

WEEKLY UPDATE

3 giugno 2024



L'IMMIGRAZIONE GLOBALE E L'IMPATTO DELLE VARIABILI MACRO SULL'ECONOMIA MONDIALE

Il dibattito se le migrazioni siano da considerarsi *good thing or bad thing* (buona o cattiva cosa) risale fin dai tempi della rivoluzione industriale, quando le migrazioni internazionali iniziarono ad assumere una rilevanza crescente; negli Stati Uniti, in particolare, tale dibattito si animò notevolmente a partire dal 1911 quando la Commissione sull'Immigrazione concluse che l'immigrazione dall'estero aveva effetti negativi sul mercato del lavoro contribuendo a peggiorare le condizioni lavorative.

In generale, la letteratura inerente agli effetti delle migrazioni ha sempre cercato di sviluppare, dal punto di vista del Paese di destinazione, tematiche di natura strettamente economica, unitamente ad altre più direttamente ancorate a logiche di sicurezza sociale e, in primo luogo, in tema di impatto sulla crescita, il quesito centrale a cui hanno cercato di dare una risposta è così sintetizzabile: l'immigrazione agisce positivamente sul reddito reale per abitante?

Già nel 1994 il lavoro teorico di Steinmann, analizzando gli effetti degli immigrati sul reddito dei nativi, era arrivato alla conclusione che i nativi medesimi tendono a beneficiare dell'immigrazione nel lungo periodo in quasi tutti i casi ma che, nel breve periodo, i costi dell'integrazione potrebbero danneggiarli, cioè *“se i nativi considerano solo il futuro prossimo, allora è molto probabile che i benefici di reddito che ricevono dagli immigrati non sarà sufficiente a coprire gli investimenti fatti per loro, mentre nel lungo periodo i benefici dell'immigrazione saranno maggiori dei costi se l'elasticità di sostituzione è alta e per effetto di altri fattori come le economie di scala, lo scambio culturale e il cambiamento sociale”*.

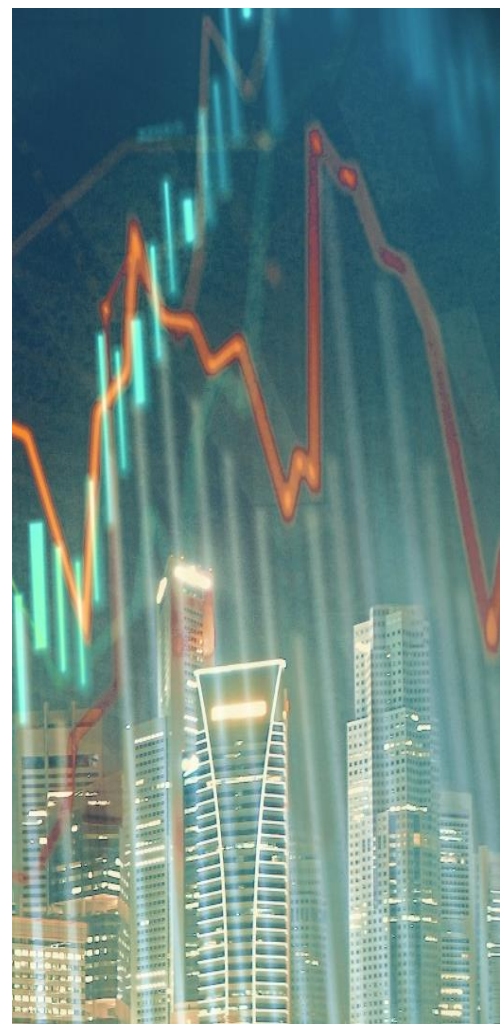
DOCUMENTO A CURA
DEL TEAM GESTIONE
PRODOTTI AZIONARI,
OBBLIGAZIONARI E
SOLUZIONI DI
INVESTIMENTO di
Fideuram Asset
Management SGR



FIDEURAM
INTESA SANPAOLO
PRIVATE BANKING
Asset Management

A livello, poi, di teoria economica, si sono sviluppate nel corso del tempo due posizioni diametralmente opposte per quanto concerne l'analisi del ruolo degli immigrati sul mercato del lavoro dei Paesi di accogliimento; alcuni sostengono *the replacement hypothesis*, secondo la quale gli stranieri tenderebbero a ridurre il livello salariale sottraendo impieghi agli autoctoni, mentre altri sono fautori della *segmentation hypothesis*, sostenendo che gli impieghi assunti dagli immigrati non sarebbero stati presi dai locali: in sostanza, per questi ultimi la segmentazione del mercato del lavoro fa sì che i lavoratori nazionali non siano esposti agli effetti diretti della presenza di immigrati stranieri. In termini di studi più recenti sulle dinamiche dei flussi migratori, comunque, risulta assolutamente imprescindibile il contributo della Banca Mondiale che proprio nel 2023 ha dedicato il *World Development Report* al tema delle migrazioni e a come migliorare le politiche migratorie per favorire lo sviluppo: un lavoro imponente e dettagliatissimo attraverso il quale il tema dei flussi migratori è affrontato nelle sue più specifiche peculiarità, al fine di sensibilizzare i governi e il mondo politico ad adottare opportune azioni di intervento su un fenomeno di portata epocale e ormai strutturalmente immanente all'interno di tutte le economie avanzate su scala globale. Premesso che circa il 2.5% della popolazione mondiale, ovvero 184 milioni di persone (inclusi 37 milioni di rifugiati), oggi vive al di fuori del proprio Paese di origine, l'idea centrale della Banca Mondiale è che la migrazione diventerà sempre più una necessità nei decenni a venire per i Paesi a tutti i livelli di reddito ragion per cui, se gestito bene, il fenomeno può essere un fattore decisivo per favorire la prosperità, in funzione degli obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite; l'istituto con sede a Washington, nella sua relazione, propone un quadro integrato e composito per massimizzare gli impatti sullo sviluppo dei movimenti migratori sia sui Paesi di destinazione che di origine e sugli stessi migranti e rifugiati, focalizzando l'attenzione su due fattori topici: quanto le competenze e le caratteristiche dei migranti corrispondono ai bisogni dei Paesi di destinazione e quali motivazioni sono alla base dei loro movimenti.

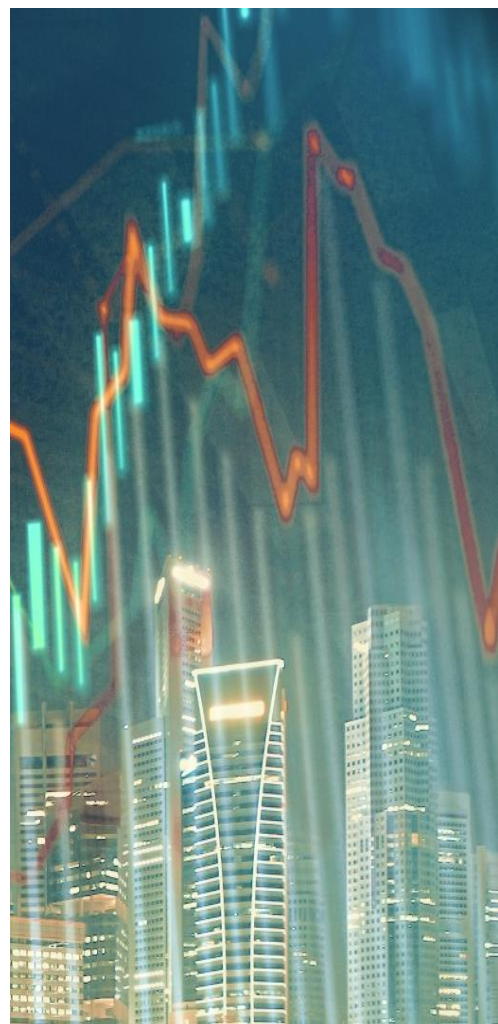
Il report sottolinea a più riprese l'urgenza di gestire al meglio il fenomeno migratorio per favorire lo sviluppo e, in tale ottica, l'obiettivo dichiarato della politica dovrebbe essere quello di creare una corrispondenza tra le competenze che possono offrire le persone che migrano e le richieste della società di accoglienza; in altri termini, secondo la Banca Mondiale, i Paesi di origine dovrebbero rendere la migrazione per lavoro parte integrante della loro strategia di sviluppo, riducendo i costi delle rimesse, diffondendo informazioni sulla dinamica della diaspora nel mondo, attuando programmi di formazione che facilitino l'acquisizione delle competenze richieste a livello globale: a loro volta, i Paesi di destinazione dovrebbero facilitare i processi di inclusione nel tessuto sociale agevolando la formazione di nuove realtà socio-economiche. In ultima istanza, il messaggio di fondo del report si traduce in un invito alla collaborazione bilaterale mirata, laddove invece la cooperazione multilaterale dovrebbe servire a condividere i costi dell'accoglienza dei rifugiati: un invito palese, insomma, ad *"ascoltare tutte le voci coinvolte nel problema migratorio che oggi, al contrario, nel dibattito pubblico sono sottopesate"*.



Questi, dunque, nell'insieme, i rilievi teorici sollevati da una primaria istituzione dall'indiscusso prestigio e competenza tecnica, ma la realtà come si pone esattamente?

Come spesso accade, teoria e realtà seguono binari diversi o, comunque, non propriamente lineari. Secondo osservatori internazionali, il boom dell'immigrazione a livello planetario sta determinando tangibili conseguenze sul piano economico e numeri e statistiche lasciano intendere che i precetti comportamentali auspicati dalla Banca Mondiale non siano, in effetti, di così facile e immediata attuazione. Anzitutto, non passa certo inosservato il fatto che lo scorso anno l'America ha registrato un flusso migratorio incrementale di 3.3 milioni di persone (di fatto quattro volte quello che accadeva nel decennio 2010-2020), così come, similmente, il Canada ha accolto 1.9 milioni di nuovi immigranti e l'Australia quasi 800mila: la qual cosa, secondo il Fondo Monetario Internazionale, ha implicazioni non indifferenti se si pensa che attualmente negli Stati Uniti la forza lavoro straniera è cresciuta del 9% rispetto al 2019 (e nell'Eurozona è salita di circa un quinto). Il problema è che *“l'impatto dell'immigrazione va ben oltre un effetto aritmetico sul PIL, in quanto si estende inevitabilmente all'inflazione, agli standard di vita e ai budgets governativi”*. Senza contare che, fattore non certo secondario, i flussi migratori più recenti si caratterizzano per competenze professionali di basso livello se non addirittura nulle.

Alcuni big della politica e dell'economia (tra cui Powell), peraltro, sono fermamente convinti che il fenomeno della migrazione eserciti un effetto calmierante sui prezzi in quanto andrebbe a compensare e coprire quelle aree occupazionali dove si riscontra carenza di personale, ma l'evidenza empirica parrebbe fornire indicazioni esattamente opposte: all'interno dei Paesi del G10, infatti, vi sarebbe scarsa correlazione tra immigrazione e minore pressione salariale. Anzi, se come termine di riferimento si prendono gli affitti residenziali, i casi di Canada e Australia sono paradigmatici per quanto concerne le spinte inflazionistiche di breve periodo; non solo, ma se a livello di impatto sulla crescita economica complessiva si assume come parametro rilevante il “PIL pro capite”, quest'ultimo è risultato in flessione per quattro trimestri consecutivi in Australia, per sette trimestri nel Regno Unito e pure la Germania non si è sottratta alla regola: il tutto, a detta degli esperti, in quanto negli ultimi tempi si è assistito ad un cambiamento strutturale in termini di tipologia di immigrazione. In tale ottica, il periodo pandemico ha agito da spartiacque, poiché prima del 2019 nei flussi migratori si contava un'alta percentuale di personale qualificato (molto spesso con diploma di laurea), laddove da un certo punto in poi vi è stato un dilagare di immigrazione illegale (ben 2.4 milioni di persone, ad esempio, dall'America Latina agli Stati Uniti), con effetti consequenziali su salari poco (o meno) remunerati e impatto sulla crescita “per persona”; in pratica, settori quali agricoltura e servizi della ristorazione fanno incetta di migranti senza alcuna esperienza o qualifica, mentre i comparti ad alto tasso di remunerazione tendono a trarre pochi benefici dai nuovi arrivati dall'estero: da qui la *“preoccupazione che la migrazione poco qualificata tende a ridurre i redditi”*. Per di più, succede anche che le aziende siano scoraggiate ad incrementare gli investimenti poiché può risultare più conveniente



pagare forza lavoro con salari minimali anziché sostituire impianti o attrezzature: è il caso ad esempio delle strutture adibite a lavaggio auto (*car wash*), dove magari costa meno assumere manovalanza diretta dedicata alla specifica attività che non implementare nuove strutture completamente automatizzate che, necessariamente, vengono poi ammortizzate su base pluriennale. Inoltre, una delle questioni centrali più dibattute è se, a tutt'oggi, i nuovi arrivi siano positivi per le casse e i conti pubblici oppure se prevalga un "effetto drenante"; anche in questo caso, temi quali l'invecchiamento della popolazione e del pensionamento portano a risposte differenti, a seconda che si faccia riferimento a personale ben qualificato e remunerato oppure a *low-skilled workers* (lavoratori poco qualificati): non a caso, come ebbe a dire il leggendario economista Milton Friedman, "*non puoi avere contemporaneamente libera immigrazione e stato del welfare*".

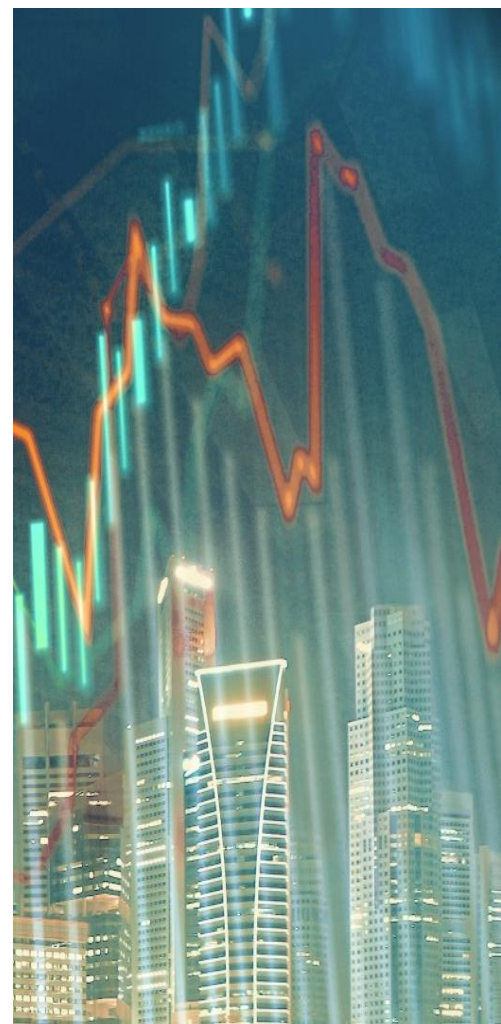
In ultima istanza, dunque, sarà pur vero che "*l'immigrazione non comporta di per sé un rischio, ma la mancata integrazione sì*" ma, da quanto si evince dalle statistiche, "*dare il benvenuto a nuovi arrivi significa aver chiaro che vuol dire molto di più che lasciarli semplicemente entrare*".

L'ANDAMENTO DEI MERCATI

Settimana conclusiva di maggio con avvio (lunedì 27) sempre brioso sui mercati azionari globali, benché orfani di Wall Street chiusa per la ricorrenza del *Memorial Day*, con le Borse di Cina, Hong Kong e Giappone a dettare i tempi nell'emisfero asiatico ancora ben supportato da fondamentali favorevoli; in termini di profitti industriali.

Pechino ha rilasciato numeri positivi, in crescita del 4.3% su base annua e l'apprezzamento dello Shanghai Composite non si è fatto attendere, confermando peraltro un sentiment positivo diffuso che si sta manifestando anche in termini di volumi significativi sul *Northbound Stock Connect*, la piattaforma che collega la Borsa di Hong Kong con quella di Shanghai. Anche perché, va opportunamente precisato, le aziende cinesi hanno prontamente implementato politiche favorevoli agli azionisti, dopo che il 12 aprile scorso il Consiglio di Stato ha pubblicato un documento in cui ha indicato nove punti per migliorare il mercato dei capitali domestico (tra cui spiccano l'aumento dei dividendi, i miglioramenti nella *corporate governance* e l'incoraggiamento ad incrementare l'*equity allocation* rivolto agli operatori): non solo, ma anche i fondamentali, al netto della bolla immobiliare in fase di ristrutturazione, sembrerebbero promettere bene, con consumi in crescita, particolarmente concentrati su viaggi e ristorazione (senza contare che il governo ha già annunciato piani di supporto ai consumi indirizzati al settore auto ed elettrodomestici).

Anche il Giappone, a sua volta, ha ricevuto un utile assist dai dati macro, con l'inflazione *core* in calo al 2.4% (da precedente 2.9%), in un contesto in cui i consumatori giapponesi stanno soffrendo l'impatto dei costi di accesso ai finanziamenti più alti, ragion per cui è verosimile supporre che la banca centrale aspetti ancora prima di



varare altre strette monetarie, con conseguente (teorico) nuovo indebolimento dello yen e gran festa per le aziende *export-oriented* e per il Topix (anche se mercoledì 29 i tassi decennali hanno toccato il record degli ultimi 13 anni, scattando fino all'1,097% e creando qualche piccola apprensione alla Borsa di Tokyo).

Ciò detto, va comunque sottolineato che, a livello globale, le Borse mondiali arrivano a pagare un monte-dividendi record per un totale di 339 miliardi nel primo trimestre e anche in chiave prospettica continua a regnare un diffuso ottimismo presso gli analisti; in effetti, se il primo trimestre è stato sostanzialmente in linea con le aspettative, pure il resto del 2024 continua a promettere progressi costanti, al punto che Janus Henderson ha confermato la propria previsione sui pagamenti totali, stimati in 1720 miliardi di dollari, con un aumento nominale del 3.9% rispetto allo scorso anno e del 5% se si escludono dal conteggio i dividendi speciali (che nel 2023 erano stati particolarmente elevati).

Ovviamente, all'opposto, non mancano spunti per alcune riflessioni di fondo che, quantomeno, contribuiscono a rendere il quadro generale alquanto complesso e composito (pur nella convinzione che gli utili continuino il percorso di crescita, che nei prossimi trimestri dovrebbe estendersi anche a quei settori e Paesi che fino ad oggi hanno sottoperformato dal punto di vista reddituale la tecnologia e gli Stati Uniti). Nel Vecchio Continente, ad esempio, l'indice della BCE che monitora l'andamento dei salari negoziati nell'area euro è salito del 4.7% nel primo trimestre, registrando un'accelerazione rispetto al 4.5% del trimestre precedente e le previsioni sono per *“una crescita salariale elevata nel 2024 e con profilo irregolare”*; tali valori all'apparenza smentirebbero le previsioni di alcuni economisti che indicano che è in corso una decelerazione sul fronte dell'inflazione, mettendo in dubbio la possibilità che la BCE possa decidere di allentare i tassi ma, in tal senso, valgono le precisazioni della banca centrale medesima, ovvero che *“questi sviluppi riflettono la natura scaglionata del processo di aggiustamento salariale in quanto i lavoratori continuano a recuperare le perdite salariali derivanti dagli shock del passato; nel complesso, si prevede che la crescita delle retribuzioni negoziate rimanga elevata nel 2024 ma le pressioni salariali sembrano destinate ad un progressivo rallentamento”*. Il capo economista della BCE (P. Lane), a sua volta, è stato nei giorni scorsi piuttosto esplicito circa il primo taglio dei tassi a giugno, pur precisando che *“i passaggi saranno gradual”*, in quanto *“dobbiamo ancora essere restrittivi per tutto l'anno; quello che ci serve è che i dati ci dicano: è proporzionale, è sicuro, all'interno della zona restrittiva, muoversi verso il basso”* (e intanto, dalle evidenze di venerdì 31, le indicazioni non sono state del tutto confortanti: nel mese di maggio, il tasso di inflazione dell'Eurozona si è attestato infatti al 2,6%, oltre il 2,5% atteso e in accelerazione rispetto al 2,4% precedente).

Un altro tema su cui la banca centrale europea sta cercando di richiamare l'attenzione riguarda la stabilità finanziaria dell'Eurozona che, seppur migliorata, resta fragile, almeno da quanto risulta dai

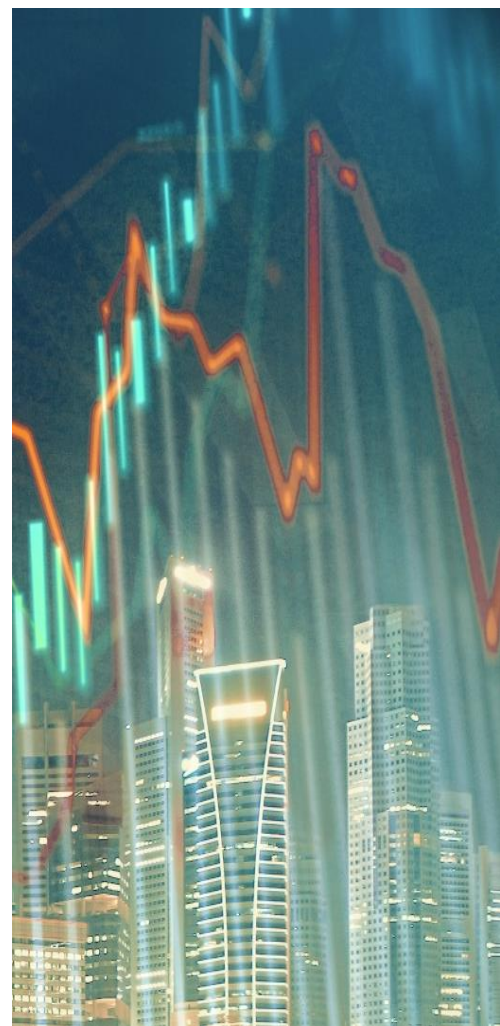


contenuti dell'ultima *Financial Stability review*: dove emerge che l'inflazione sarà pure in calo e la fiducia degli investitori in ripresa, ma i rischi geopolitici sono persistenti e l'indebitamento sovrano rimane elevato. Nello specifico, secondo De Guindos, i mercati restano vulnerabili a ulteriori shock e il sentiment potrebbe cambiare rapidamente, anche perché il segmento commerciale del mercato immobiliare continua a flettere in termini di prezzi e "non si possono escludere ulteriori cali"; in più, la BCE sta alzando il livello di guardia sul settore finanziario non bancario, il cosiddetto *shadow banking* o NBFi (*Non-Bank Financial Intermediation*), dopo aver aumentato i controlli soprattutto sugli istituti di credito negli anni successivi alla crisi finanziaria del 2008: in pratica, le autorità vogliono evitare che i rischi siano trasferiti dalle banche alle non-banche, considerando che secondo i calcoli della BCE queste ultime contribuiscono al 20% della raccolta bancaria sottoforma di titoli e repo, ragion per cui la Commissione UE è fortemente orientata ad avviare presto uno stress test sul settore NBFi per capire a fondo l'entità dei numeri in circolazione (nel mentre, tra le banche europee è ormai corsa a trasferire i rischi, con volumi stimati oltre 160 miliardi, in ragione del fatto che la normativa spinge a mettere al sicuro i bilanci e alimenta un boom di operazioni sintetiche).

Intanto a Wall Street i commenti si dividono tra l'entusiasmo per gli indici borsistici su nuovi record e l'operatività della Berkshire Hathaway, la società del leggendario Warren Buffett, che avrebbe ulteriormente alzato il livello del cash dai 169 miliardi di fine 2023 ai 189 miliardi registrabili alla fine del primo trimestre 2024: un segnale che, secondo le statistiche, negli ultimi 20 anni avrebbe sovente anticipato una fase volatile del comparto azionario.

Intanto, comunque, in chiusura di ottava i mercati hanno incassato un buon dato sul deflatore PCE, particolarmente monitorato dalla FED, che ha evidenziato valori stabili poiché l'aumento dei servizi finanziari e assicurativi è stato compensato dal calo dei costi di trasporto.

Inoltre, se Nvidia rappresenta un mondo a sé stante nell'ambito dei chips, con tanto di riscontro sulle quotazioni esponenziali raggiunte, lo stesso non può dirsi per molte altre società attive nel segmento dei semiconduttori: in altri termini, senza considerare il traino dirompente della società californiana, il resto del comparto frena. In base ad uno studio su 21 società assimilabili quanto a core business, emergono due situazioni decisamente differenti in termini di valore segnaletico: da un lato la star indiscussa dell'intelligenza artificiale, che nel primo trimestre ha riportato un giro d'affari di oltre 26 miliardi (in crescita del 262% rispetto a un anno prima), dall'altro un coacervo di primarie società, tra cui Arm, Asml, Qualcomm e Amd, che esibiscono numeri certamente encomiabili ma non certo altrettanto stellari. In effetti, la musica cambia nel momento in cui le GPU del gruppo californiano vengono eliminate dal conteggio complessivo: il fatturato cumulato del mondo del silicio continua ad espandersi, ma i profitti netti (sempre complessivi) frenano. In sostanza, è come se il business dei chips si muovesse a due velocità, una progressiva e inarrestabile, l'altra più



marcatamente subordinata alla congiuntura. In tale ottica, il caso di Tmsc è emblematico; la multinazionale di Taiwan, numero uno quanto a quota di mercato, ha rilasciato una trimestrale con fatturato e utili in crescita, salvo poi cadere in Borsa subito dopo la pubblicazione dei dati: per una semplice ragione, ovvero Tmsc ha tagliato le previsioni sul settore dei semiconduttori (-10% rispetto alla precedente stima), escludendo dalla frenata i chip di memoria, ossia i microprocessori legati all'intelligenza artificiale (in pratica, il gruppo taiwanese, che rappresenta una cartina di tornasole del mondo del silicio, ha raffigurato due distinti scenari prospettici, uno per i business connessi all' AI e l'altro per i chip tradizionali).

Il saldo settimanale dei principali listini azionari è risultato più premiante per il versante asiatico, con il Topix molto prossimo a 2800 e lo Shanghai Composite ben ancorato a 3100, mentre S&P 500 ed Eurostoxx 600 hanno subito maggiormente un ritorno di volatilità, pur senza alterare i rispettivi trend ben saldi rispettivamente oltre quota 5200 e 500.

A livello obbligazionario, rendimenti decennali tendenzialmente ascendenti (salvo correggere in parte tra giovedì e venerdì) con la componente americana oltre il 4.6% e la corrispettiva tedesca al test di 2.7%, fronte di uno spread Btp-Bund stabile nell'intorno dei 130 punti base.

Moneta unica in prevalente flessione con tentativo (fallito) di recuperare 1.09, mentre lo yen si conferma ostinatamente oltre quota 155, sempre con grande soddisfazione per il mercato azionario domestico.

In tema di commodities, il petrolio è sempre rimasto negli intornoi dei 77-80 dollari fino alla riunione Opec del 2 giugno, che alla fine ha esteso i tagli alla produzione, pur senza incidere sulle quotazioni, sempre ben sotto gli 80 dollari nella mattinata di lunedì 3 giugno, mentre le quotazioni del grano sono balzate sui livelli più alti degli ultimi nove mesi su timori di diminuzione delle scorte globali e, in tal senso, l'USDA ha già fatto sapere che le medesime potrebbero scendere al livello più basso degli ultimi nove anni.

Per il resto, stando alle ultime posizioni dei traders rilevate sul report COT, crescono le posizioni lunghe nette sull'oro mentre il rally di gas naturale, argento e caffè convince poco e si cercano nuove conferme che il trend possa durare.



DISCLAIMER

Il presente documento, è pubblicato da Fideuram Intesa Sanpaolo Private Banking Asset Management SGR S.p.A. ("Fideuram Asset Management SGR" o "SGR"), società iscritta all'albo delle Società di Gestione del Risparmio tenuto dalla Banca d'Italia ai sensi dell'articolo 35 del d.lgs. 58/1998 (**TUF**), al n. 12 nella sezione gestori di OICVM e al numero 144 della sezione gestori di FIA e sottoposta alla direzione e coordinamento di Intesa Sanpaolo S.p.A. e appartenente al Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, iscritto all'Albo dei Gruppi Bancari ed è destinato alla distribuzione al pubblico.

Il presente documento è stato predisposto sulla base di dati elaborati da Fideuram Asset Management SGR (ed eventualmente da altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo) e sulla base delle informazioni pubblicamente disponibili o di altre fonti di terze parti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, esplicita o implicita, è fornita dalla SGR relativamente all'accuratezza, completezza, affidabilità e correttezza delle stesse. Le informazioni, le opinioni e i dati contenuti in questo documento o in eventuali documenti allegati non costituiscono in alcun modo ricerca in materia di investimenti o comunicazione di marketing, raccomandazione o suggerimento, implicito o esplicito, né sollecitazione o offerta, né consiglio di investimento, consulenza in materia di investimenti, consulenza legale, fiscale o di altra natura.

Se non diversamente specificato, tutte le informazioni contenute nel presente documento sono aggiornate alla data che appare sulla prima pagina e non vi è alcuna garanzia che i risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni e le previsioni qui contenute.

Le informazioni sono soggette a modifiche. Tali informazioni non intendono sostituire in alcun modo le autonome e personali valutazioni che il destinatario è tenuto a svolgere prima della conclusione di una qualsiasi operazione attinente a strumenti e prodotti finanziari. Prima di qualunque investimento, è necessario prendere attenta visione della documentazione relativa allo strumento finanziario oggetto dell'operazione.

I dati, ove non diversamente specificato, non tengono conto del regime fiscale applicabile.

Questo documento non costituisce un'offerta di acquisto o vendita, né una sollecitazione all'investimento in alcun prodotto finanziario citato e non costituisce un messaggio promozionale o sollecitazione all'investimento rivolto a persone residenti negli USA, in Canada o a soggetti residenti in paesi in cui i prodotti non sono autorizzati o registrati per la distribuzione o in cui Prospetto non è stato depositato presso le competenti autorità locali.

Si declina qualsiasi responsabilità in caso di qualsivoglia perdita diretta o indiretta, derivante dall'affidamento alle opinioni o dall'uso delle informazioni ivi contenute; la SGR e i propri dipendenti non sono altresì responsabili per qualsiasi errore e/o omissione contenuti in tali informazioni.

La presente comunicazione e i relativi contenuti (ivi compresi quelli di eventuali documenti allegati) non potranno essere riprodotti, ridistribuiti, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicati, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso scritto da parte della SGR.