

Scritto il 3 marzo 2025

PANORAMICA DEL MERCATO MARZO

Di Dominique Marchese, Responsabile Azioni e Gestore Fondi

L'EUROPA È NEL PANICO!

Donald Trump aveva annunciato le sue intenzioni durante la campagna elettorale presidenziale. Tuttavia, l'Unione Europea (UE) sta cercando di reagire in preda al panico alle minacce dei dazi doganali e allo spostamento geostrategico americano. Dopo aver annunciato una revisione delle direttive più contestate, adottate durante il primo ^{mandato di Ursula von der Leyen} alla presidenza della Commissione, l'UE sembra voler disfare parte dei suoi programmi sulla transizione energetica, a vantaggio di un significativo rafforzamento delle sue capacità di difesa militare; le priorità sembrano essere cambiate durante l'emergenza. I mercati stanno prendendo atto delle tensioni commerciali tra gli Stati Uniti e il resto del mondo. Nel mercato azionario, i titoli azionari degli ecosistemi AI stanno subendo un duro colpo.

L'UNIONE EUROPEA COSTRETTA AD AGIRE – UN PO' DI GEOPOLITICA

Nelle ultime settimane, gli europei sono stati scossi in una misura che non ha precedenti nella storia delle relazioni internazionali tra le democrazie occidentali (discorso del vicepresidente statunitense J.D. Vance alla Conferenza sulla sicurezza di Monaco, chiare minacce di aumento dei dazi doganali del 25%, cessazione del sostegno militare all'Ucraina e restituzione degli aiuti concessi dagli Stati Uniti in cambio dell'accesso alle sue terre rare, palese disprezzo per le istituzioni dell'UE, ecc.). **Donald Trump avrà finalmente ottenuto ciò che le ripetute crisi degli ultimi anni non erano riuscite a innescare: il risveglio dell'Europa** attraverso due serie di iniziative, la prima delle quali era attesa con ansia fin dalla pubblicazione del rapporto Draghi. Da un lato, **cinque leggi omnibus sulla competitività** - la prima presentata a fine febbraio, denominata *Clean Industrial Act* - che si basano soprattutto su un lavoro di semplificazione delle norme (ad esempio limitando l'ambito di applicazione delle direttive CSRD e CS3D) e su una politica energetica più proattiva e, dall'altro, una **componente sicurezza/difesa che sancisce la volontà degli Stati Uniti di distogliere lo sguardo dalle questioni europee** e di fare la pace in Ucraina sulle spalle del Vecchio Continente. Per quanto riguarda la competitività, c'è ancora molto da fare, come abbiamo spiegato nella nostra precedente lettera mensile. Per la difesa, gli sforzi richiesti sono giganteschi e sollevano la questione delle priorità delle politiche comunitarie tra la lotta al riscaldamento globale, il sostegno alla competitività dei settori in difficoltà (automobile, siderurgia, chimica, ecc.) e gli aumenti dei bilanci militari. **I mercati finanziari hanno scelto: il forte aumento dei titoli azionari europei della difesa e le tensioni sui tassi di interesse riflettono le speranze di un radicale cambiamento di rotta in Europa.**

Ricordiamo tuttavia che durante il primo mandato di Ursula von der Leyen come Presidente della Commissione (2019-2024), l'adozione del *Green Deal* e del piano di ripresa denominato *NextGenerationEU* avevano ampiamente contribuito ad alimentare una bolla di valutazione nel settore delle energie rinnovabili e dell'idrogeno, una bolla che nel frattempo si è schiantata contro il muro delle realtà della crisi energetica del 2021-2022 (il caso dell'idrogeno è il più simbolico). Anche i titoli azionari europei della difesa sono destinati a subire la stessa sorte, dopo aver registrato performance azionarie eccezionali nelle ultime settimane? La domanda può sembrare assurda, data la volontà dei governi europei di aumentare la spesa militare - si parla di centinaia di miliardi di euro - per dare credibilità alla propria politica estera e recuperare una certa autonomia strategica nei confronti degli Stati Uniti. La gestione della crisi economica legata alla pandemia (emissione di un debito comune) e il trattamento della crisi energetica (innegabile successo nella sostituzione delle importazioni di gas russo) hanno convinto i mercati della capacità degli europei di reagire rapidamente ed efficacemente nei periodi di caos. Nel caso in questione, vale a dire la ridefinizione delle relazioni internazionali, ci si può tuttavia sorprendere che l'Europa sia rimasta così inattiva nelle settimane successive alla vittoria di Donald Trump alle elezioni presidenziali del 5 novembre 2024. Le crisi politiche in Francia e Germania, nonché il periodo di transizione prima dell'ingresso nella corsa della nuova Commissione europea spiegano in parte questa letargia. Tuttavia, il primo ^{mandato} di Donald Trump (2017-2021), le sue posizioni sulla guerra in Ucraina, il suo programma elettorale e i suoi discorsi non lasciano spazio a dubbi: l'Europa occidentale dovrebbe assumersi una quota sempre maggiore della propria difesa e non fare più affidamento esclusivamente sull'ombrello offerto dalla NATO. È

legittimo pensare che l'UE abbia atteso troppo, mentre la nuova amministrazione americana sta oggi confermando la svolta strategica degli Stati Uniti: il loro unico avversario resta la Cina, gli altri Paesi, anche quelli considerati amici o alleati, sono nella migliore delle ipotesi solo dei partner con cui lo Zio Sam stipula transazioni.

L'Unione europea e il Regno Unito dispongono dei mezzi umani, finanziari e industriali necessari per soddisfare le loro ambizioni militari? Stiamo andando verso un ingresso obbligato in una "economia di guerra", espressione ampiamente abusata da leader politici più attenti alla comunicazione che all'azione, come Emmanuel Macron nel giugno 2022 e, più di recente, il suo ministro dell'Economia, Éric Lombard? **Questo nuovo shock, questa volta geopolitico, rafforzerà ulteriormente l'interventismo dello Stato nell'economia, che approfitta di ogni crisi (subprime , debito sovrano, riscaldamento globale, pandemia, crisi energetica, ecc.) per rafforzare la sua presa sulla società attraverso una valanga di norme e regolamentazioni?** Le conclusioni del rapporto Draghi sulla competitività dell'Unione hanno però come corollario la necessaria riduzione del potere di disturbo dello Stato accentratore nell'economia, di una riduzione del suo raggio di intervento di fronte all'inconfutabile bisogno della sfera privata di più ossigeno, libertà, tranquillità, spazio, ecc., una politica che l'Amministrazione americana punta proprio a dispiegare oltreoceano, con forti deregulation e tagli fiscali finanziati con aumenti delle tariffe doganali.

Il problema geostrategico che si presenta è il seguente. Dalla fine della Guerra Fredda, gli europei hanno sempre utilizzato il settore della difesa come variabile di aggiustamento del bilancio, il più delle volte a favore di politiche sociali, sfruttando la sicurezza offerta dalla NATO. L'abbandono di ogni volontà di potenza fu sinonimo della fine del servizio militare, di una notevole riduzione degli investimenti in equipaggiamento, di un calo della produzione di scorte di munizioni e di una evidente perdita di cultura militare tra le élite e le nuove generazioni che non avevano vissuto le guerre nel Vecchio Continente. **Tornare indietro sarebbe una sfida che metterebbe inevitabilmente in discussione la finalità e quindi l'organizzazione stessa dell'Unione** (costruita soprattutto come un vasto mercato unico). Una difesa comune e acquisti condivisi di equipaggiamenti richiederebbero più emissioni di debito congiunte, una revisione delle regole di bilancio europee - eliminando il settore della difesa dal calcolo dei deficit - e probabilmente più federalismo, poiché la difesa non è un settore riservato dell'Unione. Si tratterebbe di una vera e propria rivoluzione culturale, dato che ciascuno dei ventisette Stati membri dell'UE esprime sensibilità a dir poco molto diverse in materia di politica estera (difficoltà a concepire una posizione comune nei confronti di Turchia, Cina, Russia, ecc.).

Il fulcro della guerra resta il denaro. Tuttavia, possiamo dubitare della capacità dell'UE e dei suoi Stati membri di tenere contemporaneamente impegnati diversi progetti che richiedono ingenti risorse finanziarie. Il rapporto Draghi stima la necessità annuale di investimenti pubblici e privati in 750-800 miliardi di euro all'anno (il 5% del PIL dell'UE) per recuperare il divario di competitività accumulato da almeno un decennio e rafforzare così il potenziale di crescita economica. In assenza di un vero e proprio bilancio dell'UE, l'ultimo piano di ripresa, presentato come eccezionale nelle sue dimensioni e nel suo formato - l'emissione di debito comune - è stato di 750 miliardi di euro, ripartiti su più anni. A causa della mancanza di progetti e di

competenze umane, occorre sottolineare che i fondi sono ben lungi dall'essere completamente utilizzati. Come circostanza aggravante, il finanziamento avrebbe dovuto basarsi su nuove risorse specifiche dell'Unione attraverso un meccanismo di tassazione delle emissioni di CO2 alle frontiere. Poiché i paesi mercantilisti, guidati dalla Germania, alla fine si sono opposti, il meccanismo di adeguamento del carbonio riguarderà solo le importazioni di prodotti di base (acciaio, cemento, fertilizzanti, alluminio, ecc.) a partire dal 2026 e non i prodotti semilavorati e finiti importati: una sciocchezza. I fondi ottenuti saranno quindi ampiamente insufficienti a rimborsare i programmi di aiuto agli Stati che saranno quindi chiamati in ultima analisi a contribuire! **Gli investimenti nella transizione ecologica presuppongono esigenze immense, sottovalutate dai governi europei** : il caso del notevole ritardo della Germania nella revisione completa della sua rete elettrica, regolarmente sull'orlo del collasso, è un caso da manuale. **Infine, l'invecchiamento demografico del Vecchio Continente è diventato ingestibile nei paesi che non hanno preso in considerazione la piramide delle età nell'attuazione delle loro politiche sociali** : questa è l'origine del blocco politico in Francia. **In sintesi, l'Europa dovrà scegliere: o salvare il pianeta o proteggere i propri confini rilanciando un'industria della difesa che non rientra nei settori privilegiati dalla tassonomia europea, volta ad attrarre flussi di capitali verso le attività più ecologiche** : l'autonomia strategica impedisce di privilegiare l'acquisto di equipaggiamenti americani. **I circoli progressisti dovranno mangiarsi il cappello!** Quando saranno al potere - la loro influenza è ancora decisiva, come dimostra il contenuto già criticato della prima legge omnibus - non mancheranno di rallentare gli sforzi degli europei per conquistare la loro autonomia strategica. **In cifre, la spesa militare dei Ventisette ammonta a 326 miliardi di euro nel 2024, in aumento del 30% rispetto al 2021 (a prezzi correnti), ovvero meno del 2% del PIL dell'Unione** , rispetto ai circa 850 miliardi di dollari di quella americana, ovvero quasi il 3% del PIL. In altre parole, **per raggiungere il 3% del PIL europeo** , obiettivo simbolico ma da considerarsi minimo, **occorrono poco meno di 200 miliardi di euro di spesa aggiuntiva all'anno**. E queste cifre saranno ben lontane da una cosiddetta "economia di guerra"! Alla fine della Guerra Fredda, nel 1986, gli Stati Uniti spendevano ancora il 6% del loro PIL per la difesa; il picco fu raggiunto durante la guerra di Corea, con il 14% nel 1953.

L'unica buona notizia: la spesa militare russa raggiungerà a malapena i 130 miliardi di euro nel 2025 (oltre il 6% del PIL). Le dimensioni dell'economia dell'Unione restano una risorsa evidente per finanziare il suo cambiamento strategico.

La mancanza di capacità predittiva dei governi europei negli ultimi vent'anni potrebbe essere ridicola se non riflettesse un'evidente influenza dell'ideologia nella gestione degli affari pubblici. Qualcuno dirà che la presa di coscienza della nuova Commissione Europea è tardiva; altri che al contrario sia sotto l'influenza di gruppi di pressione industriali, poco inclini a difendere l'ecologia. Ciò che sta accadendo sotto gli occhi degli investitori è in ogni caso storico. A lungo termine, questa crisi porterà a due eventualità opposte: o un'Europa più integrata, le cui istituzioni saranno ridefinite, con un bilancio federale degno di questo nome, che richiederà un'unione dei mercati dei capitali e una maggiore integrazione fiscale, o l'ipotesi di una minaccia esistenziale se gli Stati membri non riusciranno a mettersi rapidamente d'accordo sull'essenziale. L'andamento degli indici azionari europei sembra indicare la preferenza degli investitori.

GLI INDICI USA RESPIRANO , L'EUROPA ESULTA

Mentre gli indici europei sfruttano appieno la speranza di una rinascita dell'Unione (risultati delle elezioni tedesche, bussola della competitività), i mercati americani segnano il passo. I principali indici azionari, i cui membri sono ponderati in base alla loro capitalizzazione di mercato, stanno chiaramente soffrendo il calo delle performance dei "Magnifici Sette" (i leader tecnologici Alphabet, Amazon.com, Apple, Nvidia, Meta Platforms, Microsoft, Tesla), penalizzati dagli interrogativi sulla redditività degli investimenti nell'intelligenza artificiale (IA) generativa, in particolare dopo gli annunci riguardanti la startup cinese DeepSeek (leggi la nostra lettera mensile di febbraio). Dal picco raggiunto lo scorso dicembre, l'indice di queste sette icone del mercato azionario americano è sceso di circa il 15 %. In realtà, è l'intero ecosistema dell'intelligenza artificiale a soffrire sul mercato azionario da diverse settimane: semiconduttori, apparecchiature per data center e produttori di energia sono soggetti a prese di profitto a volte pesanti, data l'elevata visibilità in determinati segmenti. L'intensificarsi delle tensioni commerciali e la debolezza della fiducia dei consumatori americani contribuiscono inoltre all'indebolimento degli indici

americani, accompagnato da un calo dei rendimenti dei titoli del Tesoro (tasso a 10 anni al minimo degli ultimi quattro mesi).

Questa ventata di aria fresca da Wall Street è ovviamente benvenuta, dato l'elevato costo delle azioni americane in generale, e più in particolare nei settori tecnologici. Soprattutto, conferma l'urgente necessità di diversificare meglio i portafogli di investimento, al di fuori degli indici troppo concentrati, perché costruiti sulla base delle capitalizzazioni di borsa. Notiamo che il principale indice del mercato azionario americano equamente ponderato (ogni componente ha un peso identico indipendentemente dalla sua capitalizzazione di mercato) ha avuto una tendenza a sovraperformare negli ultimi mesi. Questa sfiducia nell'intelligenza artificiale generativa in ultima analisi avvantaggia l'Europa, i cui indici sono meno esposti ai settori tecnologici. I gestori internazionali stanno orientando i propri investimenti a favore degli asset europei meno quotati, il che favorisce in particolare il settore bancario, cresciuto del 25% dall'inizio dell'anno.

CONCLUSIONE

È innegabile che gli europei siano consapevoli della necessità di un segnale di sveglia, ma sarà necessario fare molto di più per rimediare al decennio perduto e far sì che l'Unione sia rispettata sulla scena mondiale. La migliore performance delle borse europee dall'inizio dell'anno, in un clima economico che resta comunque complessivamente cupo, riflette sia le speranze suscitate dalla ripresa

europea sia l'elevato costo degli indici americani. Tuttavia, gli investitori non potranno più accontentarsi di un catalogo di buone intenzioni e non potranno tollerare l'esecuzione imperfetta di ambiziose politiche pubbliche decise dall'alto. La gestione instabile e in definitiva deludente del programma di ripresa *NextGenerationEU* è un esempio che non dovrebbe ripetersi.

DISCLAIMER

Il contenuto di cui sopra è stato prodotto e distribuito da Pure Capital SA. È fornito solo a scopo informativo e mira a presentare le attività di gestione della società Pure Capital SA (di seguito "Pure Capital") nonché a fornire informazioni sulle sue strategie di investimento. Le informazioni e i dati (inclusi testi e supporti fotografici) contenuti nel presente documento sono protetti da copyright e qualsiasi riproduzione o distribuzione degli stessi a terzi, in tutto o in parte, senza la preventiva autorizzazione di Pure Capital è vietata.

Pure Capital si riserva il diritto di modificare o variare i dati contenuti nel presente documento in qualsiasi momento e senza preavviso.

Il presente documento non deve essere in alcun modo interpretato come un'offerta di acquisto/vendita di uno strumento finanziario o come un'attività di sollecitazione o sollecitazione all'acquisto o alla vendita di strumenti finanziari o di investimento. Tutte le informazioni qui pubblicate sono fornite esclusivamente a scopo informativo e non costituiscono consulenza in materia di investimenti. Tuttavia, non può essere data alcuna garanzia circa la loro accuratezza o completezza. Le presenti informazioni non sono state redatte in conformità ai requisiti legali che promuovono l'indipendenza della ricerca sugli investimenti e devono pertanto essere considerate una comunicazione di marketing. Sebbene tali contenuti non siano soggetti ad alcun divieto di utilizzo prima della loro diffusione (ad esempio per l'esecuzione di ordini), Pure Capital non cerca di trarne profitto.

Per ulteriori dettagli sui prodotti di investimento, i documenti ufficiali di vendita (il Documento contenente le informazioni chiave per gli investitori, il prospetto, la relazione semestrale e la relazione annuale) sono disponibili gratuitamente su richiesta presso Pure Capital SA (di seguito "Pure Capital") (tel.: +352 26 39 86) o consultando il sito web www.purecapital.eu.

Le informazioni contenute nel presente documento sono fornite in buona fede e non possono impegnare la responsabilità di Pure Capital.

Non vi è alcuna garanzia che gli obiettivi di investimento saranno raggiunti. I risultati passati non sono un indicatore affidabile dei risultati futuri. Le prestazioni possono variare nel tempo. Il valore patrimoniale netto del portafoglio dipende dall'andamento del mercato. Ogni fondo di investimento è quindi soggetto alle fluttuazioni del mercato e l'investitore può recuperare solo una somma inferiore a quella investita.

Il titolare del tuo conto potrebbe addebitare commissioni di custodia annuali o commissioni di custodia. Variano da una struttura all'altra. Per conoscerli, informatevi.

Il presente documento vi viene fornito a condizione che non costituisca una base primaria per alcun investimento. Ogni investimento dovrebbe essere il risultato di una decisione sufficientemente informata e consapevole.