultati passati non sono un indicatore affidabile dei risultati futuri. Le prestazioni possono variare nel tempo. Il valore patrimoniale netto del portafoglio dipende dall'andamento del mercato. Ogni fondo di investimento è quindi soggetto alle fluttuazioni del mercato e l'investitore può recuperare solo una somma inferiore a quella investita.

Il titolare del tuo conto potrebbe addebitare commissioni di custodia annuali o commissioni di custodia. Variano da una struttura all'altra. Per conoscerli, informatevi.

Il presente documento vi viene fornito a condizione che non costituisca una base primaria per gli investimenti. Ogni investimento dovrebbe essere il risultato di una decisione sufficientemente informata e consapevole.