

LA NOIA

La crisi della Germania rischia di essere strutturale, crolla la produzione industriale e se i mercati scommettono sul taglio dei tassi in primavera, la BCE guarda alle buste paghe e alle tensioni in Medio Oriente. Il passaggio epocale della Germania riguarda tutta l'Europa, la fine di tre macrofenomeni segna la transizione ad una nuova epoca nella quale GAM individua cinque temi di investimento

Quando la Germania starnutisce, il resto dell'Europa prende il raffreddore.

Il libero adattamento della frase originale, riferita all'economia americana e ai raffreddori del mondo, rende onore alle sue origini europee perché fu Klemens Wenzel Furst von Metternich a pronunciarla per la prima volta. Il diplomatico austriaco pensava alla forza militare della Francia napoleonica quando disse "se la Francia starnutisce, tutta l'Europa prende il raffreddore".

Ma la rivisitazione è imprecisa, la Germania è ben oltre starnuti e raffreddore, unica tra le grandi economie alle prese con la minaccia del forte rallentamento dell'attività economica e della stagflazione. Una "ex superpotenza industriale" taglia corto Bloomberg.

I problemi si annidano nelle radici stesse del suo modello di sviluppo, fondato sulle esportazioni e sull'energia a basso costo. L'Economist torna a chiedersi, come nel 1999, se la Germania sia nuovamente "il malato d'Europa", il Fondo Monetario prevede che nei prossimi cinque anni la Germania crescerà meno di Stati Uniti, Gran Bretagna, Francia e Spagna.

Arranca soprattutto l'automotive, il fiore all'occhiello della manifattura tedesca.

L'eccellenza nei motori e nella meccanica ha però agito anche come un anestetico e l'industria automobilistica è in forte ritardo sulla transizione elettrica, agevolmente superata dai concorrenti cinesi e americani.



"Ampelmannchen", l'immagine antropomorfa dei semafori pedonali della ex DDR ancora in uso a Berlino

I mercati scommettono sulla necessità di un taglio dei tassi in primavera ma i banchieri di Francoforte tengono gli occhi fissi sulle buste paghe, nell'Eurozona aumentate mediamente del 5% all'anno.

Lo ha detto Christine Lagarde e lo ha ripetuto Isabel Schnabel, un allentamento dei tassi potrebbe innescare la "ripresa dell'inflazione", entrambe hanno fatto riferimento al mercato del lavoro, all'inflazione dei servizi "appiccicosa", agli eventi nel Mar Rosso che potrebbero essere causa di nuovi guai alle catene di approvvigionamento.



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

“Dobbiamo essere pazienti e cauti” ha detto Schnabel la settimana scorsa. È stato più concreto il Governatore Fabio Panetta che, pur avvertendo il rischio che la crescita nominale dei salari possa riaccendere l'inflazione, riconosce che “un'analisi più approfondita dei dati attenua tali preoccupazioni”. Infatti, mentre a Roma si discute Sagunto viene conquistata, in gennaio la produzione industriale tedesca è crollata, -1,6% rispetto alle attese di -0,4%.



L'output tedesco in continuo calo dopo il picco nel 2017. Indice della produzione industriale 2015=100. Fonte: Bloomberg, German Federal Statistic Office.

“Quasi quasi cambio di nuovo città, che a stare ferma a me mi viene la noia”, a Sanremo Angelina Mango evoca il cambiamento e la Germania sperimenta un passaggio epocale che in realtà riguarda l'Europa intera.

La pandemia e la guerra in Ucraina hanno accelerato l'attraversamento verso una nuova epoca, si stanno affermando nuove dinamiche e si sono esauriti tre macro-fenomeni:

1. è finita l'era dell'energia a basso costo, lo sviluppo delle economie emergenti spinge l'aumento della domanda mentre l'offerta viene limitata dalle pressioni ambientali e dagli obiettivi climatici. La transizione energetica richiederà un enorme incremento degli investimenti, “una attenzione esclusiva ai titoli “Quality Growth” scrive Niall Gallagher di GAM Investments “non coglierà le principali tendenze reflazionistiche”;
2. è terminata anche la fase di deleveraging, si è ridotto l'impulso deflazionistico. Le banche hanno diminuito la leva finanziaria e sono sovracapitalizzate, buoni argomenti per continuare a guardare con favore al settore. Anche le imprese e le famiglie hanno ridotto l'indebitamento, gli obiettivi ambientali comportano investimenti ingenti e, quindi, il prevedibile ricorso ai prestiti bancari;
3. la demografia è sfavorevole, si cominciano ad avvertire gli effetti dell'età media elevata: i “baby boomer” stanno andando in pensione, si restringe la base dei giovani lavoratori e i tassi della partecipazione femminile al lavoro sono già aumentati negli anni scorsi. I paesi europei avvertono la pressione sui sistemi della previdenza e dell'assistenza sanitaria.



Estremamente bassi gli investimenti delle società nel capex, in diminuzione dalla GCF. Fonte GAM Investments, Data Stream, Goldman Sachs Global Investment Research.

“Quanti disegni ho fatto, rimango qui e li guardo, nessuno prende vita ...”, ma la pagina di questa nuova era è tutt'altro che pigra, nel disegno del nuovo scenario GAM individua cinque temi di investimento per il medio lungo termine:

1. il primo è legato al ritorno dei tassi di interesse e dei rendimenti su livelli positivi dopo troppi anni di eccezionalità. Cambiamento decisivo, trasformativo, per il settore bancario, completamente rinnovato rispetto al 2011 e sovra-capitalizzato. Sono cambiati in senso restrittivo gli standard nell'erogazione dei finanziamenti, i livelli degli NPL sono bassi, gli accantonamenti sono alti. L'aumento dei tassi d'interesse ha favorito la redditività, si stima che uno spostamento della curva dei rendimenti di 200 punti base genera un aumento del 50% dei profitti da margini;
2. i prezzi delle risorse, soprattutto quelle energetiche, saranno più alti. Nell'ultimo decennio si è verificato un forte calo degli investimenti, la domanda, sostenuta dalla crescita delle economie emergenti, è superiore all'offerta; gli investimenti nel settore minerario sono insufficienti a soddisfare le esigenze della transizione energetica. I titoli energetici sono a buon mercato rispetto alle loro medie storiche, sia in termini assoluti che di multipli del rapporto Prezzi Utili relativo dello Stoxx 600 Europe Oil & Gas. Le società energetiche del futuro sono le società di energia rinnovabile e a basse emissioni di carbonio;
3. la decarbonizzazione è una delle priorità per Europa e Stati Uniti, siamo all'alba di un super-ciclo degli investimenti in capex, per molti anni rimasti a livelli modesti. In molti paesi le infrastrutture e lo stock di capitale sono in cattivo stato, sono necessari gli investimenti per assecondare gli obiettivi della transizione energetica: elettrificazione, nuove infrastrutture e sistemi energetici, ristrutturazione di edifici residenziali e commerciali, la decarbonizzazione di industrie e processi industriali. La spesa pubblica è in ripresa, l'Inflation Reduction Act degli Stati Uniti cambia le regole del gioco, l'Unione Europea dovrà adeguare i suoi piani e, soprattutto, cambiare la narrativa sulle virtù dell'austerità;

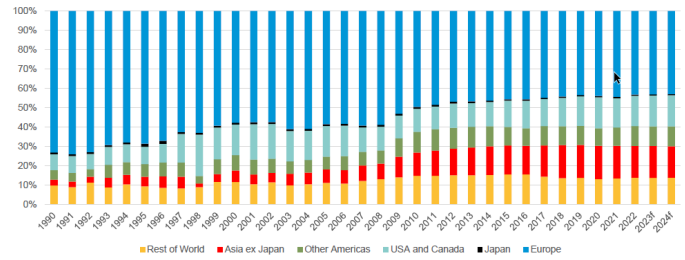
4. Lo sviluppo della classe media asiatica è un fenomeno lontano che tocca l’economia europea da vicino, centinaia di milioni di nuovi consumatori che emulano le abitudini di consumo delle economie avanzate e desiderano acquistarne i prodotti. Da qui alla fine del decennio l’Asia sarà l’epicentro dei consumi globali, uno sviluppo che interpella le società europee, leader globali nella produzione di beni di alta gamma;
5. un fenomeno decisamente trasformativo è la rivoluzione digitale negli ambiti dell’intelligenza artificiale, nell’Internet delle cose, nel 5G, nel cloud computing. Nelle stime del World Economic Forum, il 65% dei bambini che frequentano le elementari faranno lavori che non esistono ancora. La tecnologia non è solo americana, anche l’Europa ha “campioni regionali” e la possibilità di competere a livello globale.



Settore bancario Eurozona, margine di interesse da prestiti e depositi. Milioni di euro, annualizzato mensile 2013-2023. Fonte: GAM Investments, BofA Global Research estimates, ECB otto 2023.

Da tempo però, le vicende dell’economia reale non procedono di conserva con quelle dei mercati finanziari. All’origine dello scollamento ci sono stati gli interventi senza precedenti delle banche centrali e, più recentemente, le divergenze nelle performance settoriali. I mercati europei hanno reagito ai dati dell’inflazione, al calo dei rendimenti obbligazionari e alle aspettative di riduzione dei tassi di interesse nel corso del 2024.

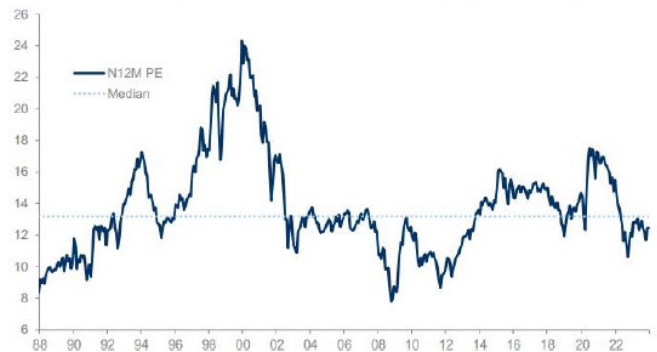
La fine dell’anno è stata scoppiettante, gennaio è stato invece più controverso, al calo della prima parte del mese ha fatto seguito una marcata ripresa che ha consentito di chiudere con il segno positivo (+1,57% MSCI Europe). Restano in atto le principali tendenze che hanno segnato il 2023 e, soprattutto, la maggiore apertura delle società europee allo scambio globale ha favorito la diminuzione della loro dipendenza alla congiuntura domestica.



Ricavi delle società europee per aree economiche, diminuisce la dipendenza dall’interscambio in Europa. Fonte: GAM Investments, Redburn.

Sono almeno due le variabili da tenere d’occhio: il calo dei prezzi del gas naturale e il crollo dei prezzi dell’energia elettrica (il prezzo del gas è il fattore marginale di determinazione dei prezzi dell’energia elettrica in molti paesi europei). I cali del prezzo del gas, causati dalla minore domanda in Germania e dall’inverno particolarmente mite, innestano un circuito virtuoso in cui il proseguimento della discesa dell’inflazione favorisce l’incremento del reddito reale disponibile delle famiglie.

Faremo i conti con una inflazione più volatile, da una parte ci saranno le pressioni verso il basso (il calo dei costi energetici) ma dall’altra gli ingenti investimenti per la transizione energetica, le dinamiche demografiche spingeranno i prezzi verso l’alto.



Valutazioni delle azioni europee, MSCI Europe - 12m Forward Price to Earnings. Fonte: GAM Investments, Morgan Stanley, 30.11.2023.

La canzone di Angelina Mango consiglia di non aver paura della noia che può essere una gradita fase “vuota” frapposta tra fasi “piene”. Anche gli psicologi dell’infanzia suggeriscono l’esperienza della noia come momento di ripensamento per i bambini, tempo prezioso di ricarica.

L’economia europea sta attraversando una fase negativa, di rallentamento, eppure per i mercati azionari europei è possibile che il 2024 sia un altro anno positivo tenendo presenti le valutazioni di partenza, il miglioramento del quadro macroeconomico globale, il potenziale di aumento delle stime sugli utili. La volatilità rimarrà probabilmente elevata, continuerà a ballare “la cumbia della noia” al ritmo delle opposte tensioni tra banchieri centrali rigoristi e mercati che scommettono sul vicino allentamento della politica monetaria.

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.