

WEEKLY UPDATE

20 gennaio 2025



LA CRISI DEL MODELLO INDUSTRIALE TEDESCO

La recente autobiografia di Angela Merkel, dal titolo *“Libertà”*, non è solo un concentrato di storia di vita e perle di saggezze, frutto di un percorso politico unico e, per molti aspetti (anche storici, dopo la caduta del muro di Berlino), inimitabile, ma anche una sorta di manuale dello statista illuminato e di quanto sia rilevante saper gestire le coalizioni in un’ottica di governo e di benessere per la collettività: per la semplice ragione che *“la politica non è una magia. La politica è fatta dalle persone. Persone con le loro impronte, esperienze, vanità, debolezze, forze, desideri, sogni, convinzioni, valori, interessi. Persone che, in una democrazia, se vogliono realizzare qualcosa devono lottare per ottenere maggioranze”*.

Parole che saranno fischiate alle orecchie del dimissionario Scholz, sfiduciato dal Bundestag e costretto a indire nuove elezioni a febbraio, soprattutto sapendo che la cancelliera che ha governato la Repubblica Federale Tedesca dal 2005 al 2021 aveva ben chiaro che *“lo scopo del mio lavoro politico è sempre stato quello di garantire all’individuo una vita gratificante. I miei valori guida sono sempre stati riassunti nell’articolo 1 della Costituzione: la dignità umana è inviolabile. Avevo giurato di dedicare le mie energie al bene del popolo tedesco e questo significava impegnarmi per la prosperità economica del mio Paese, la Germania. Noi tedeschi avevamo i nostri interessi e io volevo imporre il maggior numero possibile, all’interno dell’Unione Europea e della NATO”*.

Bei tempi per la Germania, ma ormai un lontano ricordo dato che alle ore 13 di lunedì 16 dicembre Olaf Scholz ha ratificato l’impossibilità di

Documento a cura
di **Fabrizio Pozzi** -
Analista senior,
team Gestione
prodotti azionari e
obbligazionari



FIDEURAM
INTESA SANPAOLO
PRIVATE BANKING
Asset Management

restare in carica fino al termine del mandato. La Costituzione tedesca, peraltro, scritta per evitare l'instabilità che portò al crollo della Repubblica di Weimar (e poi all'ascesa del Nazismo), prevede solo due vie per arrivare allo scioglimento anticipato del Parlamento: nel primo caso, se un candidato cancelliere non ottiene la maggioranza assoluta, il presidente può sciogliere il Bundestag (mai accaduto) mentre, nel secondo caso, un cancelliere può chiedere un voto di fiducia per verificare se ha ancora un sostegno parlamentare sufficiente: ed è ciò, appunto, che è accaduto in questo caso, anche se è ampiamente noto a tutti che la prossima tornata si caratterizzerà per una diffusa frammentazione partitica, tra Spd, Cdu, Afd e Verdi.

In altri termini, secondo i politologi, una volta chiuse le urne serviranno diverse settimane per formare una nuova coalizione di maggioranza, fermo restando che *“vale la pena non gettare subito la spugna, ma tener duro, credere nelle proprie capacità, cavarsela da soli”* (A. Merkel).

Ciò premesso, dunque, da cosa deriva la crisi del modello tedesco, peraltro certificata proprio la scorsa settimana dalla seconda contrazione consecutiva del PIL (in calo dello 0.20% nel 2024)? Stando alle parole di Danyal Bayaz, ministro delle Finanze dello Stato di Baden-Württemberg (il regno di Bosch e Mercedes), *“la Germania ormai ha dissipato il «dividendo da globalizzazione» accumulato negli ultimi 15 anni sottofinanziando la spesa pubblica in un'era di bassi tassi d'interesse”*: con il risultato che ora si trova costretta ad affrontare le insidie del caro-energia, della deburocratizzazione, della crescente competizione cinese e, ultimo ma non meno rilevante, dei dazi trumpiani che potrebbero incidere tra il 10% e il 20%. Non solo, ma anche sul versante tecnologico Berlino ha perso colpi; basti solo pensare che l'unica grande startup che possa vantare qualche confronto con i big di Wall Street si richiama a Sap, azienda di software fondata nel 1972: dopodiché, il numero di unicorni (aziende con valore superiore a un miliardo di dollari) è cresciuto in modo ampiamente decrescente.

In più, un tangibile, reciproco “compiacimento” tra banche, mondo imprenditoriale e classe politica ha fatto il resto, inchiodando la Germania a regole dogmatiche in termini di politiche fiscali, a tutto scapito della creazione di nuove infrastrutture e di investimenti nel campo dei trasporti: senza dimenticare che *“errori come quello dell'errata valutazione dei rapporti di forza durante la discussione sulla riforma fiscale andavano commessi, nei limiti del possibile, una sola volta, mai due”* (A. Merkel).

In sostanza, il modello tedesco *export-oriented* è entrato in crisi con la deglobalizzazione, toccando vari settori, anche molto differenti tra loro: il colosso dell'acciaio Thyssenkrupp parla apertamente di una *“Germania nel mezzo di un processo di deindustrializzazione”*, così come la catena farmaceutica Rossmann, sita nei pressi di Hanover, è stata fortemente colpita dal salasso energetico, mentre alcuni economisti hanno lamentato la carenza di manodopera specializzata quale una delle piaghe che affliggono il tessuto produttivo tedesco.



E, ancora una volta, la cancelliera del “quindicennio d’oro” aveva visto giusto, sentenziando che *“il vero tesoro della nostra economia nazionale sono i nostri operai specializzati, che hanno ricevuto un’eccellente formazione: se ora diventano tutti disoccupati, dopo la crisi saranno dispersi ai quattro venti”*.

La Cina, poi, incide non poco sulle attuali disgrazie tedesche: nel decennio 2000-2010 la Germania era perfettamente contestualizzata nell’ingranaggio dell’export asiatico, capace di soddisfare ogni genere di appetito, dalle auto, alla chimica, all’ingegneria di precisione e fino a tutto il 2020 le esportazioni con la Cina sono cresciute a doppia cifra: almeno fino a quando, poi, la Terra del Dragone, da importatrice netta di auto, è diventata esportatrice netta.

Il risultato, secondo i calcoli dell’Ifo Institute, è che ora la Cina pesa solo il 6% sul totale dell’export tedesco, cioè tanto quanto l’export olandese.

In più, il cosiddetto *“brake debt”* (freno al debito) turba non poco il sonno della classe politica: i limiti imposti dalla Costituzione di un budget deficit annuo allo 0.35% di output sono chiaramente obsoleti agli occhi degli osservatori internazionali e ora più che mai la politica fiscale dovrebbe venire in soccorso di quel mondo imprenditoriale che, numeri alla mano, sta lentamente affogando, almeno secondo quanto risulta da un’analisi sulla stabilità finanziaria a cura della Bundesbank.

Secondo la banca centrale tedesca *“nel 2024 si è riscontrato un numero significativo di insolvenze societarie, visti i cambiamenti strutturali in corso e la persistente debolezza economica e il rischio di default per le società non finanziarie rimarrà probabilmente elevato per tutto il 2025”*, fermo restando che le insolvenze potrebbero anche essere aggravate dagli alti tassi di interesse, dato che le esigenze di rifinanziamento aumenteranno i costi contribuendo a un maggior numero di default.

È pur vero che *“le finanze delle famiglie dovrebbero rimanere solide, offrendo ai consumatori un buon cuscinetto finanziario grazie alla crescita dei salari nominali e, inoltre, i prezzi degli immobili residenziali si sono stabilizzati”*, ma la sensazione di fondo è che la partita decisiva sulla rinascita si giocherà sul terreno dell’automotive, comparto simbolo di quella fu la *“locomotiva d’Europa”*.

Proprio qualche giorno prima dello scorso Natale, Volkswagen, evitando in extremis la chiusura di alcune fabbriche, ha concordato 35.000 uscite entro il 2030 tagliando la capacità produttiva degli stabilimenti di oltre 700mila veicoli. Nello specifico, Volkswagen, dopo 70 ore di trattative e una vertenza definita *“drammatica”*, ha scongiurato la minaccia di chiudere tre stabilimenti, evento mai verificatosi in 87 anni di storia del gruppo.

Ovviamente, per tenere aperti tutti gli stabilimenti, l’attività verrà ridotta nei cinque principali e, almeno per ora, l’accordo è servito a disinnescare la minaccia di *escalation* da parte dei sindacati che



avevano inizialmente ipotizzato proteste a oltranza in caso di mancati accordi entro il 31/12/24. Non solo, ma anche la politica può tirare un sospiro di sollievo, poiché la crisi di Volkswagen, emblema della generale debolezza dell'industria tedesca, aveva contribuito non poco a mettere in difficoltà la "coalizione Semaforo", implosa il 6 novembre scorso.

Per il cancelliere dimissionario Scholz, *"Volkswagen e i sindacati hanno trovato una soluzione buona e socialmente accettabile, che garantisce al gruppo e ai suoi dipendenti un futuro positivo"*, confermando di fatto quanto argomentato a suo tempo dal poeta e scrittore J.W. Goethe, ovvero che *"c'è sempre tempo a sufficienza per fare le cose, purché lo si usi bene"*. E ben sapendo, soprattutto, che *"in politica è quasi impossibile trarre profitto da una situazione spiacevole, cioè fare, per così dire, di necessità virtù; questa è almeno la mia esperienza. Proprio nelle questioni controverse, avevo sempre ottenuto risultati migliori giustificando le mie decisioni esclusivamente in modo oggettivo o lasciandole cadere se non riuscivo a convincere gli altri"* (A. Merkel): in particolare, poi, *"durante i negoziati per il trattato di unificazione, avevo imparato che, ogni volta che c'era stata una volontà politica di risolvere un problema, si era trovata anche la formulazione giuridica adatta"*.

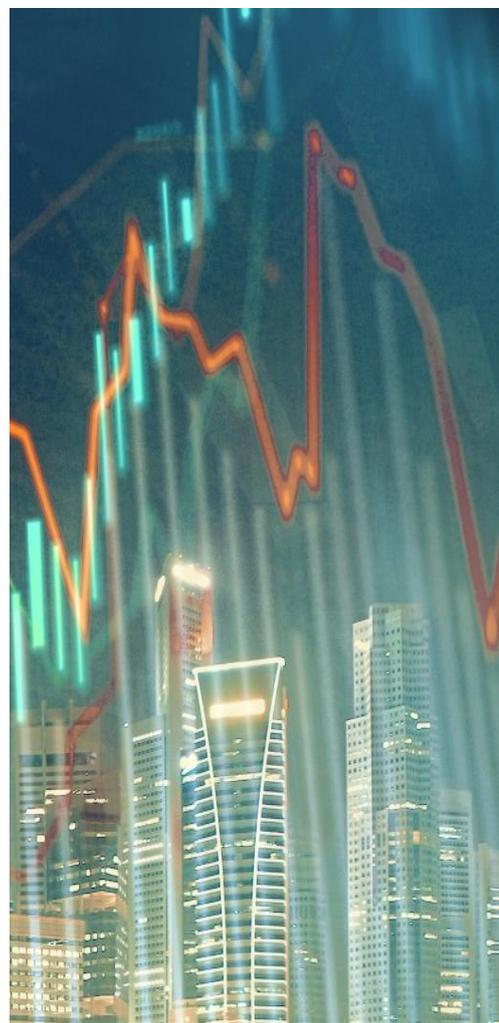
E la sfida attuale di Scholz è proprio questa: far rinascere dalle ceneri, se possibile, la tanto discussa "coalizione Semaforo".

L'ANDAMENTO DEI MERCATI

Giro di boa del mese di gennaio con un esordio settimanale (lunedì 13) sulla scia del venerdì precedente (10 gennaio), quando i brillanti dati sul mercato del lavoro americano hanno fatto impennare i rendimenti dei bond, con conseguente indebolimento del comparto azionario, alla ricerca di una bussola di orientamento verosimilmente nelle parole dei banchieri centrali di USA ed Europa.

È pur vero ed innegabile che Wall Street, seppur cara, continui a porsi come forte calamita per gli investitori in ragione di un binomio PIL-occupazione di tutto rilievo e un tasso di crescita degli utili sempre apprezzabile, ma è altrettanto auspicabile che dalla FED, in particolare, si attendano segnali confortanti circa l'attuazione di una politica monetaria (finalmente) più conciliante e meno restrittiva: soprattutto in una fase congiunturale in cui anche l'acciaio *made in USA* sembra pronto a ripartire (dopo un 2024 difficile), in ragione di progetti di edilizia non residenziale in piena ripresa, secondo le stime degli analisti.

Ciò premesso, occorre subito precisare che dai verbali della FED sono emersi sia luci che ombre; nello specifico, i membri del FOMC, il comitato che regola la politica monetaria della FED, credono che il comitato sia *"al punto o vicino al punto in cui sarebbe opportuno rallentare il ritmo dell'allentamento della politica"* e molti partecipanti



hanno suggerito che *“una serie di fattori sottolineano la necessità di un approccio cauto alle decisioni di politica monetaria nei prossimi trimestri”*.

In buona sostanza, da un lato la stragrande maggioranza dei partecipanti ha ritenuto che i rischi per il raggiungimento degli obiettivi a doppio mandato del Comitato di massima occupazione e stabilità dei prezzi siano *“più o meno in equilibrio”*, ma dall'altro lato quasi tutti i partecipanti hanno ritenuto che i rischi al rialzo per le prospettive di inflazione siano aumentati (come motivazioni di questa valutazione, i partecipanti hanno citato recenti letture più forti del previsto sull'inflazione e i *“probabili effetti di potenziali cambiamenti nella politica commerciale e di immigrazione”*).

Dettagliando meglio le dichiarazioni di alcuni membri del Board si evince, in effetti, come vi sia sostanziale univocità di vedute, seppur caratterizzate da diverse sfumature in ottica prospettica; se Cook, ad esempio, lascia intendere che *“la FED può procedere con più cautela con i tagli dei tassi d'interesse”*, Harker a sua volta sottolinea che *“viviamo ancora in tempi molto instabili, il che rende difficile fornire indicazioni sul futuro percorso di politica monetaria. In un mondo incerto, la politica deve rimanere basata sui dati e meglio posizionata per affrontare i rischi futuri”*: per non dire poi di Michelle Bowman, secondo la quale *“il taglio dei tassi dello scorso dicembre potrebbe essere stato l'ultimo”*.

Sulla stessa lunghezza d'onda, inoltre, si è posizionato Jeff Schmid, il quale ha ribadito che *“con l'inflazione vicina all'obiettivo e la crescita che mostra uno slancio continuo, siamo vicini al punto in cui l'economia non ha bisogno né di restrizioni né di sostegno e che la politica dovrebbe essere neutrale, anche perché la forza dell'economia ci permette di essere pazienti”*.

Sul concetto di *“tasso neutrale”*, peraltro, è in corso un serrato dibattito, al punto che un analista ha fortemente richiamato l'attenzione sul fatto che *“i mercati dimostrano un insaziabile appetito per le stime del tasso neutrale. È indispensabile sapere se l'attuale tasso di policy sia “rigido” ovvero sopra il tasso neutrale o “morbido”, cioè al di sotto e di quanto, se si vuole stimare accuratamente l'impatto della politica monetaria sull'economia. Le previsioni del tasso neutrale possono rivelarsi errate, ma la reputazione dei banchieri centrali è basata più sulle decisioni di fondo che sull'accuratezza, per cui il rifiuto di pubblicare il tasso neutrale atteso può compromettere le relazioni con gli investitori”*.

Sul tasso neutrale, inoltre, a nome della BCE, si è soffermato anche Villeroy, ricordando che *“al 3%, il nostro tasso di riferimento è notevolmente inferiore a quelli della FED e della Banca d'Inghilterra, ma è ancora ben al di sopra del tasso neutrale, che segna il confine tra una politica restrittiva e una politica accomodante; se il calo dell'inflazione sarà confermato, è buon senso pensare che ci muoveremo verso questo tasso neutrale senza rallentare entro la prossima estate”*.



Anche perché, stando agli ultimi riscontri evidenziati dal bollettino economico della BCE, la crescita UE risulta sempre traballante, o meglio, *“la graduale ripresa dell’economia dell’area dell’euro dovrebbe proseguire nei prossimi anni, a fronte di notevoli incertezze sul piano geopolitico ed economico. I rischi per la crescita economica restano orientati verso il basso, anche a causa di potenziali frizioni nel commercio internazionale, che potrebbero pesare sulla crescita dell’area dell’euro frenando le esportazioni e indebolendo l’economia mondiale”* (e secondo Cipollone, membro del Board BCE, gran parte dei problemi dell’ eurozona sono ascrivibili al fatto che *“non abbiamo un mercato unico compiuto, sia per i beni e i servizi sia per il mercato dei capitali”*).

Ciò detto, non mancano tuttavia ragioni per respirare un moderato ottimismo. Non solo le società europee quotate trattano a sconto rispetto alle concorrenti USA, ma secondo gli analisti la competitività potrebbe essere ritrovata con la creazione di campioni nella tecnologia digitale e nella transizione energetica, oltretutto con un rafforzamento dei settori più tradizionali: senza contare che anche il quadro complessivo nel comparto immobiliare sta tornando appetibile agli occhi degli investitori.

Secondo i dati di Aew, i volumi delle transazioni immobiliari nel 2025 saranno pari a 200 miliardi, rispetto ai 170 registrati nel 2024 e il rendimento totale degli asset immobiliari *“prime”* (inteso come somma tra *income returns* e valore del capitale) è previsto al 9.2% medio annuo nel periodo 2025-2029, con le performance più alte attese in Francia e Regno Unito (e con l’Italia a recitare un ruolo di primo piano a livello di logistica e shopping center).

In sintesi, secondo gli addetti ai lavori, *“nei prossimi anni prevediamo una ripresa in gran parte forte, dove gli asset di qualità superiore (Esg compliant) guideranno la ripresa”*. Non solo, ma l’ora della riscossa sta per suonare anche per gli uffici, dal momento che *“dal nostro Outlook 2025 emerge che nel quinquennio 2025-2029 il ritorno totale sul segmento “uffici secondari” potrebbe essere del 9.7%, mentre per gli uffici “prime” potrebbe essere di poco superiore al 10%”*. Nel mentre, i dati della scorsa settimana inerenti all’inflazione USA sono stati benevoli con i mercati in quanto è rallentata più del previsto la crescita dei prezzi *core* in dicembre, anche se la crescita dei prezzi totali ha accelerato sia nella componente energetica che alimentare; peraltro, va anche rilevata la continua ascesa degli affitti e dei prezzi del comparto auto (sia nuove che usate), mentre la sorpresa al ribasso è ascrivibile ad un andamento più dimesso del previsto sia dei prezzi dei beni al netto delle auto sia dei prezzi dei servizi al netto degli affitti. Alla luce delle ultime evidenze sulla dinamica inflattiva, comunque, il nostro scenario atteso resta invariato, con due tagli ipotetici di 25 pb da parte della FED verosimilmente a giugno e settembre dell’anno in corso, fermo restando che le prospettive di politica monetaria potrebbero anche essere influenzate dalle decisioni della nuova amministrazione Trump, soprattutto nel caso di forti impegni in materia di politica fiscale e immigratoria.



I saldi settimanali dei principali listini azionari sono stati premianti un po' su tutti i fronti, con l'S&P 500 di nuovo al test di 6000, l'Eurostoxx 600 ben propenso verso 530 e lo Shanghai Composite di nuovo con vista 3300, a fronte di un Topix giapponese lievemente in sofferenza sotto 2700, in ragione di un nuovo rafforzamento dello yen.

Wall Street, peraltro, ha potuto giovare delle ottime trimestrali riportate dalle *Big Banks* USA, con JpMorgan, Goldman Sachs, Citibank, Morgan Stanley e Bank of America che hanno riportato utili record; è pur vero che l'andamento esplosivo dei conti del quarto trimestre dell'anno scorso è stato gonfiato per l'obbligo degli istituti di ricostituire le risorse dell'ente federale che assicura i depositi Fdic e spese per superare la gravosa crisi delle banche regionali, ma è altrettanto innegabile che i profitti complessivi siano stati tali da esercitare una forte attrattiva per gli investitori internazionali.

Universo obbligazionario profittevole, con i rendimenti decennali americani in ritracciamento verso il 4.6% e i corrispettivi tedeschi in direzione 2.5%, a fronte di uno spread Btp-Bund addirittura sotto i 110 pb e una moneta unica in lieve recupero dopo un minimo settimanale a 1.0178. In tema di commodities, petrolio al test degli 80 dollari con le posizioni nette lunghe sui derivati più alte da luglio dello scorso anno, in attesa che l'amministrazione Trump faccia chiarezza circa la strategia delle sanzioni che intenderà applicare su scala globale (quantomeno su Iran e Venezuela).



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.