

# STORIE DI CRESCITA

Gli investitori sono tornati a fare i conti con il principio di realtà, con il rischio di passare da una narrazione all'altra. Nelle fasi caratterizzate da incertezza torna il valore della gestione attiva e della selettività, anche nelle fasi di bassa crescita non mancano storie di crescita.

L'anniversario di un anno di guerra è passato.

Una strana guerra, scrivevamo la settimana scorsa, quella in cui si ha paura della sconfitta dell'avversario. Putin non vince e non vuole perdere, nel frattempo si allunga la lista degli errori previsivi. Si sono rivelate fallaci le previsioni sulla resistenza dell'esercito ucraino e sulla compattezza dei paesi europei, si sta dimostrando sbagliata anche una terza previsione: il tentativo di "congelare" l'Europa non è riuscito.

La "guerra del gas" avrebbe dovuto indebolire la compattezza dei paesi dell'Unione Europea e dividere le pubbliche opinioni, ma l'inverno mite e la inattesa rapidità con cui i governi europei hanno trovato fornitori alternativi ha mandato all'aria anche questo piano. I prezzi del gas tornati ai livelli del 2021 e non costituiscono più una minaccia, sono ancora cari rispetto alla media storica ma ben al di sotto dei livelli della scorsa estate.

La Russia ha perso il suo maggior cliente e ci vorranno anni, e un sacco di soldi, per allestire nuovi gasdotti verso l'Asia, dando con molta probabilità alla Cina la possibilità di condizionare il prezzo.

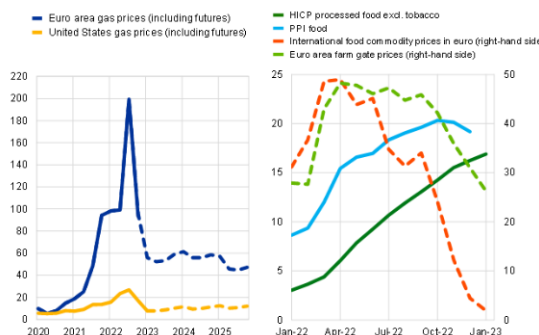
La Russia ha perso la guerra del gas e l'ha vinta l'Europa, il peggio della crisi energetica è stato superato, l'economia del Vecchio Continente si sta dimostrando più resistente di quanto si pensasse appena pochi mesi fa. La risposta alla crisi energetica è stata buona prova della capacità di reazione dei governi e di adattamento del sistema delle imprese.

Su uno dei piatti della bilancia dell'economia europea pesa il fatto che l'inflazione ancora alta erode i redditi reali e non consente allentamenti della politica monetaria. La BCE resterà restrittiva fino a quando l'inflazione si dimostrerà meno rigida nei fatti, non solo nelle previsioni, o speranze, degli operatori.

Ex malo bonum, direbbe Sant'Agostino, i maggiori costi dell'accesso al credito rafforzano la necessità di sviluppare il mercato dei capitali in un'area fortemente bancocentrica e l'opportunità di maggiore condivisione dei rischi economici all'interno dell'area Euro.



**Carlo Benetti**  
Market Specialist  
di GAM (Italia) SGR  
S.p.A.



Prezzo del gas e leading indicator dell'inflazione in Europa. Fonte ECB Blog 24 feb 2023.

Sull'altro piatto della bilancia, quello delle note positive, ci sono il calo dei costi dell'energia, la riduzione dei rischi di carenza di gas, le politiche fiscali di sostegno e le migliori prospettive dell'economia globale. Clima mite, prezzi del gas, ripristino delle catene della fornitura, riapertura cinese hanno riportato interesse e flussi di capitali verso l'Europa.

Un'altra conferma della vacuità delle previsioni, appena pochi mesi fa i prezzi del gas facevano preconizzare la recessione e le inevitabili pressioni sugli utili. In pochi mesi abbiamo invece assistito a un drastico cambiamento dello scenario, inatteso tanto quanto l'invasione dell'Ucraina un anno fa che sorprese i listini europei in una fase tonica: nel febbraio del 2022, aiutati anche dal rafforzamento dell'euro, i listini erano positivi dell'8% dall'inizio dell'anno.

Dodici mesi dopo tornano l'interesse e i flussi di denaro, lo Stoxx 600 è cresciuto di circa il 20% da ottobre e da inizio anno è davanti alla borsa americana, il Dax e Cac 40 sono ai massimi storici, Milano è a valori non visti da oltre dieci anni. Bene anche gli indici settoriali, il lusso del MSCI e i titoli bancari sono positivi da inizio anno del 17% e del 18% rispettivamente. Il premio al rischio in Europa è attualmente più interessante rispetto agli Stati Uniti.



Premio al rischio dei principali listini. Fonte GAM Investments, Bloomberg.

Gli investitori cercano buone storie nei listini europei per diversificare il portafoglio e ridurre la concentrazione sugli Stati Uniti: il P/E è inferiore a quello delle borse americane, il gap delle valutazioni tra i listini sulle due sponde dell'Atlantico si è formato nel 2016 e non si è mai chiuso, le azioni europee si presentano decisamente a buon mercato. Sempre dal 2016 si sono intensificati i flussi in uscita dai listini europei, una massa di denaro cumulata che, negli anni, ha superato i 400 miliardi di dollari.

Tutti fattori che dimostrano con la forza dei numeri l'intensità del sentiment ribassista che negli ultimi anni ha segnato i titoli europei.

Su tutto resta la profonda incertezza del prossimo futuro, il rischio politico continua a essere il braccio e il fulcro che reggono i piatti della bilancia su cui si pesano le condizioni economiche dell'Europa. L'inflazione persistente ha raffreddato la corsa delle obbligazioni: il mercato è stato catturato nella narrazione semplificatoria della Fed che avrebbe avuto facile successo nel far rientrare l'inflazione mettendo fine agli inasprimenti, gli acquisti di bond hanno sostenuto il mercato e questo effervescente avvio di anno è stato il migliore da molti anni.



La riapertura delle frontiere in Cina ha fatto impennare le prenotazioni dei voli commerciali, è aumentata anche la richiesta di voli sui jet privati. Il ritorno del ricco turismo cinese migliora le prospettive di molte società europee. Fonte Financial Times, WingX, FT Data: Andy Lin/@imandylin2.

Ora però gli investitori sono tornati a fare i conti con il principio di realtà, il mercato del lavoro negli Stati Uniti, lo abbiamo ricordato nelle ultime settimane, resiste agli aumenti dei tassi, l'inflazione rallenta la discesa e i verbali dell'ultima riunione della Fed confermano che i banchieri di Palazzo Eccles proseguiranno con i rialzi. Il tasso obiettivo si è spostato a 5,4% entro l'estate, i flussi verso i fondi obbligazionari si sono invertiti, le scosse avvertite nel mercato obbligazionario si sono estese a quello azionario.

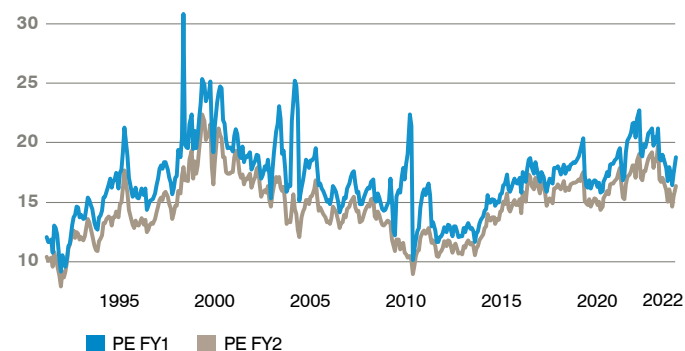
Il rischio è quello di passare da una narrazione all'altra, noi restiamo del parere che si possa, si debba, rimanere investiti in azioni anche quando c'è nebbia, anche quando si deve procedere con cautela. È naturale che l'incertezza sul futuro sia fonte di inquietudine ma se il cuore palpita, la testa sa che la crescita della ricchezza avanza sulle gambe delle aziende. In queste fasi emerge il valore della gestione attiva nel reddito fisso e nelle azioni, della attenta selezione negli investimenti alternativi, dell'asset allocation tattica implementata correttamente.

Anche nelle fasi di bassa crescita non mancano storie di crescita.

Prima di tutto in Cina e nei mercati emergenti, dove le prospettive di sviluppo sono superiori rispetto ai paesi avanzati che sono da decenni nella condizione di maturità post-industriale.

Ci sono storie di crescita in Europa, sensibile alla crescita globale e alla riapertura della Cina e al ritorno dei suoi turisti, e ci sono storie di crescita in Svizzera, dove non mancano società con le carte in regola per affrontare la fase di incertezza e che resistono all'inflazione grazie al pricing power,

La pervasività dell'avanzamento tecnologico consente nuove soluzioni e l'adozione di nuovi processi. Parafrasando Rilke (che ci perdoni se può), l'automazione "entra in noi per trasformarsi in noi". Le competenze tecnologiche costituiscono il nuovo "great divide" anche nella competizione commerciale. Le aziende devono investire in tecnologia per resistere in mercati sempre più competitivi, lo fanno con particolare intensità le aziende svizzere, per loro il miglioramento dei processi è indispensabile per recuperare in produttività lo svantaggio della valuta storicamente forte.



Valutazioni storiche delle azioni svizzere. Fonte GAM Investments, Bloomberg.

Le azioni europee, e quelle svizzere, sono le naturali protagoniste della transizione energetica: i gas devono essere compressi, le reti elettriche efficientate così come andrà adeguata l'efficienza energetica degli edifici. Gli avanzamenti tecnologici procedono con rapidità in tutta la catena del valore della produzione delle energie rinnovabili: molte società di media o piccola capitalizzazione sono protagoniste nella digitalizzazione, nell'intelligenza artificiale e nei sistemi informativi applicabili all'adozione di sistemi energetici flessibili, coerenti con l'obiettivo delle "emissioni nette zero".

Un'altra storia di crescita riguarda la medicina e la ricerca farmaceutica. Sono prossimi alla commercializzazione farmaci innovativi basati sulle proprietà dei peptidi, mini-proteine che partecipano a molte funzioni biologiche, come la risposta immunitaria o l'attività cardiovascolare, e le società leader in questo campo sono basate in Svizzera.

In definitiva, la storia dei mercati dimostra che si può, si deve, restare investiti anche nei momenti di incertezza, gli obiettivi finanziari di lungo termine non vengono compromessi dalla volatilità ma, semmai, dall'emotività.

Il tempo è sempre dalla parte delle storie di crescita, dalla parte dell'investitore.

Per maggiori informazioni visitate il sito [GAM.com](https://www.gam.com)



#### Importanti avvertenze legali:

I dati esposti in questo documento hanno unicamente scopo informativo e non costituiscono una consulenza in materia di investimenti. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di GAM nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza e alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro.