

# WEEKLY UPDATE

16 dicembre 2024



## LA CRISI FRANCESE: POLITICA, FINANZIARIA E DI IDENTITÀ

Il 15 giugno 1848, sulla rivista “Il Risorgimento”, Camillo Benso, Conte di Cavour, scriveva che:

*“La Francia è tuttora in un grave stato di crisi politica. Noi crediamo che l’esito della lotta tra i partiti, che si prepara nelle contrade di Parigi, sarà conforme alle nostre speranze e che il partito onesto ne riuscirà trionfante e rinvigorito. Il governo provvisorio, col rimandare ad un’epoca indefinita il rimborso dei vaglia del Tesoro, si appigliò ad un rimedio doloroso ed estremo, ma indispensabile nelle circostanze in cui le finanze si trovavano”.*

Esattamente 176 anni dopo, la storia di ripete: certo, con sfumature e contenuti diversi, come è ovvio che sia, ma nella sostanza la crisi che la Francia sta vivendo oggi è nel contempo politica e finanziaria. Tutto è iniziato a giugno, quando il presidente Macron ha convocato elezioni anticipate dopo la sconfitta del suo partito alle elezioni europee, con la diretta conseguenza che le urne hanno consegnato un Parlamento ampiamente frammentato e ingovernabile. In seguito, la crisi è esplosa attorno al bilancio proposto da Barnier (ex Primo ministro), concepito per ridurre il deficit pubblico dal 6.1% al 5% entro il 2025, come richiesto dalla Commissione europea. Il piano includeva tagli alla spesa per 40 miliardi di euro e aumenti fiscali per 20 miliardi, ma le misure sono state aspramente criticate a livello interno in quanto ritenute eccessivamente austere per i cittadini e, anche se Barnier rappresentava una garanzia per Bruxelles (scelto proprio per riportare la Francia sulla strada della disciplina fiscale), alla fine le dimissioni di quest’ultimo sono risultate inevitabili, con conseguente proposta, da parte di Macron, di un governo di interesse generale (esecutivo di unità nazionale che lo stesso Macron, venerdì 13, ha

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

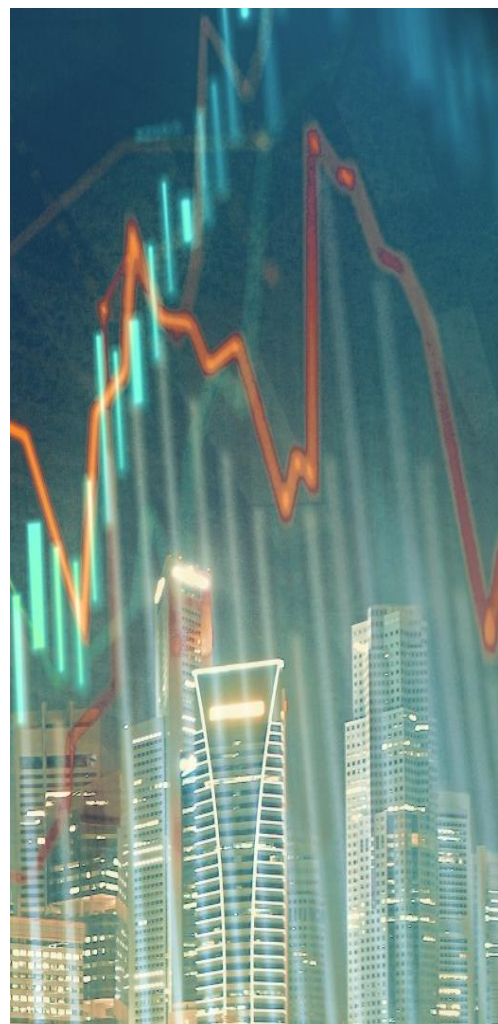
affidato a François Bayrou in qualità di nuovo capo del governo francese ) che punti ad approvare quanto prima la legge di Bilancio.

Sotto il profilo strettamente economico, è pur vero che nel terzo trimestre del 2024 il PIL ha evidenziato un incremento pari allo 0.4%, favorito dall'effetto dei Giochi Olimpici e dalla accelerazione della spesa dei consumatori, che hanno riportato un incremento dello 0,6% dopo il dato invariato del trimestre precedente, ma è altrettanto innegabile che il mercato guardi con una certa attenzione i numeri del bilancio pubblico di Parigi: il deficit è al 6.2% del PIL (con previsioni che puntano al 7% nel 2025), il disavanzo primario (quello al netto della spesa per interessi) è il più alto d'Europa a -4% e il debito pubblico è al 112.7% del PIL (e, inutile dirlo, in continua crescita).

Ora, la questione è semplice, almeno sulla carta: questi numeri, soprattutto quelli relativi al deficit, necessitano di una manovra correttiva, ma senza un governo stabile e con un Parlamento spaccato in tre risulta oggettivamente difficile ipotizzare un futuro esecutivo che sia in grado di approntarla. Quel che per ora appare manifesto è che la Francia produttiva soffre: non come la Germania forse, ma le difficoltà sono palesi. A ottobre l'indice del manifatturiero, pubblicato giovedì 5, è rimasto stabile, segnalando stagnazione, ma la tendenza mostra una progressione lentissima. Dalla fine della pandemia, la produzione non è aumentata più del 3%, per poi iniziare (da aprile) una lenta, progressiva flessione e, soprattutto, non sono mai stati recuperati i livelli pre-pandemici. In più, anche nel comparto *automotive*, che in Francia resta importante, le immatricolazioni sono rimaste a livelli molto bassi: dopo aver toccato un minimo a luglio 2022 sono risalite fino ad aprile per poi ripiegare di nuovo, sempre restando al di sotto dei minimi della crisi del 2013, certificando di fatto la difficoltà delle famiglie e la riduzione del potere d'acquisto, che è poi diventato uno degli elementi chiave delle recenti campagne elettorali. Per non dire poi del tema dei fallimenti aziendali, malgrado il peso ancora importante dei prestiti garantiti dallo Stato: la chiusura delle imprese è costata quattro miliardi l'anno alle casse pubbliche, alla ricerca di un equilibrio difficilissimo. Per quanto riguarda poi i guai finanziari della Francia in senso stretto, già il 28 novembre qualcuno aveva coniato la definizione di "mondo al contrario" quando i tassi sui titoli di stato francesi (a cinque anni) sono stati scambiati sul mercato al 2.58% rispetto al 2.4% dei corrispettivi greci anche se, di fatto, come opportunamente sentenziato da un economista:

*"Tutti i nodi economici vengono al pettine e la sfiducia al governo Barnier ha fatto precipitare la fiducia in Francia. Del resto, Oltralpe non si registrava un voto di sfiducia al governo dal 1962 e quel che è peggio non era mai accaduto che il Paese si trovasse senza legge di bilancio (che per il 2025 prevedeva interventi a favore dell'economia per ben 60 miliardi)".*

Senza contare poi, stando al report pubblicato qualche giorno fa dall'*Eba Risk Assessment* (ERA), che nella UE le banche francesi sono nettamente quelle con la maggiore esposizione ai titoli di Stato emessi dal proprio Paese. Con ben 526 miliardi di euro di bond pubblici in portafoglio, i gruppi transalpini hanno un'esposizione al rischio sovrano che è pari al doppio di quella che hanno le banche italiane verso i Btp e di quella delle banche spagnole verso i Bonos (in entrambi i casi pari a 250 miliardi, mentre le maggiori banche tedesche detengono complessivamente 120 miliardi di Bund). Si aggiunga che, oltre che in valore assoluto, i prestiti concessi allo Stato francese dalle banche transalpine sono i più elevati anche in termini relativi: lo stock di bond sovrani in portafoglio è pari al 10.6% del totale dei



prestiti a bilancio e proprio questa maxi esposizione è la causa principale della sottoperformance in Borsa rispetto al resto d'Europa anche se, ovviamente, a nessun analista è sfuggito che:

*“Non siamo di fronte ad un problema solamente francese e soprattutto i margini di manovra dal punto di vista finanziario sono ormai strettissimi. Il problema fondamentale del rapporto debito/PIL è un denominatore che in tutti i grandi Paesi europei (con l'unica eccezione della Spagna) è inchiodato a valori di “zero virgola” anche per il 2025, come rilevato nel recente Economic Outlook dell'Ocse: ci vorrebbe una grande risposta su scala europea”.*

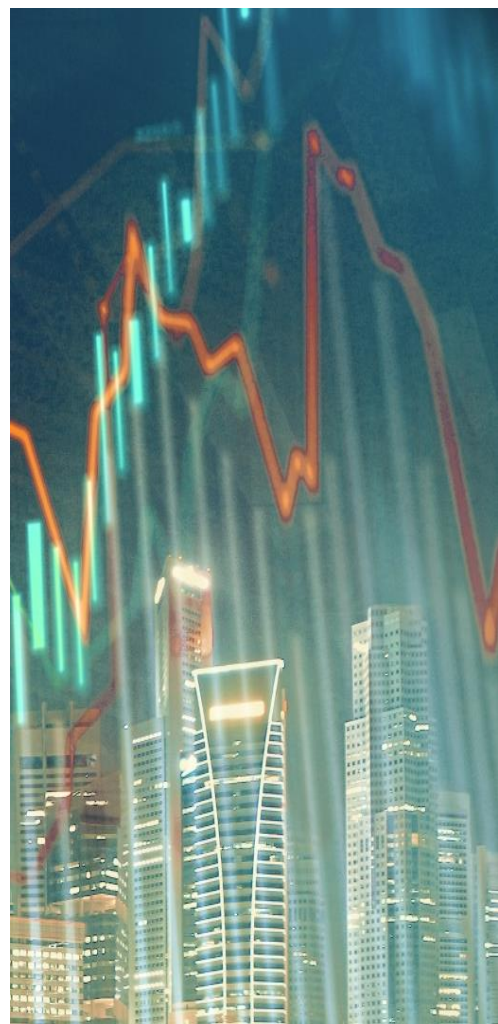
Le agenzie di rating, a loro volta, hanno scelto per ora una strada “attendista” nelle loro valutazioni; a fine novembre S&P Global ha confermato il rating della Francia a “AA – outlook stabile”: un aggiornamento abbastanza sorprendente, se si pensa che l'agenzia aveva precedentemente declassato il rating da “AA” a “AA –” a maggio 2024, mentre Moody's (a fine ottobre) aveva confermato il rating a “Aa2” pur portando l'outlook “da stabile a negativo”, dando anche preavviso per un ulteriore eventuale declassamento, così come, similmente, si era espressa Ficht: e poteva andare anche molto peggio, se non fosse per la fiducia di cui comunque ancora gode il forte impianto istituzionale francese. In realtà, però, la crisi di fondo non è solo politica e finanziaria, ma anche identitaria e culturale. In merito alla prima questione, secondo lo storico Georges Bensoussan:

*“Ci sono due punti in comune tra le rivolte nelle banlieue francesi del 2005 e quelle del luglio 2023: il punto di partenza è stato in entrambi i casi la morte di un giovane francese proveniente da vecchie comunità di immigrati, da una gioventù che ritiene di essere vittima di una politica di segregazione dello Stato”.*

Tali episodi hanno fatto emergere le problematiche relative all'istruzione e alle strutture familiari, in uno sfondo di povertà dominato da contesti familiari monoparentali: con l'inevitabile conseguenza che:

*“L'integrazione, e più ancora l'assimilazione, non funzionano per una parte di questa gioventù, immigrati di terza generazione; all'origine di questo disastro ci sono i flussi migratori di massa che, a forza di raggruppare popolazioni non omogenee, hanno prodotto un isolamento e un sentimento di esclusione dalla nazione: con il risultato che, quando viene superata una soglia demografica, l'identità di origine prevale su quella del Paese di accoglienza”.*

Inoltre, se non bastasse, anche il tema culturale è sintomatico di non poche tensioni all'interno del Paese che fu retto dal “Re Sole” (Luigi XIV, che governò per 72 anni fino al 1715). La sfida della Francia di oggi, in effetti, è quella di una convergenza tra la conferma del carattere laico dello Stato secondo la legge della laicità varata nel 1905 (che implica una rigida separazione tra sfera pubblica e sfera privata), tra sfera del principio educativo e cultura e appartenenze fortemente connotate da pratiche di osservanza religiosa che attraversano la società francese: un tema e un problema, cioè, che nel quadro francese sono aperti dagli anni '80 non solo per le migrazioni in senso stretto, ma anche rispetto alle inquietudini interne e ai malesseri che interessano settori non marginali presenti all'interno del mondo cattolico francese. Insomma, forse esagerava Victor Hugo quando proclamava che, “senza la Francia il mondo sarebbe solo”, ma certo è che all'Eurotower, oggi più che mai, si augurano che le tensioni politico-



finanziarie francesi rientrano quanto prima, con buona pace della crescita dell'Eurozona, dell'inflazione e dei tassi sotto controllo e, ovviamente, di una continuativa serenità dei mercati.

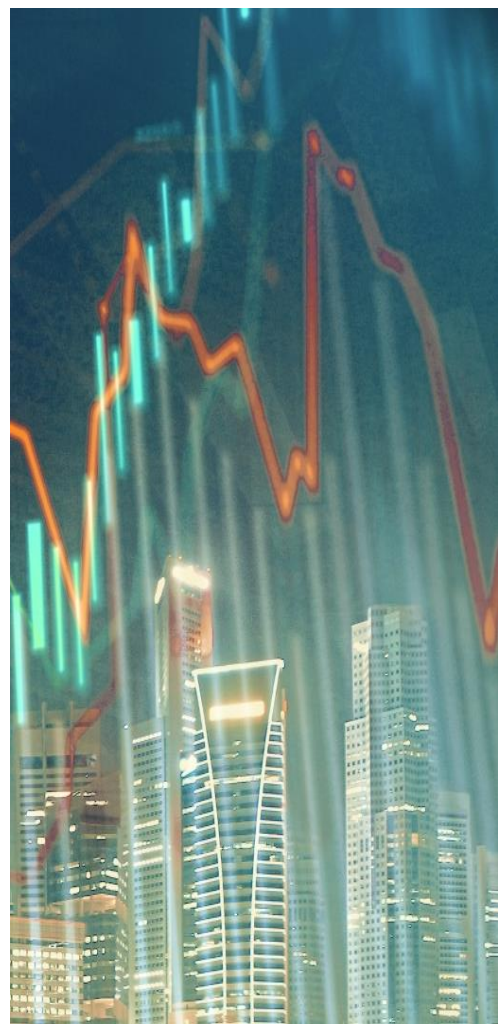
## L'ANDAMENTO DEI MERCATI

Dopo l'ennesimo record, all'avvio del mese di dicembre, dell'S&P 500, sempre più galvanizzato dall'indice ISM che ha confermato la forte accelerazione dell'economia USA, la seconda ottava decembrina, prudentiale nelle aperture (lunedì 9) sia sul versante orientale che occidentale, ha subito stimolato un dibattito presso la comunità finanziaria internazionale circa le prospettive borsistiche attese nelle ultime settimane del 2024, ovvero: la festa dei "Tori" potrebbe continuare fino a tutto il 31/12?

Diciamo subito che, almeno da un punto di vista statistico, le probabilità giocano a favore. In effetti, la stagionalità indica che dicembre è il mese che presenta meno probabilità di rovinare la performance: dal 1928 solo in un'occasione si è rivelato essere il peggiore mese dell'anno. In altri termini, posto che in finanza si suole dire che *"l'economia difficilmente muore di vecchiaia, più facilmente viene assassinata"*, nel mese di dicembre, salvo che non arrivi l'inatteso "assassino" (il cosiddetto "cigno nero"), difficilmente si assiste a forti ribassi dalle parti di Wall Street. È pur vero, va ricordato per dovere di cronaca, che il dicembre 2018 è stato tutt'altro che benevolo per i portafogli degli investitori, ma è altrettanto innegabile come il quadro complessivo di riferimento fosse allora molto differente. Powell, all'epoca, mantenne un atteggiamento palesemente restrittivo nonostante la crescente volatilità dei mercati e, per tutta reazione, il Vix salì fino alla soglia 36 certificando un diffuso stato d'ansia presso le sale operative di mezzo mondo. A tutt'oggi, al contrario, non solo l'indice di volatilità risulta ampiamente compresso (sotto quota 15), ma vi sono anche forti probabilità che la banca centrale americana tagli i tassi di 25 punti base nella riunione di dicembre: con grande compiacimento da parte delle principali case di investimento, che continuano ad ostentare un marcato ottimismo anche per tutto il 2025 (se non altro in quanto tassi più bassi e aliquote fiscali più contenute dovrebbero continuare a spingere la locomotiva americana). Il Board della FED, peraltro, continua a privilegiare un approccio prudente e guardingo alla politica monetaria; mentre Goolsbee (FED di Chicago) non nasconde le proprie speranze che *"la neutralità possa essere in vista entro la fine del prossimo anno"*, in realtà altri banchieri centrali USA sembrano prediligere il maggior realismo delle evidenze numeriche, senza concedere troppo spazio ad affrettate e illusorie conclusioni. Waller, ad esempio, ha riconosciuto che i dati recenti hanno sollevato la possibilità che i progressi sull'inflazione possano bloccarsi a un livello significativamente superiore al 2%, così come Mary Daly ha chiaramente lasciato intendere di essere una sostenitrice di *"un approccio più graduale all'adeguamento della politica monetaria"*.

Beth Hammack, a sua volta, ha tenuto a precisare che *"siamo al punto, o quasi, in cui ha senso rallentare il ritmo della riduzione dei tassi"*, citando un'economia forte e un'inflazione ancora elevata, e sulla stessa falsariga si è espresso pure Powell, ricordando che *"l'economia degli Stati Uniti è solida, è più forte di quello che pensavamo: la crescita è chiaramente più forte di quel che credevamo e la buona notizia è che possiamo permetterci di essere più cauti mentre si procede a ridurre i tassi di interesse verso la neutralità"*.

Per quanto poi riguarda gli attesi dati sull'inflazione d'oltreoceano di mercoledì 11, stavolta non vi sono state notizie particolarmente eclatanti,



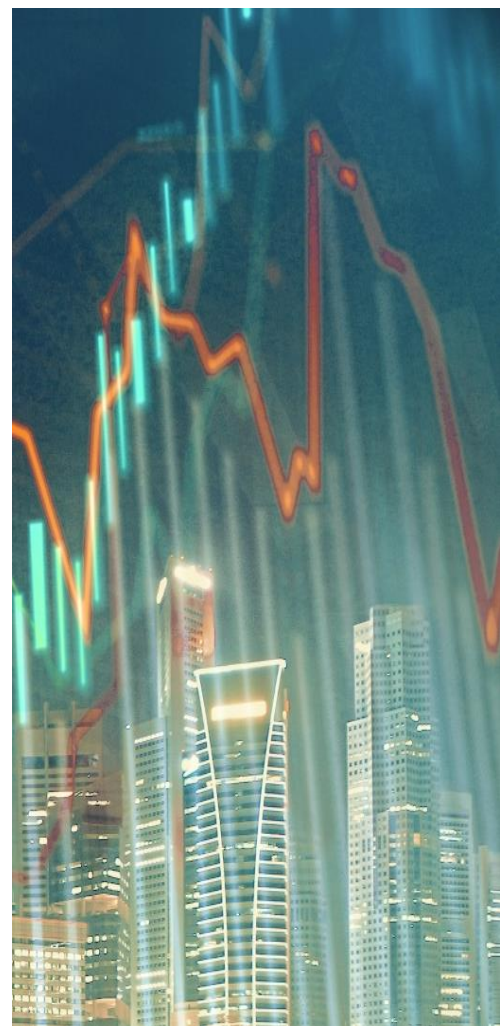
salvo una lieve sorpresa al rialzo dei prezzi USA in novembre, pur in un contesto in cui gli affitti hanno rallentato in modo significativo, il che rappresenta di gran lunga l'aspetto più positivo del dato diffuso mercoledì 11; nel complesso, la voce dell'abitazione ha registrato un aumento in novembre dello 0.21% m/m contro una media dello 0.38% nei tre mesi precedenti, portandosi su ritmi addirittura inferiori a quelli prevalenti nel biennio prima della pandemia: si tratta, ovviamente, di uno sviluppo particolarmente favorevole per le prospettive di rientro dell'inflazione verso il 2%. Dettagliando meglio le voci, comunque, la sorpresa al ribasso negli affitti è stata compensata da una sorpresa al rialzo nel comparto dell'auto e in quello dei servizi per viaggi e turismo; i prezzi delle auto usate sono aumentati (+2.0% m/m) per il terzo mese consecutivo, mentre i prezzi delle auto nuove hanno registrato l'incremento più elevato (+0.6% m/m) dall'ottobre del 2022 (gli aumenti dei prezzi delle auto usate dovrebbero proseguire peraltro anche nei prossimi mesi, mentre nel comparto del turismo si è registrato un aumento molto forte dei prezzi delle camere d'albergo (+3.2% m/m, anche in questo caso massimo dall'ottobre del 2022). In sintesi, pertanto, appare pertanto largamente probabile che la FED proceda ad un altro taglio di 25 pb nella riunione del FOMC di mercoledì 18, come ampiamente atteso dai mercati. Se sulla dinamica dei tassi, dunque, le logiche comportamentali appaiono tutt'altro che nitide e univoche in termini di intenti, sul debito globale invece impera ormai una granitica certezza: il mondo, stando all'ultimo report *Global Debt Monitor* pubblicato dall'*Institute of International Finance* (IIF), è sempre più stretto nella morsa debitoria. Numeri alla mano, di record in record, il debito globale continua ad avanzare e ha ormai raggiunto i 323mila miliardi di dollari, senza peraltro dare cenni di riuscire ad arrestare la propria corsa; premesso che la tendenza alla crescita dei finanziamenti contratti da Stati, famiglie, imprese e banche non rappresenta certo una novità (dato che è in atto ormai da due anni), il fattore rilevante sta nel fatto che il terzo trimestre del 2024, con quasi 10mila miliardi in più, ha fatto registrare il terzo maggior incremento di sempre, dopo le impennate del secondo e quarto trimestre 2020 dovute alla crisi pandemica. Nel dettaglio:

*“Un fattore chiave di questo recente indebitamento è stato l'eccezionalismo degli Stati Uniti e la forza della crescita del PIL, che ha rafforzato la propensione al rischio globale e ha contribuito al lento ma costante declino del rapporto debito/PIL mondiale”.*

Peraltro, va anche sottolineato che proprio la stabilizzazione di quest'ultimo indicatore, circa al 326% e inferiore di circa 30 punti percentuali rispetto al massimo storico raggiunto al culmine della pandemia, evita che al momento vi sia un'escalation di allarmismi in termini di solvibilità, anche se, *“si tratta pur sempre di una dinamica legata in parte all'effetto benefico dell'inflazione, che ha contribuito ad aumentare il valore della crescita nominale”.*

A proposito di crescita, quella economica, secondo le ultime stime dell'Ocse il quadro globale non aiuta: la ripresa si consolida e il PIL mondiale crescerà del 3.2% nel 2024 e del 3.3% nei prossimi due anni, ma al tempo stesso le tensioni geopolitiche e il protezionismo tariffario potrebbero rappresentare due seri fattori di rischio.

La stessa Lagarde, intervenendo qualche giorno fa in un'audizione parlamentare a Bruxelles, non ha nascosto le preoccupazioni della BCE sull'andamento dell'economia nell'Eurozona, ora più che mai dominata da *“prospettive incerte”*; nello specifico:



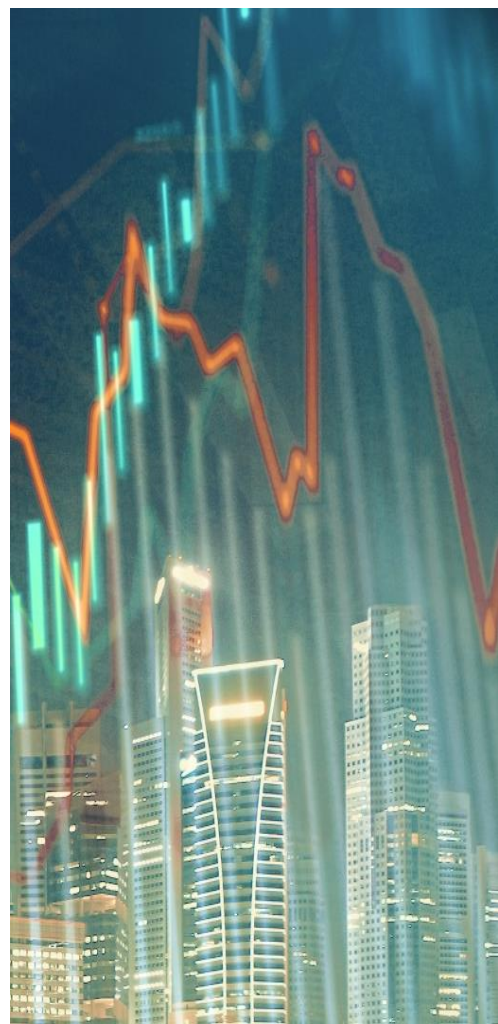
*“Le indagini di mercato suggeriscono che la crescita sarà più debole nel breve termine, per via di una frenata nel settore dei servizi e di una continua contrazione del settore manifatturiero, e le prospettive economiche a medio termine sono incerte e dominate da rischi al ribasso”.*

Nella sostanza, a detta degli analisti, l'Europa si trova in una sorta di “tunnel”, in ragione del fatto che le contemporanee crisi di Francia e Germania in qualche misura lasciano senza guida il Vecchio Continente e, proprio in tale ottica, è sempre più ascoltata e condivisa la voce di Fabio Panetta (governatore di Bankitalia) il quale, auspicando *“Francoforte forte come la FED”*, ribadisce energicamente che *“l'Eurotower può permettersi di normalizzare la sua politica monetaria, in questa fase dovremmo focalizzarci più sulla debolezza dell'economia reale”*. E proprio in tema di politica monetaria, nella scorsa ottava le sale operative erano fortemente concentrate sulla riunione della BCE, da cui sono emersi i seguenti punti salienti:

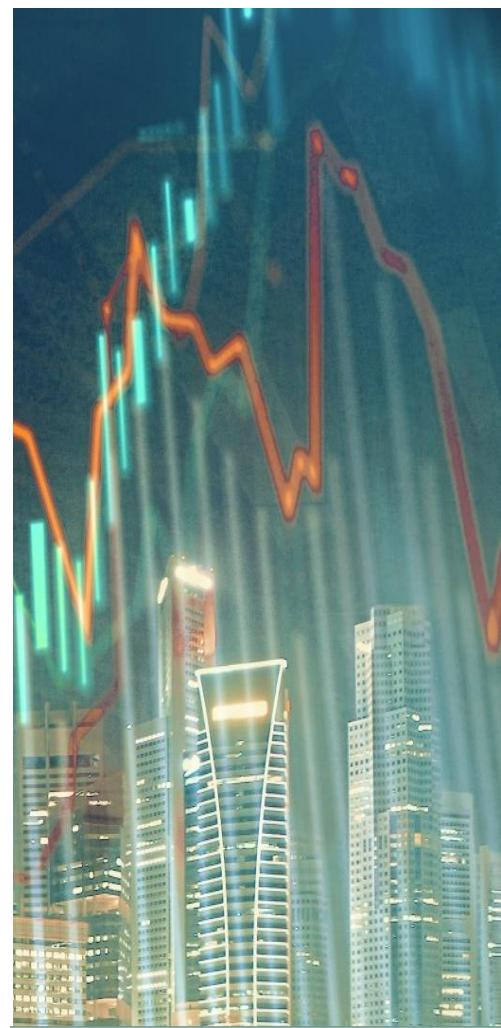
1. La BCE, come da attese, ha tagliato ancora i tassi di 25 pb (il quarto taglio da giugno), portando il tasso sui depositi al 3.00%;
2. La conferenza stampa, nel complesso, è risultata molto poco informativa, ma è parso anche evidente come la BCE non abbia, almeno al momento attuale, alcuna intenzione di deviare dal percorso di riduzione dei tassi di 25 pb a riunione (finora seguito);
3. La banca centrale ha comunque preso atto del diverso contesto macroeconomico di riferimento in cui sta operando (ora decisamente più favorevole ad un rientro dell'inflazione all'obiettivo) e ha scelto di togliere il riferimento al fatto che *“è necessario che i tassi di interesse restino ad un livello restrittivo per un periodo sufficientemente lungo di tempo”* dal comunicato stampa emesso alla fine della riunione;
4. A livello di inflazione prospettica, sono state presentate per la prima volta anche le previsioni per il 2027 che certificano l'attesa della BCE di un'inflazione sostanzialmente all'obiettivo nel medio termine: il lieve rialzo sopra il 2% previsto per l'inflazione complessiva nel 2027 (al 2.1%) discende dal fatto che per allora l'EU *“Emission Trading System”* sarà pienamente operativo;
5. Lagarde ha ulteriormente ribadito che i rischi per la crescita sono orientati al ribasso e tra i rischi vengono ora per la prima volta citate le frizioni al funzionamento del commercio globale;
6. In ultima istanza, la BCE ha confermato un approccio decisionale dipendente dai dati osservati volta per volta, riunione per riunione, senza fornire alcuna forma di *forward guidance*, come ci ha abituato da tempo, essendo l'incertezza ancora molto elevata.

Il saldo settimanale dei principali listini azionari ha evidenziato la classica settimana da consolidamento, potenzialmente propedeutica alla volata di fine anno, con l'S&P500 sempre saldo ben oltre 6000, l'EuroStoxx 600 tranquillamente posizionato sopra quota 500 e, sul versante orientale, con il Topix stabile oltre 2700 e lo Shanghai Composite finalmente al recupero della soglia 3400. Universo obbligazionario tendenzialmente debole, con i rendimenti decennali americani oltre il 4.4% e i corrispettivi tedeschi di nuovo al test del 2.3%, a fronte di uno spread Btp-Bund di poco sopra i 110 punti base.

Moneta unica di nuovo in flessione sotto la soglia 1.05 mentre, in tema di commodities, il petrolio, da un minimo a 67, in chiusura di ottava è riuscito a riagganciare quota 70 poiché, pur in un contesto di eccesso di offerta su scala globale, permangono quei rischi geopolitici che i trader prontamente riversano sulle quotazioni del greggio, al punto che i minimi intorno ai 65



dollari resistono ormai dai primi di settembre, a conferma di un'incertezza di fondo sempre imperante nello scacchiere globale delle alleanze politico-militari.



FIDEURAM  
INTESA SANPAOLO  
PRIVATE BANKING  
Asset Management

## **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.