

WEEKLY UPDATE

11 settembre 2023



GERMANIA, C'ERA UNA VOLTA LA LOCOMOTIVA D'EUROPA

Tempi duri per la Germania, per quella che un tempo era la potenza d'Europa e ora vanta il triste primato di "malata d'Europa".

Pochi dubbi sul fatto che la macchina tedesca si sia inceppata dato che l'export sta palesemente inciampando, gli ordini per la costruzione di nuove case crollano e l'attività delle imprese tedesche staziona in territorio negativo (l'indice PMI delle imprese si è attestato solo a 39.1 nel mese di agosto); insomma, un trend che preoccupa abbastanza, anche in virtù del fatto che anche la contrazione dei servizi (47.3) è arrivata a testare i minimi degli ultimi nove mesi e, se non bastasse, il persistere di un'inflazione elevata al 6.4% sta avendo effetti deleteri anche sui consumi privati.

Più di un campanello d'allarme, dunque, che ha indotto il cancelliere Scholz a puntualizzare che "l'economia tedesca può fare di più", considerando che nel secondo trimestre del 2023 è rimasta stagnante, senza mostrare tangibili segni di ripresa dalla recessione dello scorso inverno.

La tesi di fondo di diversi economisti tedeschi è che *"la Germania sta portando l'Eurozona alla recessione"* ovvero, in altri termini, la Germania viene additata come la principale responsabile del declino economico dell'Eurozona verso decrescita o stagnazione, anche perché *"nell'industria manifatturiera le spie sono ancora rosse nonostante un miglioramento appena percettibile, mentre anche i fornitori di servizi stanno segnalando notevoli perdite. A metà del*

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

terzo trimestre i risultati dell'indagine PMI segnalano un significativo indebolimento dell'attività macroeconomica: non si vedono segnali di ripresa”.

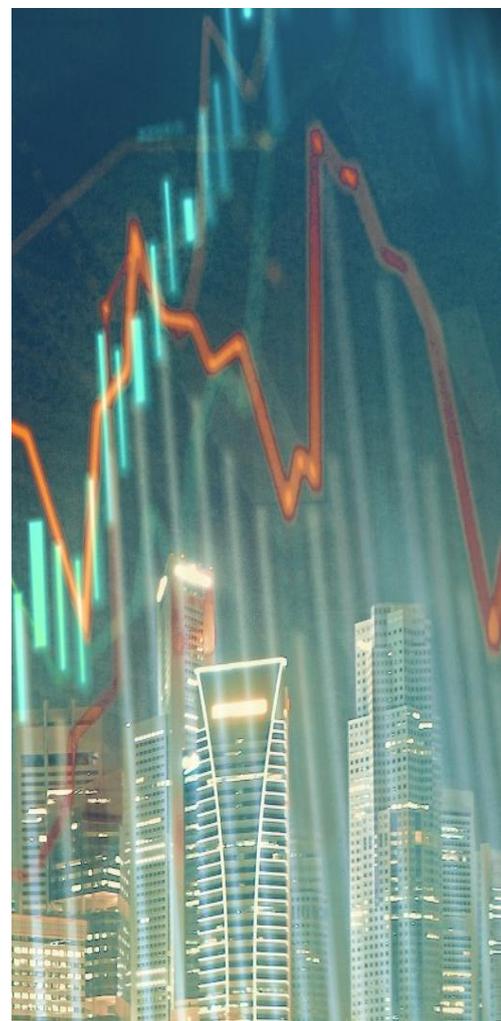
In realtà, i guai attuali della Germania hanno origini lontane e, come sempre, la storia si rivela imprescindibile maestra di saggezza quando si tratta di focalizzare quelle ragioni di causa-effetto che indirizzano i fenomeni nei suoi accadimenti; anzitutto, il popolo tedesco, uscito devastato (circa 25 anni fa) dalla complessa combinazione di riunificazione, un rigido mercato del lavoro, livelli di disoccupazione a doppia cifra e domanda di export in forte rallentamento, ha saputo riscattarsi grazie ad una serie mirata di riforme che si sono tradotte in una sorta di “età dell'oro” per l'economia tedesca: che ha trovato il suo paladino e miglior interprete nella figura e nella leadership di Angela Merkel (tra il 2005 e il 2021), il cui governo ha saputo capitalizzare al meglio la forte domanda cinese di beni manifatturieri e il boom indotto dei mercati emergenti.

In seguito, la più grande economia europea ha subito un'involuzione che l'ha portata a divenire, da leader della crescita che era, un fattore di freno per le altre economie dell'Eurozona, al punto che il Fondo Monetario Internazionale ha sentenziato una crescita di Berlino nei prossimi cinque anni ben più lenta rispetto agli altri Paesi industrializzati.

Le ragioni? Non una sola, ovviamente, ma verosimilmente un coacervo di motivazioni che affonda le proprie radici in fattori di natura più strutturale che contingente.

Anzitutto, l'ossessione innata ad un approccio cauto e prudente alla politica fiscale si è tradotta in investimenti pubblici decisamente insufficienti rispetto al fabbisogno: il che significa non solo una spesa in digitalizzazione largamente inferiore a quella di America e Francia (in termini di percentuale sul PIL), dunque con scarsa penetrazione territoriale a livello di rete internet, ma anche infrastrutture del tutto obsolete in termini di autostrade sovra trafficate e reti ferroviarie che vantano il peggior ranking valutativo in Europa per quanto attiene alla puntualità; inoltre, una sorta di “conservatorismo burocratico” fa sì che per ottenere una licenza per avviare un nuovo business ci vogliano non meno di 120 giorni (il doppio della media OCDE), una sorta di “bizantinismo regolamentativo” che, ovviamente, mal si combina con l'era dell'intelligenza artificiale generativa.

Per non dire della piaga demografica, ascrivibile al fatto che circa due milioni di pensionati nei prossimi cinque anni saranno difficilmente sostituibili come forza lavoro qualificata e degli irrisolti problemi della transizione energetica: la Germania è un Paese energivoro con consumi doppi rispetto ai cugini dell'Eurozona, in un contesto in cui l'approvvigionamento di gas russo economico non rappresenta più un'opzione perseguibile e le stime in merito all'utilizzo dell'idrogeno prodotto in proprio rivelano che, entro il 2030, sarà garantita una copertura di solo il 30-50% dell'intero fabbisogno domestico.



In estrema sintesi, dunque, una triplice spada di Damocle pende sull'economia tedesca:

- 1) una filiera industriale più vulnerabile e meno competitiva all'estero;
- 2) una forza lavoro inusualmente vecchia e non pronta al ricambio;
- 3) un percorso accidentato e tutt'altro che lineare verso la transizione energetica.

La ricetta giusta per venirne fuori? La risposta è tutt'altro che semplice e scontata, ovviamente, ma diversi economisti concordano sul fatto che il governo tedesco dovrebbe ridurre la burocrazia, migliorare il sistema fiscale e incentivare gli investimenti pensionistici nel mercato azionario locale, mentre *“con condizioni di finanziamento più difficili che minano la domanda di prestiti e le autorizzazioni edilizie in calo del 32.6% su base annua ci aspettiamo che l'edilizia agisca come un freno sul PIL nei prossimi trimestri, in linea con il sentiment poco positivo emerso nel sondaggio di agosto”*.

In realtà, al di là del quadro critico, l'autorevole parere del presidente del prestigioso *think tank* economico Ifo Institut (C. Fuest) sembra esternare propositi e aspettative di manifesta speranza, nella convinzione che *“il modello economico tedesco non va cambiato; un'economia aperta al mondo continuerà a dare un vantaggio competitivo alla Germania”*, fermo restando che *“l'energia sarà più costosa e le maggiori frizioni nel commercio internazionale graveranno sulla Germania più che su altri Paesi”*.

In ogni caso, nessuno in Germania si azzarda ad esibire l'etichetta di “grande malato d'Europa”, anche perché le parti sociali sembrano concordi che tale nomea potesse avere ragion d'essere all'inizio degli anni 2000, con un fardello di 5 milioni di disoccupati: ora si preferisce precisare che *“la Germania deve affrontare sfide importanti”*.

In tale ottica, peraltro, il governo ha varato, proprio a fine agosto, un nuovo pacchetto di sgravi da 7 miliardi all'anno per le PMI e sarebbe il primo di dieci interventi pianificati per stimolare la crescita; senonché, la risposta dell'associazione industriale BDI (equivalente della nostra Confindustria) non si è fatta attendere, argomentando che, se il PIL tedesco vale 3.877 miliardi, la proposta governativa ha il mero sapore di una goccia nell'Oceano, anche alla luce del fatto che la pressione fiscale sarebbe ancora troppo elevata e ben lungi da quel 25% a cui punterebbe la BDI per una sorta di normalizzazione rispetto agli standard internazionali: detto in altro modo, la strada per tornare ad essere la locomotiva d'Europa è ancora tortuosa e piena di incognite ma l'importante, come avrebbe suggerito il poeta tedesco Goethe, è percorrerla *“senza fretta, ma senza sosta”*.

L'ANDAMENTO DEI MERCATI

La settimana borsistica asiatica si è aperta sotto ottimi auspici (lunedì 4/9) grazie ad alcune notizie sul mercato cinese che hanno



galvanizzato gli investitori, a dispetto di dati sul PMI dei servizi (Caixin) certamente poco entusiasmanti in quanto posizionati sui valori più bassi dal dicembre 2022; in effetti, l'attenzione degli operatori si è prevalentemente focalizzata sull'intervento della banca centrale che, nel week-end immediatamente precedente, ha tagliato le riserve estere per sostenere lo yuan, la moneta domestica.

Nella fattispecie, l'azione della People's Bank of China (che porterà il coefficiente RRR al 4%) libererà 16.4 miliardi di dollari nel sistema creditizio e senza alcun dubbio la difesa dello yuan è un chiodo fisso di Pan Gongsheng, il nuovo governatore che a lungo ha gestito la Safe, l'Agenzia che per conto della banca centrale monitora i flussi in valuta estera: Pan sa bene che è necessario rallentare il declino dello yuan, specie in un contesto in cui il comparto immobiliare naviga ancora in acque agitate.

Peraltro, proprio i titoli del Real Estate a inizio ottava hanno portato buon umore in Borsa, grazie soprattutto a Country Garden che, rinegoziando i termini di pagamento per la scadenza di obbligazioni denominate in yuan, ha scatenato una nuova ondata di acquisti il cui riflesso si è traslato anche su Evergrande, che nella sola sessione di mercoledì 6 è volata di oltre il 70% alla Borsa di Hong Kong.

Oltreoceano le riflessioni in termini di politica monetaria sono continuate all'indomani dei dati sull'indice core Pce (che misura l'inflazione dei consumi al netto delle componenti più volatili, alimentari ed energetici, ed è l'indicatore più attentamente monitorato dalla FED per pianificare gli interventi operativi sui tassi), i cui valori al rialzo al 4.2% su base annua hanno alimentato commenti piuttosto univoci sulle modalità di approccio comportamentale: da un lato Bostic ha ribadito che *“la politica è già opportunamente restrittiva e occorre pazienza e cautela per non rischiare di inasprire troppo e infliggere inutili sofferenze economiche”* e, in seguito, gli ha fatto eco Waller che ha confermato la sua preferenza per il mantenimento dei tassi sui livelli attuali nel prossimo meeting della FED, in quanto *“non c'è nulla che indichi la necessità di fare qualcosa di imminente”*.

Il Fondo Monetario Internazionale, a sua volta, ha tenuto a puntualizzare la “nuova normalità” in tema di tassi, ovvero la possibilità che i tassi di interesse a livello globale non tornino più *“bassi per lungo tempo”*, in ragione del rischio di ulteriori shock dell'offerta e della montagna di debiti pubblici: in buona sostanza, l'FMI conferma la propria visione hawkish (restrittiva) sul trend dei tassi a livello globale.

I mercati, nondimeno, pur consapevoli della buona tenuta degli utili aziendali in un contesto congiunturale alquanto difficile, seguono con una certa apprensione l'evoluzione della curva dei tassi in quanto, come secondo semestre 2023, sommando le mosse delle banche centrali e l'emissione di nuovo debito USA, si stima un drenaggio di liquidità di oltre 750 miliardi di euro in Europa e di ulteriori 500-800 miliardi di dollari in USA: ossia, dopo anni di liquidità abbondante e di espansione monetaria è evidente il dietrofront; fermo restando che,



nel complesso, il sistema finanziario globale appare ancora liquido e ridondante, è innegabile comunque che i prossimi mesi si preannuncino di “scarse piogge”, al punto che qualche economista già profetizza *“un periodo in cui l’ossigeno (liquidità) su entrambe le sponde dell’Atlantico si farà più rarefatto”*.

In tale ottica, l’imponente IPO di Arm (azienda tecnologica che cura il design di chip per la maggior parte dei principali produttori di semiconduttori mondiali) che si terrà in autunno a Wall Street è vista come una sorta di cartina da tornasole degli umori della comunità finanziaria, in quanto Arm è una delle aziende tecnologiche più rilevanti a livello mondiale (e opera in un settore altamente strategico): la forchetta prezzi di assegnazione, pertanto, sarà la miglior certificazione di come gli investitori intenderanno posizionarsi sui listini azionari nei mesi residui dell’anno in corso.

Sul versante europeo, dove le aziende con tensioni finanziarie sono ormai cresciute del 20% rispetto al periodo pre-pandemico (mentre almeno 700 sono già oggi a rischio di una ristrutturazione del debito), il verbo di Lagarde non ha tradito alcun sentimento di “pietosa” comprensione, in quanto *“così come ho detto a Jackson Hole, stiamo entrando in un mondo caratterizzato da importanti transizioni sui mercati del lavoro ed energetici e nella geopolitica: tutti fattori che possono tradursi in shock dei prezzi relativi più forti e più frequenti, di conseguenza in questo mondo sarà cruciale che le banche centrali mantengano ancorate le aspettative di inflazione in modo fermo. La fiducia dei cittadini nei confronti della BCE è tornata a scendere in concomitanza con il recente aumento dell’inflazione, ma per noi assicurare che i messaggi della nostra politica monetaria arrivino a un pubblico più ampio è cruciale per la legittimità delle banche centrali indipendenti nelle democrazie”*.

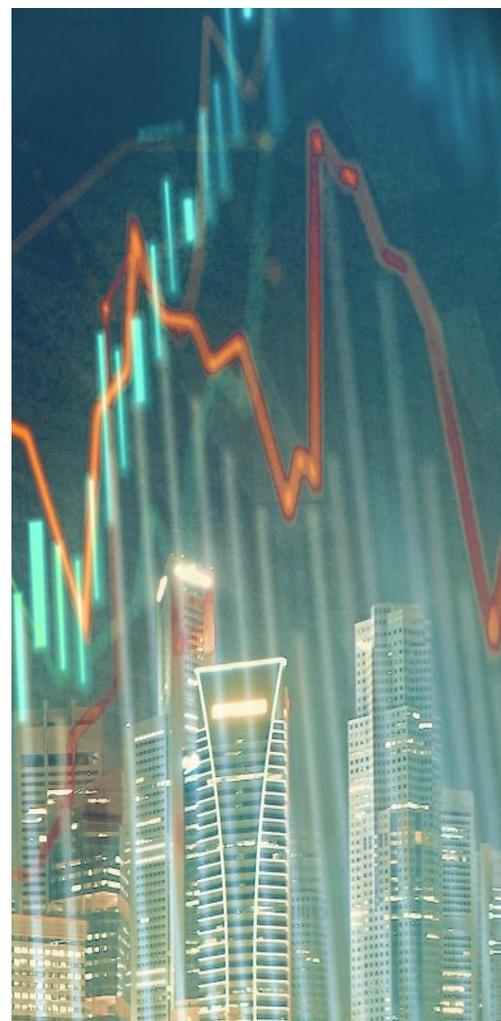
I saldi dei principali listini azionari hanno evidenziato, sul versante occidentale, un tendenziale indebolimento su base settimanale, pur in un contesto di ampia tenuta dei livelli tecnici topici, con l’S&P 500 ben oltre 4400 e l’Eurostoxx 600 in buona tenuta di 450, laddove sul fronte orientale ha ben consolidato al rialzo il Topix giapponese, particolarmente premiante grazie al comparto immobiliare; il Msci Emerging Markets, continuando ad oscillare intorno al range 970-1000 ha evidenziato chiusure settoriali settimanali non univoche, dove comunque la componente Energy si è particolarmente distinta e, a livello Paese, Malaysia e India (soprattutto) non nascondono le proprie ambizioni di testare imminenti nuovi massimi.

L’universo obbligazionario ha registrato un andamento prevalentemente laterale, con i rendimenti decennali governativi in tendenziale ascesa nella prima parte di ottava, salvo poi ritracciare nella seconda metà, a fronte di uno spread Btp-Bund intorno ai 170 punti base a conferma di rinnovata fiducia sull’Azienda Italia.

Moneta unica in tendenziale flessione nel range 1.07-1.06, così come si conferma la debolezza dello yen oltre 145, con gran beneficio della componente azionaria nipponica.



In tema di commodities, quotazioni del petrolio in direzione 90, grazie al prolungamento dei tagli produttivi da parte di Russia e Arabia Saudita, mentre l'intera area asiatica sta vivendo una sorta di "shock del riso", con previsione di prezzi in forte ascesa e relativi provvedimenti da parte dei principali Paesi: la Malaysia sta pianificando le scorte per i prossimi mesi, le Filippine hanno imposto un tetto massimo ai prezzi al dettaglio e il Myanmar ha inasprito le regole sull'export al fine di controllare le dinamiche di prezzo nel mercato interno.



FIDEURAM
INTESA SANPAOLO
PRIVATE BANKING
Asset Management

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.