

## **IL 2024 AMERICANO E IL NUOVO ANNO**

Il 2024 è stato l'anno degli Stati Uniti d'America. I motti "America First" di Donald Trump e "America is back" di Joe Biden rappresentano di fatto le due facce della stessa medaglia. Entrambe indicano la volontà di restaurare la potenza assoluta che gli Stati Uniti hanno conosciuto dopo la caduta del Muro di Berlino. Biden, nel solco della strategia dei democratici, è convinto che i valori del suo paese siano i migliori del mondo e quindi vanno esportati e gestiti. L'uomo d'affari Donald Trump, interpretando il pragmatismo isolazionista repubblicano, ritiene che il suo paese sia abbastanza grande e sviluppato per concentrarsi esclusivamente sui suoi interessi: l'America prima di tutto. Per riuscire nel loro intento entrambi hanno messo la leva fiscale al servizio della crescita mentre la Federal Reserve, nel quadro dei suoi obiettivi (combattere l'inflazione e la disoccupazione), non ha lesinato liquidità al mercato. L'esplosione delle spese per la difesa ha permesso il rafforzamento

tecnologico dell'esercito che di fatto ha esaltato la transizione digitale.

Wall street ha capito che la nuova dinamica geopolitica predispone gli Stati Uniti alla crescita. Negli ultimi due anni lo S&P è lievitato del 70% e il tecnologico Nasdaq del 90%. Ma anche l'indice della vecchia economia, il Dow Jones, è cresciuto del 50%. Il dollaro (Dollar Index), certo influenzato dalla traiettoria dei tassi tracciata dalla Federal Reserve, è uscito dal *trading range* nel quale si trovava dall'inizio del 2023 con una rivalutazione di quasi il 10% dal minimo del 30 settembre del 2024. È questo il periodo in cui il mercato inizia a scontare il ritorno di Donald Trump. Se è vero che gli approcci dei due *leader* esprimono la volontà di potenza e la centralità di Washington, quello di Trump piace di più a Wall Street perché è più attento alla *corporate America* che intende stimolare, riducendole la tassazione e spingendola a identificarsi con la potenza americana.

Il 2024 è stato l'anno degli Stati Uniti d'America anche e soprattutto per il ruolo delle aziende tecnologiche del Nuovo Mondo nello sviluppo dell'intelligenza artificiale. Il Nyse FAANG Index<sup>1</sup> dai minimi del 2022 è esploso del 223%, mentre nel 2024 ha messo a segno un +57%.

L'anno scorso l'uso dell'Intelligenza artificiale (IA) ha iniziato a contaminare l'insieme delle aziende americane, dopo soli quattro anni dalla divulgazione da parte di Microsoft dei modelli GPT-3 di OpenAI. Secondo il Dipartimento del lavoro la produttività<sup>2</sup> negli Stati Uniti è cresciuta nel terzo trimestre del 2% per rapporto all'anno precedente. Si tratta del quinto trimestre di fila in cui gli aumenti di produttività sono stati almeno del 2%. Nei cinque anni che hanno preceduto la pandemia, ci sono stati solo due trimestri con così corpose caratteristiche.

L'economia del dopo Covid-19 è cambiata. Le aziende hanno imparato prima ad utilizzare meglio il mondo digitale (come, per esempio, le comunicazioni via

Zoom, al posto di costosi spostamenti), poi, soprattutto nel 2024, a prendere coscienza dei vantaggi dell'IA. Va inoltre considerato il cambiamento del mercato del lavoro, che ha spinto i migliori a spostarsi verso attività più produttive e meglio retribuite, lasciando ai molti immigrati i lavori a più intensa manualità.

Certo, l'aumento della produttività non sempre è una buona notizia per i lavoratori: una maniera per aumentarla consiste nel ridurre il personale. Le nuove tecnologie derivate dall'IA possono creare nuove occupazioni, rendendo i lavoratori più efficienti, oppure prendere il loro posto: la facilità con la quale l'IA è in grado di scrivere algoritmi ha lasciato a casa molti programmatori.<sup>3</sup>

L'amministrazione Biden ha capito l'importanza dell'IA anche in ambito geopolitico. Per questo ha spinto le aziende a riportare in patria le produzioni più delicate vietando anche le esportazioni di *chip* particolarmente performanti, quali la fascia alta di quelli di Nvidia, o le macchine dell'olandese ASML, *leader*

<sup>1</sup> L'indice si compone di: Apple, Amazon, Broadcom, CrowdStrike, Alphabet, Meta, Microsoft, Netflix, Servicenow, Nvidia.

<sup>2</sup> Produttività è intesa come *output* totale dell'economia diviso le ore di lavoro.

<sup>3</sup> Justin Lahart, Lauren Weber, "Workers, Companies In US Get More Productive", *The Wall Street Journal*, 3 gennaio 2024.

mondiale nel campo della litografia ultravioletta estrema (EUV). Il mercato americano ha apprezzato l'attenzione all'IA anche se a tratti ha dovuto fare i conti con la riduzione degli utili causata dal calo dalle vendite in Cina per alcune aziende.

Nel campo dell'IA si gioca la produttività aziendale come pure la sicurezza nazionale. Merita particolare attenzione un libro scritto a tre mani, da Henry A. Kissinger, storico Segretario di stato deceduto centenario nel novembre 2023, Eric Schmidt, tra i fondatori di Alphabet e Daniel Huttenlocher, decano del Massachusetts Institute of Technology (MIT)<sup>4</sup>, nel quale questi personaggi del *Washington consensus* delineano la potenza trasformativa dell'IA che ridefinirà l'identità umana e i criteri stessi del potere. "L'introduzione di una logica non umana nei sistemi e nei procedimenti militari - scrivono i tre autori - trasformerà la strategia. Gli eserciti e i servizi di sicurezza che si addestrano oppure operano in collaborazione con l'intelligenza artificiale raggiungeranno intuizioni e risultati sorprendenti e talvolta sconcertanti".<sup>5</sup>

Secondo i tre esperti, esaminando enormi quantità di informazioni, le armi cibernetiche a intelligenza artificiale possono imparare a "penetrare le difese senza richiedere che gli esseri umani scoprano sfruttabili difetti di software".<sup>6</sup>

Gli Stati Uniti che, grazie all'esercito, alla *corporate* America e agli istituti di ricerca hanno oggi un vantaggio oggettivo su tutti, hanno deciso di preservarlo il più a lungo possibile. La paura principale è certamente che la Cina, che ha già raggiunto alti livelli digitali, possa sfidare "l'America is back" di Biden impedendole di ritornare ad essere la sola, grande potenza di Trump ("Make America Great Again", abbreviato MAGA). Ma c'è di più. Il *know how* dell'IA deve essere preservato nei confronti di tutti, alleati compresi, perché la geopolitica del potere può modificarsi velocemente. In effetti, anche "le nazioni più piccole, che non possiedono armi nucleari e che hanno una limitata riserva di armi convenzionali, possono esercitare una spropositata influenza investendo in intelligenza artificiale e arsenali cibernetici

<sup>4</sup> Henry A. Kissinger, Eric Schmidt, Daniel Huttenlocher, *L'era dell'Intelligenza artificiale, Il futuro dell'identità umana*, Mondadori, Milano, 2023, 206 p.

<sup>5</sup> *Op.cit.*, p.135.

<sup>6</sup> *Ibidem*, p. 137.

all'avanguardia".<sup>7</sup> Trump, scegliendo Elon Musk come suo *alter ego* tecnologico, ha esaltato i mercati già ampiamenti predisposti nei confronti della distruttività creativa dell'IA.

In termini sostanziali la centralità dell'IA ha permesso a Wall Street di manifestare tutta la sua potenza nel 2024. Ma anche in termini finanziari Washington è stata vincente: il mercato ha accettato un *deficit* di bilancio importante, del 6-7% per due anni di fila, e un indebitamento vicino al 125% del PIL, superando quello del periodo di guerra del 1945. Il dollaro è riuscito addirittura a rafforzarsi perché i flussi vanno verso gli Stati Uniti. La liquidità (M2) è restata ad alti livelli. Nel 2024 più del 50% delle banche centrali del mondo hanno iniziato a tagliare i tassi d'interesse con la Fed che è intervenuta tre volte riducendoli dal 5.5% al 4.5%, con l'inflazione che dal 3.09% d'inizio 2024 è scesa al 2.7% a novembre. Ma l'inflazione *core* è rimasta stabile attorno al 3.3%, segno che a frenare i prezzi ha contribuito, in maniera importante, il costo dell'energia (petrolio tra 70 e 80 usd al barile).

Pechino, di fronte alla sfida americana e ai rischi di una frenata eccessiva del suo mercato interno, ha iniziato una serie d'interventi che hanno spinto MSCI Cina a crescere del 20% nel 2024. Inoltre, la Cina, sfruttando la rapida crescita dell'industria dei veicoli elettrici e le strategie di prezzo aggressive, è emersa come il più grande esportatore di auto al mondo, superando *leader* tradizionali come la Germania e il Giappone. Quest'ultimo, oltre a beneficiare indirettamente delle iniziative del grande vicino, sta rimodellando la *governance* delle sue aziende, modificando anche le politiche salariali e riscoprendo l'inflazione tanto ricercata da decenni. Fedele alleato degli Stati Uniti nella regione, grazie al debole Yen e alle operazioni di *carry trade*, è un sostenitore importante sia dei buoni del tesoro americani sia di Wall Street. La borsa ha premiato questo contesto: il Nikkei è cresciuto del 22% nel 2024. Un eccessivo apprezzamento dello Yen, causato dalla nuova fase di rialzo dei tassi, potrebbe mettere in difficoltà gli *asset* finanziari americani. Ciononostante, la politica di potenza di Biden ha bloccato

---

<sup>7</sup> *Ibidem*, p. 142

l'acquisizione di U.S. Steel da parte della giapponese Nippon Steel.

L'Europa e il Giappone devono affrontare molte sfide simili, tra cui una ripresa poco brillante dell'industria automobilistica, il calo delle vendite di apparecchiature per semiconduttori e la forte dipendenza dal mercato cinese. Insieme, questi fattori hanno smorzato la dinamica di crescita di entrambe le economie. Ma le interruzioni della catena di approvvigionamento hanno colpito più duramente l'Europa, dove il *deficit* commerciale con la Cina è raddoppiato rispetto ai livelli pre-pandemia. Anche le esportazioni di auto della Germania sono diminuite del 30% rispetto alla media del periodo 2015-2019 mentre quelle del Giappone hanno registrato una flessione del 10%.

La dipendenza dal mercato cinese è significativa per entrambe le economie. A titolo di esempio, quasi il 50% delle esportazioni giapponesi di macchinari per semiconduttori va in Cina. E in Europa, il *leader* nel campo delle apparecchiature per semiconduttori, ASML, dipende nelle sue entrate per il 40% da Pechino. Questa dipendenza non solo rende l'Europa e il Giappone più vulnerabili ai cambiamenti delle condizioni economiche della Cina,

ma anche dai potenziali impatti degli sforzi degli Stati Uniti per limitare le catene di approvvigionamento del Regno di mezzo.

L'Europa, oltre alle debolezze illustrate, subisce gli effetti della guerra tra Russia e Ucraina che ha interrotto in maniera consistente l'economicamente favorevole dipendenza dal gas di Putin. L'Eurostoxx50 ha comunque messo a segno un +13%, aiutato dai titoli finanziari, malgrado le incertezze politiche in Germania e Francia. La Svizzera resta fanalino di coda: l'SMI ha subito il pesante calo di Nestlé e le sottoperformance di Roche e Novartis, che normalmente danno all'indice un carattere conservativo e di rifugio, mentre l'*export* sconta il franco forte e la frenata dell'economia tedesca.

“L'anno americano” nel 2024 ha comunque beneficiato di una serie di circostanze favorevoli. Innanzitutto, il ciclo globale di tagli dei tassi che ha aiutato un atterraggio morbido dell'economia e un forte *rally* azionario trainato dall'IA, alimentato anche dall'espansione del ciclo

manifatturiero nel primo semestre.<sup>8</sup> Il problema ora è capire la sostenibilità del rally di Wall Street visti i successi stellari degli ultimi due anni. Il tentativo di risposta va situato almeno a due livelli. Il primo riguarda l'aspetto politico e geopolitico: l'America di Trump e Musk sarà in grado di abbandonare le vesti di prima potenza relativa per indossare quelli di potenza assoluta? Il secondo è strettamente economico: i multipli finanziari del mercato azionario sono andati troppo oltre?

In un mondo così complesso difficilmente gli Stati Uniti potranno tornare ad essere l'unica superpotenza. Ma la scelta di utilizzare tutti gli strumenti in loro potere per consolidare una posizione di forza è ancora credibile per i mercati. Politiche fiscali espansive e innovazioni tecnologiche dovrebbero permettere all'economia a stelle e strisce una crescita da molti prevista attorno al 2%. Il veloce recepimento dell'IA della *corporate* America dovrebbe continuare a migliorare la produttività nel 2025. E i risultati dell'ultimo trimestre del 2024 potrebbero

confermarlo consentendo al mercato di almeno consolidare i suoi successi.

Il vero pericolo è che l'inflazione riparta a causa dei dazi doganali, della diminuzione degli immigrati e di una domanda sostenuta. Ciò impedirebbe alla Federal Reserve di continuare il percorso di tagli dei tassi<sup>9</sup> rivelando l'eccesso di valutazioni di Wall Street e provocando il rafforzamento del dollaro. In un simile scenario l'apprezzamento del biglietto verde aumenterebbe le difficoltà dei paesi emergenti come pure delle economie degli alleati dell'Eurozona e del Giappone, per i quali la crescita è già ora stimata solo attorno all'1-1,5%. Il prezzo di petrolio e gas sarà determinante per contenere le fughe inflazionistiche. L'amministrazione Trump ne è cosciente, ma anche Putin per quanto riguarda l'Europa.

Il 2025, comunque vada, sarà ancora l'anno degli Stati Uniti. L'Europa continuerà a soffrire anche se l'inizio di un processo di pace in Ucraina e i multipli contenuti dei suoi titoli potrebbero essere un importante sostegno. Il Giappone sembra avere una situazione un po' più

---

<sup>8</sup> JPMorgan Global Manufacturing PMI tocca il massimo a maggio 2024 a 51, per poi scendere sotto lo spartiacque di 50.

<sup>9</sup> Già ora il mercato non sconta più quattro tagli nel 2025, ma due.

favorevole del Vecchio Continente per la ristrutturazione che sta vivendo. La Cina è sotto tiro e in preda alla volatilità dello scontro con Trump. L'India è ancora un'opportunità, ma anch'essa in balia delle vicissitudini del dollaro come pure buona parte dei paesi emergenti. Le grandi aziende svizzere hanno bisogno di un franco più debole e di una Germania più forte. L'oro mantiene il suo ruolo di protezione nell'equilibrio dei portafogli.