



EDIZIONE MENSILE #117 | 1° ottobre 2024

## Spagna contro Germania: il confronto economico

### EDITORIALE

- I destini della Spagna e della Germania sono stati profondamente diversi negli ultimi anni
- Punti di forza della Spagna: diversificazione energetica/economica, turismo, politiche pubbliche...
- Punti deboli della Germania: dipendenza dal settore manifatturiero e dal gas russo, invecchiamento demografico...

### STRATEGIA GLOBALE

- L'allentamento monetario da parte della Fed è iniziato col botto, ma il percorso è accidentato e serve prudenza
- Prosegue lo scenario (growth), offrendo un importante sostegno ai mercati azionari
- L'oro dovrebbe rivelarsi un porto più sicuro e continua a generare performance migliori dei titoli di Stato

### ASSET ALLOCATION

- Allocazione tattica - Nessun cambiamento di rilievo: è arrivato il momento... di stare fermi
- Azioni - Confermata la posizione neutrale mentre lo scenario (growth) prosegue
- Materie prime - Confidiamo nell'oro (portato a sovrappeso)

## Spagna contro Germania: il confronto economico

Da quando è iniziato il conflitto tra Russia e Ucraina, l'economia spagnola si è dimostrata straordinariamente resiliente, sovraperformando quella tedesca, sebbene la Germania sia generalmente considerata il motore dell'Europa. Questo trend è emerso anche durante il Campionato europeo 2024, in cui la squadra spagnola ha conquistato il trofeo dopo aver eliminato la Germania, nazione ospitante, ai quarti di finale.

Il grado di dipendenza energetica è uno dei principali fattori alla base di questo diverso andamento. La Germania, grande utilizzatrice di gas russo, ha subito il peso maggiore delle sanzioni e delle interruzioni delle forniture di energia. Questo ha portato all'aumento dei costi di produzione e dell'inflazione, che nel 2023 si è avvicinata al 6%. La Spagna, invece, oltre a dipendere meno dal gas russo vanta un miglior mix di fonti energetiche, soprattutto rinnovabili. Di conseguenza l'inflazione è più contenuta, al 3,5%. Diversificare il gioco e adeguarsi alle strategie dell'avversario ha anche permesso a La Roja di vincere le partite più importanti di Euro 2024.

Il settore del turismo, fondamentale per l'economia spagnola, ha registrato una forte ripresa dopo la pandemia. Nel 2023 milioni di visitatori si sono riversati nel Paese, favorendo la crescita del PIL, creando posti di lavoro e sostenendo le piccole imprese locali. Sebbene sia anche una destinazione turistica, chiaramente la Germania non può competere con la Spagna su questo fronte. Per fare un altro paragone tratto dal mondo del calcio, il fatto che la nazionale spagnola sia riuscita a sfruttare i suoi punti di forza, in questo caso un attacco brillante e una solida difesa, ha contribuito notevolmente al suo titolo di campione di Euro 2024.

Inoltre, mentre la Germania deve affrontare alcune grandi sfide strutturali, in particolare l'invecchiamento della popolazione e la dipendenza dall'industria manifatturiera, la Spagna ha saputo attuare riforme strutturali per migliorare la competitività e la flessibilità della sua forza lavoro. Promuovere l'innovazione, sostenere le start-up, migliorare l'istruzione e la formazione professionale: queste sono solo alcune delle misure studiate per aiutare il Paese ad adattarsi meglio

alla realtà economica post-Covid. Proprio come la squadra di calcio spagnola ha saputo reinventarsi e accogliere i giovani talenti (mi vengono in mente Lamine Yamal e Nico Williams).

Oltre al turismo, negli ultimi anni la Spagna ha investito molto in settori come l'informatica, le energie rinnovabili e i servizi finanziari. Grazie a questa diversificazione, la sua economia ha resistito meglio agli shock esterni. La Germania, al contrario, resta fortemente dipendente dal settore manifatturiero, che è stato duramente colpito dalle interruzioni delle filiere e dalle oscillazioni della domanda globale. Analogamente la Mannschaft, nonostante il suo talento e la sua storia prestigiosa, ha mostrato segni di vulnerabilità di fronte a rivali maggiormente diversificati.

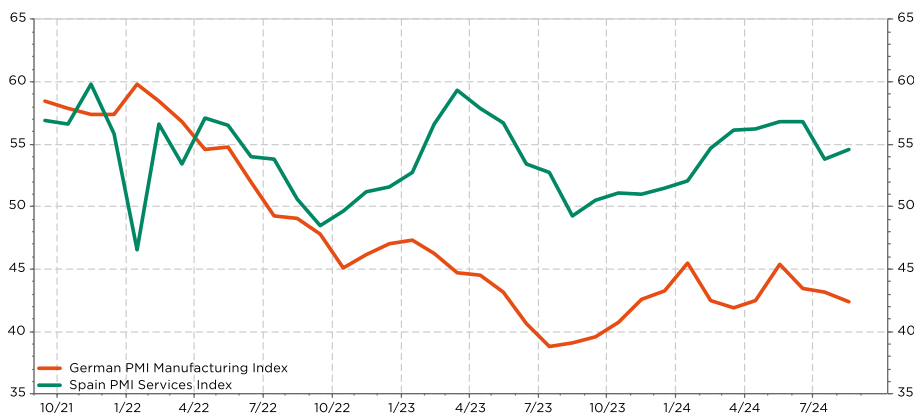
Infine, anche le politiche fiscali e monetarie hanno fortemente contribuito alla resilienza economica spagnola. Le autorità hanno attuato misure di sostegno alle imprese e alle famiglie, inclusi sussidi, tagli alle imposte e programmi di sostegno all'occupazione, che sono servite a stabilizzare l'economia e a sostenere la domanda interna. Misure analoghe sono state adottate anche in Germania, ma sono state meno efficaci a causa dei fattori energetici e strutturali sopra citati. Allo stesso modo, anche gli infortuni e gli errori tattici hanno ostacolato le decisioni strategiche dell'allenatore tedesco agli Europei 2024.

In breve, l'economia industriale tedesca, che un tempo era un modello di successo, ora fatica ad affrontare le sfide del contesto attuale. La Spagna, invece, con il suo modello di servizi diversificato e resiliente è un esempio della capacità di adattamento alla nuova realtà economica post-COVID. A nostro parere i politici tedeschi, come i membri della Mannschaft, dovrebbero rivedere le loro strategie e inserire qualche nuovo talento per risalire in classifica. La squadra spagnola, nel frattempo, dovrà continuare a brillare sulla scena internazionale.

*Scritto da François Botta, Senior Portfolio Manager*

## GRAFICO DEL MESE

Traiettorie divergenti: PMI manifatturiero tedesco vs. PMI dei servizi spagnolo



# STRATEGIA GLOBALE

## Fate la cosa giusta!

Come avevano previsto i mercati, la Fed ha effettuato un taglio dei tassi di 50 pb, segnando l'inizio del ciclo di allentamento. Questa decisione accomodante è stata motivata dal recente indebolimento del mercato del lavoro e da un calo dell'inflazione più rapido di quanto avessero previsto i membri della Fed lo scorso giugno. Di conseguenza, ora la Fed ritiene che i rischi per i suoi obiettivi di occupazione e inflazione siano sostanzialmente gli stessi, pur prevedendo una crescita economica resiliente (proiezioni di crescita del PIL invariate). La scelta di adeguare preventivamente la sua politica monetaria, anziché attuare una successiva azione correttiva in caso di recessione, probabilmente ha aumentato le probabilità del nostro scenario di soft-landing.

A questo proposito, vale la pena sottolineare due elementi insoliti rispetto ai cicli di allentamento precedenti. In primo luogo, questo adeguamento è coerente con il fatto che la preoccupazione principale della Fed si sposta dall'inflazione al mercato del lavoro: la Fed può accantonare un po' uno di questi obiettivi e concentrarsi un po' di più sull'altro. Questo significa che, contrariamente ai cicli di allentamento precedenti, aumento della disoccupazione non è sinonimo di recessione. Alla lunga potrebbe diventarlo, ma non in questa fase (iniziale). Il secondo punto, che fa da corollario al primo, è che la Fed taglia i tassi partendo da una posizione di solidità economica, non di debolezza, con l'inflazione dei servizi ancora persistente. La storia, dunque, non è più maestra. Non solo il classico trading dei periodi di tagli dei tassi (riduzione dell'esposizione azionaria, acquisto di titoli difensivi, aumento delle posizioni obbligazionarie, soprattutto la duration dei titoli sovrani, e diminuzione del credito, solo per citarne alcuni) potrebbe non funzionare questa volta, ma il percorso di allentamento della Fed potrebbe anche rivelarsi più complesso - e dunque più accidentato - del solito.

Ora che i timori di recessione sono diminuiti, gli indicatori di posizionamento/sentiment si sono stabilizzati a un livello più neutrale e le condizioni di liquidità sono tornate alla normalità dopo la pausa estiva, i mercati azionari globali hanno ripreso a crescere, toccando nuovi massimi annuali sulla scia di solide stime di crescita degli EPS per il 2024/2025. Le valutazioni sono piuttosto alte, ma questa non è una novità, e gli elevati multipli degli indici azionari celano una realtà molto più complessa, con segmenti come l'Europa e le small cap che offrono

ancora valore, al di là dei "magnifici" giganti del mercato USA. Inoltre, i fondamentali macro e micro favorevoli, insieme ai tassi più bassi, dovrebbero garantire una rivalutazione di questi segmenti.

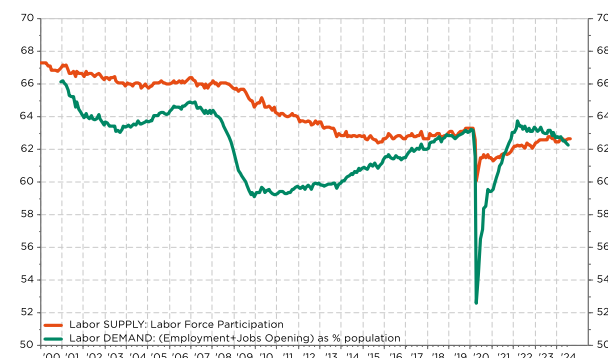
Di conseguenza, rimaniamo costruttivi sulle azioni, ma prevediamo altri picchi di volatilità del mercato (dovuti al tipo di "landing" dell'economia, alla geopolitica, all'allentamento monetario, all'andamento dell'inflazione o alle rotazioni di mercato, tra le altre cose). È probabile che questo porterà a un consolidamento dei prezzi, forse indicando rendimenti più contenuti nel breve termine. A livello di portafoglio, pertanto, manteniamo la nostra preferenza (strutturale) per i mercati azionari statunitensi, con una componente small e mid cap (a gestione attiva) e un'allocatione diversificata all'indice S&P 500 Equal Weight, che dovrebbe beneficiare maggiormente del calo dei tassi e delle pressioni sui costi. Altrove, abbiamo già ridotto l'esposizione alle azioni dell'Eurozona (a un leggero sottopeso) il mese scorso, in un contesto di crescita nuovamente in calo e con la Germania ancora in difficoltà. Continuiamo a preferire altri mercati europei, come il Regno Unito e la Svizzera.

Infine, manteniamo una posizione cautamente neutrale sulle obbligazioni, con una preferenza per il credito nella parte breve e centrale della curva rispetto al debito sovrano a lungo termine, associata alla diversificazione in oro (upgrade a sovrappeso) che, oltre a beneficiare dell'atteso ciclo di allentamento della Fed, potrebbe anche rivelarsi un porto più sicuro rispetto alle obbligazioni sovrane in caso di turbolenze politiche negli Stati Uniti, di ulteriori preoccupazioni per uno slittamento di bilancio o di uno scenario di "no-landing" (errore politico della Fed nel tagliare troppo/troppo presto i tassi).

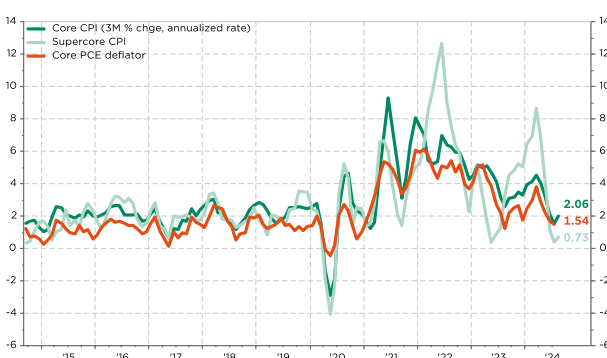
In conclusione, restiamo cautamente ottimisti e continuiamo a privilegiare un approccio *all-terrain* alla costruzione del portafoglio, con un'allocatione diversificata e ben bilanciata tra asset e settori orientata alle azioni di alta qualità; privilegiamo carry del credito e convessità di duration di alta qualità nei bond, con una allocatione significativa a oro e USD/CHF per diversificare il rischio.

Scritto da Fabrizio Quirighetti, CIO, Responsabile strategie multi-asset e a reddito fisso

### Mercato del lavoro USA: ora l'offerta supera la domanda



### Inflazione USA: di nuovo sulla buona strada per dare conforto alla Fed



## CONTATTI

DECALIA SA  
Rue du Rhône 31  
CH-1204 Genève

Tél. +41 (0)22 989 89 89  
Fax +41 (0)22 310 44 27

info@decalia.com  
www.decalia.com

Copyright © 2024 by DECALIA SA. Tutti i diritti riservati. Il presente report non può essere presentato, riprodotto, distribuito, trasmesso o altrimenti utilizzato per creare opere derivate in alcuna forma, totale o parziale, con qualsivoglia mezzo, senza il consenso scritto di DECALIA SA.

Il presente materiale ha finalità puramente informative e non deve essere interpretato né come un'offerta o una sollecitazione di acquisto o vendita di uno strumento finanziario né come un documento contrattuale. Le informazioni fornite nel presente documento non intendono costituire una consulenza legale, fiscale o contabile e potrebbero non essere adatte a tutti gli investitori. Le valutazioni di mercato, i termini e i calcoli contenuti nel presente documento sono puramente stime e soggetti a modifiche senza preavviso. Le informazioni fornite sono ritenute affidabili; tuttavia, DECALIA SA non ne garantisce la completezza o accuratezza. Le performance passate non sono indicative di risultati futuri.

Le fonti esterne comprendono: LSEG Datastream, Bloomberg, FactSet.

Stesura completata il 30 settembre 2024.