

# WEEKLY UPDATE

6 novembre 2023



## UNIONE EUROPEA E CRISI DEMOGRAFICA: UNA QUESTIONE NON PIÙ RIMANDABILE

Il primo dato storico che doverosamente va menzionato per introdurre il delicato e complesso tema della crisi demografica è che, almeno fino al 1700, la crescita della popolazione globale è stata lenta e discontinua, in ragione dell'effetto compensativo tra altissima mortalità infantile ed elevato tasso di fertilità.

In seguito, con il progredire della scienza e lo sviluppo industriale degli ultimi cento anni la popolazione mondiale è più che quadruplicata velocemente e, a tutt'oggi, cresce in media dell'1% all'anno, con un ribaltamento di valori rispetto all'epoca passata: se prima era l'altissima mortalità a tenere bassa la crescita demografica, in futuro sarà la ridotta fertilità il fattore condizionante.

Ora, numeri alla mano, le ultime proiezioni statistiche a cura delle Nazioni Unite indicano che la popolazione mondiale sfonderà la soglia dei 10 miliardi di abitanti entro il 2100, ma la velocità di crescita sarà dimezzata rispetto ai livelli di mezzo secolo fa, dopo essere scesa per la prima volta sotto l'1% nel 2020.

Se, dunque, accade che:

1. La popolazione mondiale continua a crescere, ma a un ritmo decrescente;
2. La popolazione anziana tende ad aumentare sia in numero che in percentuale sul totale;
3. La migrazione internazionale sta avendo un impatto importante sulle tendenze demografiche di alcuni Paesi;

DOCUMENTO A CURA  
DEL TEAM GESTIONE  
PRODOTTI AZIONARI,  
OBBLIGAZIONARI E  
SOLUZIONI DI  
INVESTIMENTO di  
Fideuram Asset  
Management SGR



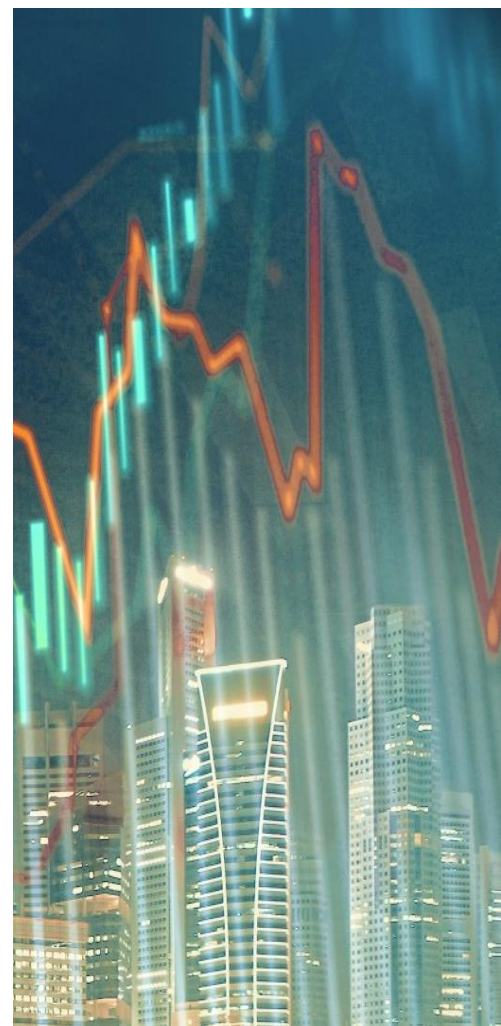
FIDEURAM  
INTESA SANPAOLO  
PRIVATE BANKING  
Asset Management

ne deriva che, ormai, le politiche economico-industriali dei singoli Stati sovrani non possono più prescindere dalla variabile demografica che, anzi, dovrebbe essere parte integrante di una sorta di “modello di crescita globale”.

Ne sa qualcosa, ovviamente, anche la Commissione europea per la quale ormai la questione deve essere trattata a livello continentale, come eurozona appunto, e non meramente lasciata alle singole iniziative dei Paesi membri: anche perché non c'è solo l'invecchiamento della popolazione, in quanto la crisi si traduce in un forte aumento dell'immigrazione in alcuni Paesi del Nord Europa, unitamente a forti flussi di emigrazione in alcuni Paesi dell'Est Europa.

In tale ottica, proprio nei giorni scorsi la Commissione europea, con il dichiarato obiettivo di fronteggiare la competitività di Cina e India, ha individuato *“le quattro piste che proponiamo ai Paesi membri: misure per conciliare vita lavorativa e vita professionale, una strategia di formazione delle generazioni più giovani, nuovi sostegni alle generazioni più anziane e nuove politiche a favore dell'immigrazione legale verso l'Europa”*.

Secondo un recente sondaggio Eurobarometro, peraltro, la questione demografica preoccupa 7 europei su 10, il che la dice lunga sul fatto che ormai a Bruxelles la materia sia considerata ai gradini più alti della scala delle priorità; per di più, l'esecutivo comunitario nella sua recente relazione ha fatto notare alcuni aspetti spesso ignorati: *in primis, “il legame tra inquinamento e invecchiamento, ovvero le persone più anziane producono pro capite un ammontare più elevato di emissioni nocive rispetto alle persone più giovani”* e entro il 2060 si stima che i cittadini con più di 65 anni contribuiranno al 39% dei gas inquinanti. Secondo le statistiche più aggiornate, a causa dell'invecchiamento la popolazione europea toccherà un picco intorno al 2026 e si ridurrà gradualmente nei prossimi decenni, ma *“mentre la popolazione in età lavorativa è destinata a diminuire, l'indice di dipendenza degli anziani è destinato ad aumentare”*; pertanto, la quota della UE nella popolazione mondiale continuerà a scendere (dall'attuale 6% a meno del 4% nel 2070) riducendo quindi sia il margine di contribuzione all'economia globale sia il peso geopolitico. Da un punto di vista della pianificazione strategica, l'andamento della demografia impatta non solo sulle finanze pubbliche, ma anche sulla produttività dell'economia, sulla specializzazione della forza lavoro, sui livelli di dipendenza economica sul piano internazionale: già nel 2025 si calcola che la *silver economy*, cioè l'economia dedicata agli anziani, peserà per oltre il 28% del PIL europeo. Premesso che l'Italia risulta tra i Paesi con più basso tasso di fertilità e tasso di occupazione femminile, sotto il profilo meramente migratorio si rilevano forti asimmetrie all'interno del Vecchio Continente; la Bulgaria, ad esempio, ha perso negli ultimi 30 anni il 20% della sua popolazione per via dell'esodo giovanile, mentre l'Olanda negli ultimi 20 anni ha sperimentato un



incremento degli abitanti del 15%, con gravi riflessi sul fronte delle infrastrutture in termini di carenza di abitazioni, scuole e ospedali. Nello scacchiere globale dei flussi migratori e dei processi di invecchiamento, dunque, una cosa appare certa: la demografia può cambiare gli equilibri economici globali e, nella fattispecie specifica, i rischi di Europa e Cina a causa dell'invecchiamento della popolazione sono tangibili. In quest'ultimo caso, nella Terra del Dragone oggi il problema è che non solo si nasce poco ma si muore ancora meno; con il risultato che l'accelerato invecchiamento della popolazione rischia di fare della Cina la prima nazione al mondo che invecchia prima ancora di essere diventata ricca: nello specifico, stando alle più recenti stime di fonte governativa, entro il 2035 ben 400 milioni di cinesi avranno più di 60 anni e rappresenteranno il 30% sul totale, senza contare che entro il 2100 la popolazione cinese complessiva scenderà verosimilmente sotto i 600 milioni, con una prospettiva ben diversa rispetto alle previsioni demografiche per gli Stati Uniti dove la popolazione, pur invecchiando, continuerà a crescere.

India e Africa, poi, giocano un campionato a parte, spinte da una popolazione giovane e pronta per il mondo del lavoro; premesso che le economie avanzate di oggi perderanno inevitabilmente peso nel PIL globale, l'aumento della popolazione attiva può comunque aprire grandi opportunità per i Paesi a basso reddito: l'India, parte dell'Africa e del Medio Oriente potrebbero riuscire a cogliere il dividendo demografico che viene dai giovani, o meglio dalla quota elevata di persone al lavoro rispetto ai pensionati a carico. In particolare, *“l'India ha già mostrato che può crescere, ha la popolazione più grande al mondo e avrà un ruolo più rilevante nell'economia mondiale”* ma, come precisato da Philip ÓKeef (esperto di demografia della Banca Mondiale), *“il dividendo non è automatico ma, come nel caso dei Paesi dell'Asia orientale, dovuto al fatto che hanno potuto disporre di istituzioni e politiche particolarmente valide”*: la qual cosa, suona come un monito rivolto in particolare all'Africa, dove la popolazione giovane agisce da terreno fertile in chiave di dinamica demografica, fermo restando che, se un grande numero di giovani adulti non ha accesso all'istruzione, ne possono discendere effetti frenanti in tema di produttività e decollo dell'economia domestica (a cui si aggiungano, per l'Africa e non solo, *“problemi mai superati legati a corruzione, instabilità e guerre”*). In ultima istanza, dunque, non deve meravigliare il quadro sintetico dipinto dalla vice presidente della Commissione europea (D. Suica), secondo cui *“la questione demografica è intimamente connessa al tema della democrazia; in assenza di politiche specifiche, il rischio è di assistere a nuove forme di malcontento, con forti ripercussioni anche a livello anti sistemico”*.

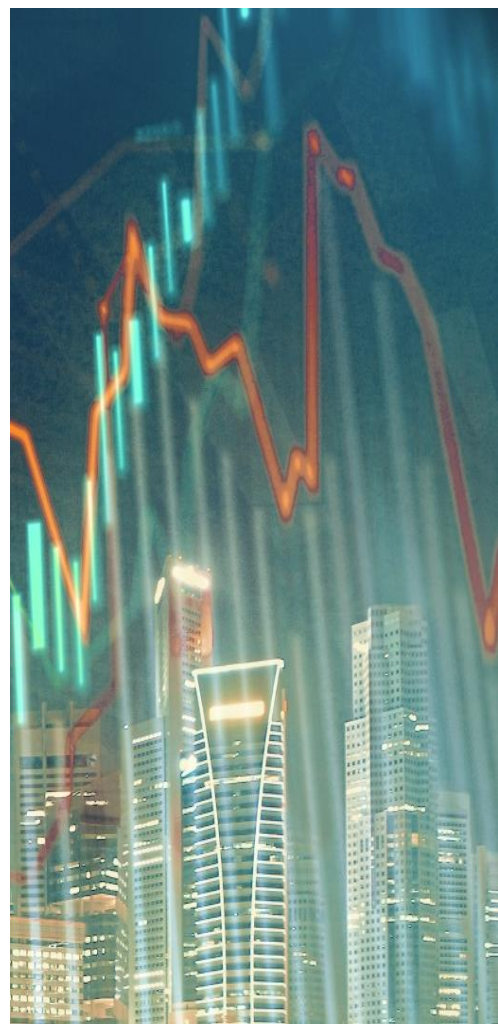


## L'ANDAMENTO DEI MERCATI

Settimana d'esordio del mese di novembre all'insegna dell'ottimismo sui mercati azionari globali, verosimilmente suffragato dall'interazione di almeno tre fattori concomitanti:

- a) la percezione che il conflitto israelo-palestinese, per quanto cruento e ancora nelle fasi embrionali, possa rimanere circoscritto all'area del Medio Oriente senza coinvolgimento diretto di Stati-leader come l'Iran;
- b) l'apprezzamento per i numeri complessivi esibiti nelle trimestrali americane, dove il 78% delle società quotate all'interno dell'indice S&P 500 ha battuto le stime sugli utili e il 62% ha riportato sorprese positive in termini di fatturato. Non solo, ma il tasso di crescita degli utili per l'S&P 500 è stato del 2.7% e ben nove settori hanno riportato utili più alti rispetto alle stime di fine settembre, mentre il *forward P/E ratio* (ovvero anticipato in base agli utili attesi per i prossimi 12 mesi) esplicita numeri al di sotto della propria media a 5 e 10 anni, dunque ancora con una sottovalutazione di fondo in base al profilo storico. Infine, un forte contributo alla sorpresa positiva sugli utili è venuto proprio da quei comparti, finanziario e tecnologico, che tradizionalmente rappresentano il motore della crescita (anche se la trimestrale di Apple, attesissima giovedì 2 a mercati chiusi, ha archiviato ricavi in lieve flessione dell'1% in quanto ha pesato la difficile congiuntura cinese e l'andamento sottotono di prodotti quali i Mac e gli Ipad).
- c) il sentiment dominante positivo relativo al mese di novembre che, a livello ciclico-statistico, si identifica di norma come un periodo performante per la componente azionaria; per di più, ha senz'altro giovato l'accordo che General Motors ha siglato con i sindacati americani, ponendo fine ad uno scontro dialettico che si protraeva dal 15 settembre, con non poco imbarazzo per il mondo imprenditoriale americano, poco avvezzo a scendere a patti con i propri dipendenti.

Nella mattinata di martedì 31, poi, era molto attesa la riunione della banca centrale giapponese (BOJ) e, ancora una volta, il governatore Kazuo Ueda ha annunciato di aver lasciato i tassi invariati al -0.1% confermando così la sua politica monetaria incentrata sui tassi negativi; l'istituzione ha confermato inoltre il target dei tassi dei titoli di stato allo zero per cento, alzando tuttavia la parte più alta della banda di oscillazione all'1% dallo 0.5% precedente, rendendo di fatto più flessibile la politica di controllo della curva dei rendimenti (YCC). La Bank of Japan ha rivisto al rialzo l'outlook sull'inflazione del Giappone relativa al prossimo anno fiscale, prevedendo ora un CPI (prezzi al consumo) al +2.8%, ben oltre il +1.9% previsto tre mesi fa, anche se poi di fatto la riconferma di una politica accomodante si è subito riflessa in un ulteriore indebolimento dello yen che, comunque, non ha mancato di premiare i mercati azionari del Sol Levante. L'atteggiamento prudente del governatore della BOJ, peraltro, si è



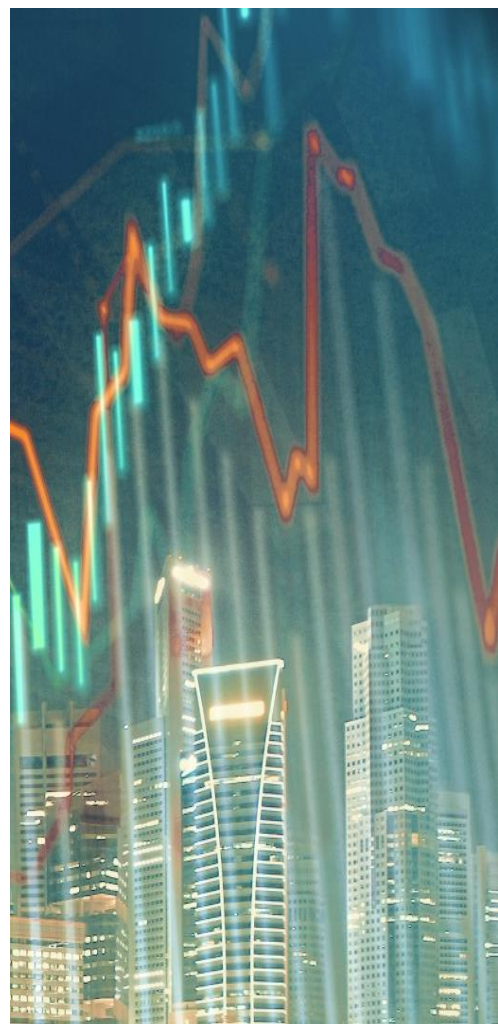
ben sposato con le tesi di fondo di due “pesi massimi” quali la Banca Mondiale e il Fondo Monetario Internazionale; nel primo caso, il nuovo presidente Ajay Banga ha sottolineato che *“le tensioni geopolitiche rappresentano la più grande minaccia per l’economia mondiale e i rischi non dovrebbero essere ignorati dalla comunità internazionale: siamo in una fase molto pericolosa”*, mentre la numero uno del Fondo Monetario (Georgieva) ha dichiarato che la cooperazione internazionale in un mondo diviso è essenziale per combattere una fase di crescita globale lenta che persisterà per anni insieme a tassi di interesse elevati (*“l’inflazione è ancora alta e ciò richiede che i tassi rimangano elevati, gettando ulteriore acqua fredda sulla crescita”*).

Decisamente più entusiasta, al contrario, è parsa la Segretaria al Tesoro USA (J. Yellen), secondo la quale l’aumento dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine negli ultimi mesi è il risultato di un’economia forte e non è collegata all’aumento del deficit fiscale ma, anzi, *“è principalmente un riflesso della resilienza che le persone vedono nell’economia”*: tesi, peraltro, ben suffragata dall’esplosione del PIL al +4.9% su base annua, anche se un economista del FMI (B. Albuquerque) non ha mancato di rimarcare che, negli Stati Uniti, 516 aziende quotate in borsa hanno presentato istanze di fallimento tra gennaio e settembre 2023, dopo essere sopravvissute per anni con un debito crescente e vendite in contrazione (cosiddette *“società zombie”*).

Per quanto riguarda il Vecchio Continente, i dati sull’inflazione di ottobre hanno certificato un marcato ribasso (al 2.9% da precedente 4.3%), scendendo sotto la soglia del 3% per la prima volta dalla prima metà del 2021 in ragione degli effetti favorevoli dei prezzi energetici, mentre il PIL dell’Eurozona si è contratto dello 0.1%, registrando la prima flessione ascrivibile all’effetto combinato di crisi energetica e conflitto russo-ucraino; nello specifico, il PIL tedesco è risultato in stagnazione, anziché in contrazione, in quanto a consumi privati in ribasso si è contrapposto un contributo positivo degli investimenti.

I banchieri centrali dell’Eurotower, d’altra parte, si dicono fiduciosi di aver individuato la cura giusta in quanto *“riteniamo che i tassi di riferimento siano su livelli che, se mantenuti per un periodo sufficientemente lungo, forniranno un contributo sostanziale al tempestivo ritorno dell’inflazione al target del 2%”* (De Guindos) anche se, opportunamente, Kazimir non ha voluto alimentare facili illusioni respingendo le aspettative degli investitori riguardo a tagli dei tassi nella prima metà del 2024, definendo queste scommesse *“completamente fuori luogo”*.

Mercoledì 1 novembre, poi, è arrivato l’attesissimo giorno della riunione della FED, da cui sono emersi i seguenti punti focali: come da attese, la FED ha lasciato i tassi invariati come nella precedente riunione di metà settembre, senza nuove proiezioni sugli stessi; il comunicato stampa e la conferenza stampa non hanno fatto emergere alcun elemento degno di nota, ma certamente i mercati hanno apprezzato l’assenza di messaggi che potessero supporre un ennesimo rialzo dei tassi come imminente; Powell ha ammesso che



il recente significativo rialzo dei tassi d'interesse di mercato ha determinato, congiuntamente con la relativa debolezza dei mercati azionari e con la forza del dollaro, un inasprimento delle condizioni finanziarie. Le prospettive di politica monetaria restano certamente ancora restrittive e le parole d'ordine chiave sono sintetizzabili con il "procedere con cautela", verificando l'evoluzione dei dati "riunione per riunione".

Infine, alla luce di quanto argomentato, resta confermato il nostro scenario centrale secondo cui il ciclo restrittivo di politica monetaria può considerarsi concluso con il rialzo dei tassi deciso a fine luglio e la restrizione delle condizioni finanziarie degli ultimi mesi rafforza questa previsione. I dati sul mercato del lavoro (*NonFarm Payrolls*) di venerdì 3 poi, dopo che mercoledì 1 gli occupati ADP erano risultati in crescita ma meno del consenso, hanno confermato il trend con 150.000 nuovi occupati in luogo dei 180.000 stimati, dove il rallentamento della crescita occupazionale è risultato più marcato per il settore privato, che ha registrato un incremento degli addetti di 99 mila unità, il minimo dallo scorso giugno (con particolare debolezza nel commercio e trasporti e nel segmento *Leisure & Hospitality* mentre, all'opposto, il settore pubblico si è confermato particolarmente robusto).

Similmente, anche i dati sulla dinamica salariale di ottobre sono risultati meno forti del previsto, così come la *survey* condotta presso le famiglie è risultata più debole delle attese, avallando il nostro scenario di fondo che prospetta un marcato rallentamento dell'economia USA a partire dal trimestre in corso, trainato principalmente da una decelerazione della crescita dei consumi, a sua volta determinata da una significativa moderazione della dinamica del reddito disponibile.

I principali listini azionari hanno dimostrato di apprezzare le parole concilianti di Powell, esibendo diffusamente saldi ampiamente positivi, con l'S&P 500 al gran recupero di 4300, l'Eurostoxx 600 di nuovo oltre 440 e, sul versante orientale, con il Topix giapponese saldamente sopra 2300 e lo Shanghai Composite capace di riagganciare quota 3000 (con il PMI servizi Caixin confermatosi sopra la soglia 50, dunque in fase espansiva).

Universo obbligazionario premiante, con rendimenti decennali governativi americani in calo in direzione 4.50% e corrispettivi tedeschi nell'intorno del 2.60%, a fronte di uno spread Btp-Bund piuttosto tonico e ampiamente sotto i 200 punti base (persino al test dei 185 pb). Moneta unica sempre in trend laterale (da inizio ottobre) con puntata settimanale al test di 1.07 mentre, in tema di commodities, il petrolio, da un massimo settimanale a 85, si è progressivamente indebolito poiché il conflitto Israele-Hamas resta ancora confinato entro binari circoscritti; all'opposto, quotazioni della soia in persistente ascesa su forti riduzioni dell'offerta globale che, invece al contrario, continua a mostrarsi robusta per il cotone, le cui quotazioni sono scese ai minimi degli ultimi tre mesi.



## 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.*

## **DISCLAIMER**

Il presente documento è pubblicato da Fideuram Intesa Sanpaolo Private Banking Asset Management SGR S. p. A., 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 ("Fideuram Asset Management SGR").

Questo documento è prodotto in un numero limitato di copie, esso è rivolto e strettamente riservato ad intermediari autorizzati o investitori professionali e non è destinato alla distribuzione al pubblico. Le informazioni contenute nel documento, pertanto, sono confidenziali e non dovranno mai essere, in tutto o in parte, divulgate a terzi, né copiate, distribuite, trasmesse o riprodotte. Fideuram Asset Management SGR declina qualsiasi responsabilità in caso di diffusione e/o consegna del presente documento a terze parti. Le informazioni, le opinioni e i dati contenuti in questo documento non costituiscono in alcun modo ricerca, raccomandazione, consiglio di investimento, consulenza all'investimento o altra forma di consulenza e sono soggetti a modifiche. I dati, ove non diversamente specificato, non tengono conto del regime fiscale applicabile.

Questo documento non ha finalità di, né costituisce in alcun modo un'offerta di acquisto o vendita o 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. Per ulteriori informazioni è possibile contattare la Società al seguente indirizzo di posta elettronica [FIComunicazione@fideuramsgr.it](mailto:FIComunicazione@fideuramsgr.it). Se non diversamente specificato, tutte le informazioni contenute nel presente documento sono aggiornate alla data che appare sulla prima pagina di copertina.

**QUESTA PUBBLICAZIONE SI COMPONE DI N. 8 PAGINE. DATA DI PUBBLICAZIONE: 6 NOVEMBRE 2023**