

WEEKLY UPDATE

17 febbraio 2025



L'AFRICA E LA QUESTIONE DELLA CORRETTA VALUTAZIONE DEL "PREMIO AL RISCHIO"

Non è certo un mistero che, da oltre vent'anni, il continente africano sia oggetto di rinnovato interesse da parte della comunità internazionale che, attraverso varie modalità e strumenti, sta sviluppando relazioni commerciali e investimenti con un numero significativo di Paesi africani.

Storicamente, gli investimenti diretti in Africa sono da sempre rivolti al settore primario e, in sintesi, giova senz'altro focalizzare l'attenzione sulle specificità più impellenti che interessano l'intera area subsahariana.

Anzitutto, un continente che ha oltre il 60% della terra arabile non coltivata del mondo e importa 35 miliardi di dollari di cibo lascia intendere come il comparto agroalimentare sia strategicamente rilevante in ottica prospettica, al fine di stimolare la produzione locale e favorire l'emancipazione (almeno in parte) dall'import estero.

Secondariamente, posto che il continente gode di una delle migliori esposizioni al sole (oltre 300 giorni all'anno), il settore delle energie rinnovabili non può che avere un futuro roseo, soprattutto in considerazione del fatto che solo un africano su tre ha un accesso stabile alla corrente; la qual cosa, va da sé, si sposa inevitabilmente con la componente "costruzioni" in senso lato, al punto che il "mattoncino" sta registrando un vero e proprio boom in svariati Paesi africani, laddove le necessità strettamente residenziali si incrociano

Documento a cura
di **Fabrizio Pozzi** -
Analista senior,
team **Gestione
prodotti azionari e
obbligazionari**



FIDEURAM
INTESA SANPAOLO
PRIVATE BANKING
Asset Management

con l'implementazione di nuove infrastrutture, con particolare focus sulle tematiche più affini alla transizione energetica.

Senza dimenticare, ovviamente, il comparto sanitario e farmaceutico, per il quale gli analisti sono concordi nel riconoscere che *“l’Africa è l’unico posto al mondo dove è possibile una crescita genuina di questo settore, per il semplice fatto che il continente ha il 25% dei malati del mondo, ma solo il 3% dei medici: Tanzania o Etiopia, per intenderci, hanno un solo medico ogni 20.000 abitanti”*.

Ciò premesso, va anche sottolineato che, mentre il PIL complessivo dell'intero continente si aggira intorno ai 3mila miliardi di dollari, esiste una forte dispersione economica, se è vero che oltre il 50% della ricchezza risulta concentrata in pochi Stati, quali Nigeria, Egitto, Algeria, Marocco e Sud Africa: i quali, a loro volta, sono in frenetica ricerca di “nuovi partner” esteri (India, Giappone, Corea del Sud) mentre coltivano un rapporto economico-commerciale pluriennale e privilegiato con la Cina, destinato inevitabilmente a rafforzarsi, soprattutto in ragione delle ambizioni cinesi in termini di egemonia geopolitica.

La Terra del Dragone, in effetti, negli ultimi due decenni ha effettuato investimenti per oltre 150 miliardi di dollari e, notoriamente, non ha mai nascosto i propri propositi di acquisire una leadership globale nel controllo e gestione delle commodities, con particolare riguardo a quelle energetiche e minerarie.

Il connubio Africa-Cina, in buona sostanza, si è ulteriormente rafforzato in occasione del recente Forum di settembre 2024 a Pechino, dove addirittura il Global Times, voce ufficiale del Partito Comunista cinese, ha sentenziato che i due Paesi (che, peraltro, insieme rappresentano un terzo della popolazione del pianeta) *“hanno la vocazione e il diritto di stare insieme e di lavorare per un futuro migliore”*.

E per non essere da meno, anche l'amministrazione Biden, già in occasione dello *US-Africa Leadership Summit* del dicembre 2022, si era impegnata ad investire in Africa 55 miliardi di dollari fino a tutto il 2025: certamente per attivare ritorni economici a proprio favore ma, come rilevato da alcuni osservatori internazionali, anche per *“contenere e controllare Pechino”*; anche perché, i processi di stabilizzazione politico-istituzionale nel continente, per quanto caratterizzati da discontinuità e non sempre guidati da modelli democratici, garantiscono comunque una progressiva diminuzione del rischio politico in senso stretto.

Al di là delle citate argomentazioni, tuttavia, la vera ragione per cui nel recente passato (a ottobre scorso) l’Africa è tornata prepotentemente nei radar degli apparati mediatici, con tanto di interviste e copertine di riviste specializzate, è ascrivibile al fatto che Jamie Dimon, il Ceo di JPMorgan, ha annunciato gli imminenti debutti della banca (numero uno negli USA) in Kenya e Costa D’Avorio, con



ambizioni di prim'ordine (“vogliamo aggiungere un Paese africano ogni biennio”), dunque assurgendo al ruolo di apripista nei business dei servizi di banca commerciale e di investimento, oltreché nelle attività di tesoreria e prestiti.

Il tema degli investimenti in terra africana è diventato di estrema attualità dunque e, chiaramente, gli analisti hanno incominciato a interrogarsi se i mercati dei capitali stiano “prezzando” correttamente l’ “Africa premium” o se i parametri valutativi applicati non siano congrui con le potenzialità prospettive dell'intera area.

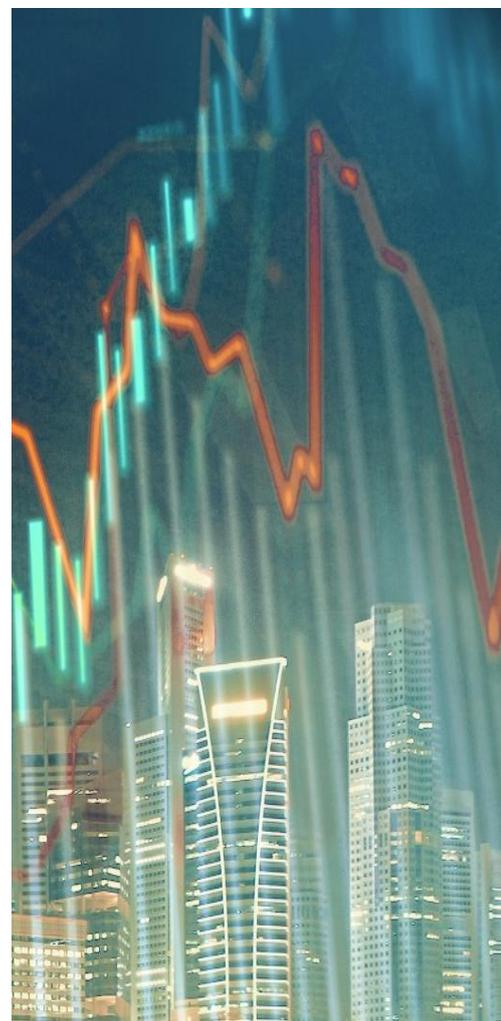
A sentire alcune testimonianze del mondo imprenditoriale che opera trasversalmente nel mondo africano, “il concetto di rischio è completamente inventato, per far sì che gli investimenti non vengano canalizzati in Africa”: un'affermazione forte, quella di Gagan Gupta, imprenditore nel campo della logistica e delle utilities con svariati interessi in Africa, che non preclude però un cauto ottimismo circa “la capacità degli outsider di valutare correttamente i business in Africa”.

Il problema di fondo, in effetti, è proprio questo, ossia la corretta valutazione del premio al rischio dell’ “asset Africa”, tale da stimolare l'appetito degli investitori e creare un'autentica svolta epocale in termini di flussi finanziari: anche perché, a tutt'oggi, la view ancora dominante è che le società e i governi africani debbano pagare un costo del capitale più alto del necessario per compensare il rischio che si accollano gli investitori.

Al fine di cercare di proporre un'immagine di sé diversa e più costruttiva, il mondo politico africano si sta attivamente prodigando per lanciare nel 2025 una nuova agenzia di rating basata in Africa perché “il continente africano si trova a dover subire ingiustamente un profilo di rischio più alto di quanto dovuto: la ragione principale è che i bilanci societari e le nostre economie non sono valutate in modo corretto”; è anche innegabile, peraltro, che il fardello debitorio dei Paesi sub-sahariani abbia raggiunto nel 2023 il 60% del PIL e per oltre una decina di Paesi il debito sia classificato come “insostenibile”: al punto che, secondo l'agenzia di rating Fitch, solo Namibia e Sud Africa possono vantare un rating da *investment grade* (e un recente studio del Fondo Monetario Internazionale ha confermato che i Paesi africani, per raccogliere capitali, devono mediamente corrispondere tassi d'interesse più alti rispetto alla totalità dei Paesi Emergenti).

Ciò premesso, tuttavia, esistono buoni motivi anche per cogliere alcuni aspetti positivi, tipici da “bicchiere mezzo pieno”; l'agenzia Moody's, ad esempio, ha calcolato che, in termini di tassi di *default* su progetti infrastrutturali, l'Africa evidenzia, con un +5.5%, valori decisamente più bassi rispetto ad Asia (+11.9%) e America Latina (+14.5%).

Il cuore del dibattito, insomma, è molto focalizzato sul fatto che i mercati dei capitali in Africa siano esigui e frammentati: il tutto a scapito di trasparenza e certezza sui dati e, proprio in tale ottica, è



molto atteso il piano della Banca Mondiale di creare un ampio database che consenta di stimare in modo appropriato i *ratios* economici relativi ai progetti infrastrutturali: in ultima istanza, dunque, *“più dati saranno disponibili per gli investitori, più alta sarà la probabilità che il fattore rischio e il ritorno profittevole venga prezzato in modo accurato”*.

Già a fine novembre 2024, a dire il vero, la comunità finanziaria ha accolto con favore e con (prudente) curiosità la notizia che l’Etiopia stia per varare un progetto di emissione di maxi bond (pari a 7.4 miliardi di dollari per ripianare i debiti contratti dalle sue aziende a controllo statale), unitamente all’attivazione di una Borsa per gli scambi azionari; nello specifico, i tassi di interesse saranno stabiliti dalla banca centrale etiopica, in un’operazione che avviene nel vivo di una fase delicata per le finanze pubbliche di Addis Abeba: la ristrutturazione del debito dopo il default sovrano di fine 2023, il terzo registrato su scala africana dallo scoppio del Covid dopo quelli dello Zambia nel 2020 e del Ghana nel 2022.

Che dire dunque di tale iniziativa? Sicuramente che qualcosa si sta muovendo, pur sotto la doverosa e imprescindibile regia del Fondo Monetario e, anche se i tempi sono ancora al momento prematuri, è verosimile supporre che nei prossimi decenni l’Africa, per ragioni demografiche e di carenze infrastrutturali, possa divenire un autentico polo attrattivo per i business delle case di investimento, se non altro perché, come ebbe a dire Plinio il Vecchio (filosofo e governatore di province all’epoca dell’Impero Romano) circa duemila anni fa, *“dall’Africa arriva sempre qualcosa di nuovo e di interessante”*.

Indubbiamente, la sfida è di quelle ghiotte; posto che entro il 2030 si stima che più della metà dei giovani che entreranno a far parte della forza lavoro globale sarà di origine africana e che, a livello *corporate*, esiste un gap enorme da colmare con Paesi come India e Brasile (tanto per ricordare due storie di successo nell’ambito dei mercati emergenti), ciò che ora più che mai si chiede al continente africano è di saper esibire la giusta dose di *“ambizione e ottimismo e una nuova forma di capitalismo che non faccia leva su paternalismo, compiacimento e corruzione”*: poi, come sovente accade, ci penseranno i mercati finanziari e la finanza globale a fare da volano per una crescita secolare che attirerà business e investitori da ogni parte del mondo.

L’ANDAMENTO DEI MERCATI

Seconda settimana di febbraio con avvio (lunedì 10) in moderato rialzo sui mercati azionari globali, con enfasi particolare sul versante asiatico, dove Hong Kong ha chiuso la sessione quasi a +2%, grazie in particolare al forte traino dei titoli della galassia Alibaba (Alibaba Health Information e Alibaba Group Holding) e pure la Borsa di Shanghai ha potuto giovare di una boccata di ossigeno, in virtù dei dati sull’inflazione di gennaio, finalmente con segno positivo: in effetti,



l'aumento dei prezzi al consumo in Cina ha registrato l'incremento più significativo degli ultimi cinque mesi, con l'indice dei prezzi al consumo (CPI) che è aumentato dello 0,5% rispetto allo stesso mese dell'anno precedente (questo sviluppo, peraltro, segnala una spesa dei consumatori eterogenea in un contesto di debolezza del settore manifatturiero, mentre i prezzi alla produzione continuano a diminuire; ovviamente, le dinamiche del mercato globale stanno influenzando non poco l'economia cinese, con le tensioni commerciali e i nuovi dazi imposti da Trump che continuano a gravare sulle esportazioni).

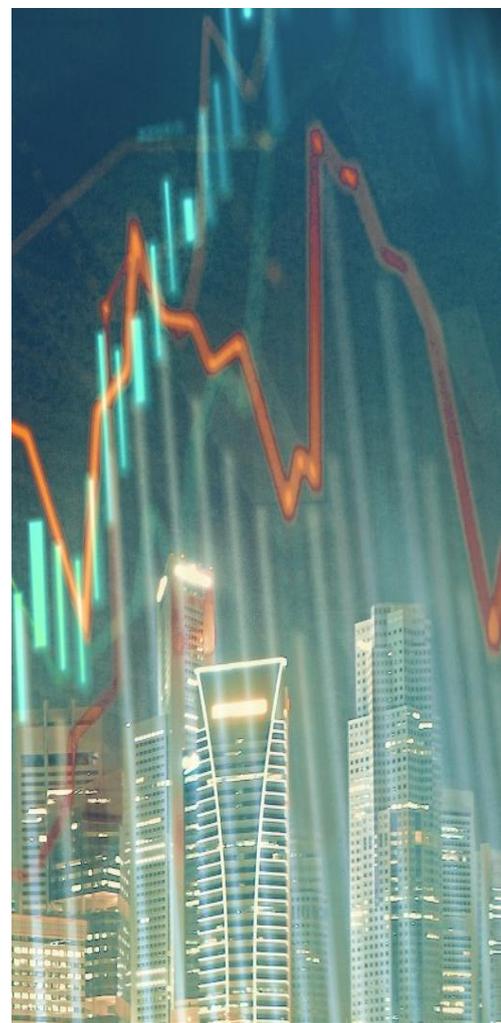
Sul fronte occidentale, pur sempre guardando circa gli umori settimanali di Trump, la comunità finanziaria ha potuto apprezzare i numeri consuntivi cumulati rilasciati dalle *Big Tech* d'oltreoceano, unitamente agli obiettivi di prim'ordine raggiunti dal mondo bancario nel Vecchio Continente.

Nel primo caso, i colossi della tecnologia di Wall Street (Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft e Netflix) hanno riportato profitti netti cumulati per circa 130 miliardi (a fronte dei 102 di un anno prima), con un fatturato complessivo che ha sfiorato i 540 miliardi (rispetto ai circa 490 dello stesso periodo del 2023), mentre le banche europee hanno addirittura fatto meglio, stando almeno all'indice elaborato da Goldman Sachs, dal quale risulta che, a partire dal 2022, gli istituti di credito dell'Eurozona hanno registrato una performance dell'80% rispetto al 50% messo a segno dall'indice delle "Magnifiche Sette" americane: senza contare che il *dividend yield* intorno al 7% delle banche europee, in un contesto di tassi in discesa, attira ancora gli investitori, anche perché, nel complesso, il comparto bancario europeo evidenzia tuttora un rapporto prezzo/utili molto attraente, pari a 8 contro il 22 del listino USA.

Ovviamente, va opportunamente rilevato che l'approccio arretrante degli investitori sull'area euro nella fase iniziale del 2025 deve necessariamente confrontarsi con le riflessioni di economisti e banchieri centrali, da cui traspare una implicita prudenza motivata da numeri e statistiche che inducono ancora alla cautela.

Solo qualche giorno fa, ad esempio, il *wage tracker* della BCE ha evidenziato che i salari negoziati nel quarto trimestre 2024 sono tornati ad accelerare segnando +2.8% da +1.6% dei tre mesi precedenti, anche se De Guindos si è premurato a precisare che "*le survey presso le aziende confermano la nostra convinzione che le dinamiche salariali inizieranno a rallentare, contribuendo alla frenata dell'inflazione nel settore dei servizi*"; resta il fatto, comunque, che lo stesso De Guindos ha ribadito che "*quando si è una stanza oscura, le decisioni che la BCE adotta devono essere molto caute*".

In effetti, lo spauracchio dei dazi trumpiani sarà esaminato a marzo dalla banca centrale europea, poiché c'è piena consapevolezza che l'incertezza regnerà sovrana nei prossimi mesi, alimentando ulteriormente la propensione dell'Eurotower a valutare le singole



iniziative da adottare *“riunione per riunione”*; anche perché, a livello di inflazione attesa, l’impatto dei dazi appare tutt’altro che scontato in quanto molto dipenderà dai dettagli, ovvero da come reagiranno le imprese nel trasferire (o meno) i maggiori costi ai consumatori finali facendo leva su prezzi più alti: in più, sarà rilevante capire se il deprezzamento della valuta dei prodotti colpiti dai dazi riuscirà a controbilanciare l’impatto del rialzo tariffario.

Insomma, *“per la BCE sarà importante analizzare come il mondo reagirà e come si adeguerà ai nuovi dazi americani”*.

E, nello specifico, la Germania sarà un osservato speciale, se non altro perché è il Paese con il PIL più alto nell’area euro e ha un’economia trainata dal settore manifatturiero e dalle esportazioni.

Peraltro, Berlino continua a rappresentare la vera nota dolente all’interno dell’Eurozona; nello stesso giorno in cui il neogovernatore indiano Sanjay Malhotra annunciava trionfistiche attese sul PIL 2025 nell’ordine di un +7% atteso, l’industria tedesca crollava ai minimi dal maggio 2020 (con un calo del 2.4% a dicembre, che implica una flessione del 4.5% per l’intero 2024).

Nel dettaglio, stando ai numeri dell’ufficio federale di statistica Destatis, la produzione industriale rimane circa del 10% al di sotto dei livelli prepandemici, zavorrata dall’*automotive* (-7.2%) e dalla componente macchinari e attrezzature (-8.1%), anche se, secondo un economista, *“potrebbe esserci una ripresa della produzione automobilistica nel breve termine, ma il declino strutturale dell’industria tedesca sembra destinato a continuare”*.

In tale contesto, anche se uno studio della BCE indica tra 1.75% e 2.25% il livello di tasso neutrale per l’economia, in realtà secondo alcuni analisti non sono da escludere valori più bassi in ottica prospettica; in sostanza, Lagarde potrebbe trovarsi costretta a portare i tassi sotto il livello neutrale se tra qualche mese si rendesse necessario stimolare l’economia (e non solo porre fine al processo di restrizione monetaria).

E qualche segnale di intrinseca debolezza del ciclo economico è certamente ravvisabile: la crescita del PIL nell’Eurozona è tornata a zero nel quarto trimestre 2024 e consumi e investimenti potrebbero ritardare la ripartenza (soprattutto se i dazi trumpiani coinvolgessero indirettamente anche la Cina), ragion per cui alcuni banchieri centrali, tra cui Villeroy, Panetta e Centeno, hanno lasciato chiaramente intendere che i tassi sotto il livello neutrale possano essere un’opzione realistica (e alcuni economisti sono arrivati anche a stimare un range 1.5%-1% quale punto finale di minimo).

Oltreoceano, come noto, si respira un’aria un po’ diversa, ben sintetizzata dal vicepresidente FED Jefferson le cui parole sono inequivocabili poiché *“date le attuali condizioni economiche, in particolare un’inflazione che rimane al di sopra del nostro obiettivo e*



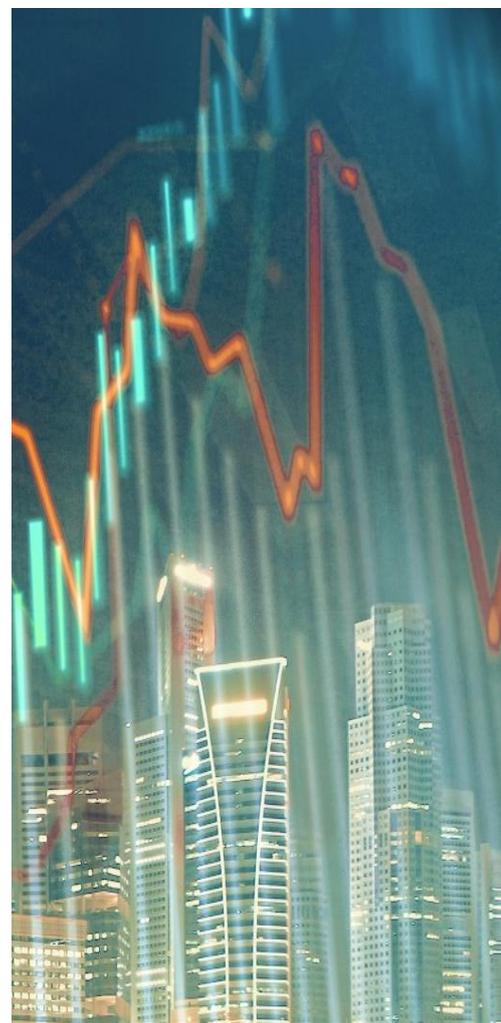
un mercato del lavoro solido, e le mie proiezioni sulle future condizioni economiche, la scorsa settimana ho votato per mantenere la nostra attuale posizione politica. Finché l'economia e il mercato del lavoro rimangono forti, ritengo opportuno che il Comitato sia cauto nell'apportare ulteriori aggiustamenti e non penso che dobbiamo avere fretta di cambiare la nostra posizione": in altri termini, a Washington sembrano decisamente meno ansiosi che a Francoforte o semmai preoccupati del contrario (e lo confermerebbe il discorso di Powell di martedì 11, per il quale *"l'economia rimane forte e quindi non dobbiamo avere fretta di adeguare la nostra posizione politica"*; anche perché, nel frattempo, l'indice CPI dei prezzi al consumo è risultato ben superiore alle attese soprattutto per l'incidenza dei servizi al netto degli affitti: la qual cosa, va da sé, lascia ben pochi spazi per ulteriori tagli nel breve periodo).

Un po' di ansia, peraltro, sicuramente attanaglia i trader sull'oro, che ormai vedono il livello 3000 (per oncia) non più come un lontano miraggio ma, anzi, come il traguardo inevitabile di una lunga galoppata iniziata nel novembre 2022; anche perché la fame insaziabile di metallo giallo non è solo una questione per pochi big (USA, Cina, India) ma sta coinvolgendo sempre più anche Paesi del Vecchio Continente e il record assoluto pertiene alla Polonia, con un incremento delle riserve auree di ben 90 tonnellate nel 2024, cioè il doppio rispetto alle 44 tonnellate ufficializzate dalla People Bank of China.

In tale ottica, è interessante notare come la domanda del cosiddetto "settore ufficiale" abbia un po' modificato la geografia del passato e sia ora molto focalizzata sull'Europa orientale, dove un folto gruppo di Paesi si è accodato a Varsavia; lo scorso anno ci sono stati acquisti netti rilevanti soprattutto da parte della Repubblica Ceca e dell'Ungheria (20 e 16 tonnellate rispettivamente), seguite dalla Serbia con 8 tonnellate (e pure le banche centrali di alcune repubbliche ex sovietiche, come Georgia e Kirgizstan hanno accumulato ingenti quantità di lingotti).

Non a caso, è proprio grazie ad acquisti così differenziati e distribuiti su varie aree geografiche che il monte acquisti delle banche centrali ha superato le 1000 tonnellate per il terzo anno consecutivo e, inutile dirlo, una forte accelerazione si è verificata dopo l'invasione dell'Ucraina, con conseguenti sanzioni comminate contro la Russia e una sentita, forte esigenza di diversificare dal dollaro.

Peraltro, in Russia si sta assistendo ad un evidente paradosso, ovvero da un lato gli istituti ufficiali che fanno capo a Mosca sono stati di recente venditori di lingotti al fine di contenere l'impatto delle sanzioni e rivitalizzare il rublo, mentre dall'altro lato i cittadini russi si sono messi ad accumulare lingotti con una frenesia senza precedenti: al punto di aver comprato 75 tonnellate di oro, più o meno quanto la banca centrale indiana, sottoforma di barre, monete e gioielleria.



Il saldo settimanale dei principali listini azionari ha mostrato una diffusa colorazione verde su tutti i fronti, con l'S&P 500 al test di un nuovo record assoluto, l'Eurostoxx 600 oltre la soglia 550, il Topix con vista 2800 e lo Shanghai Composite saldo oltre 3300.

Universo obbligazionario in tendenziale indebolimento dopo i dati sul CPI americano, con i rendimenti decennali americani saliti oltre il 4.6% e i corrispettivi tedeschi molto prossimi al 2.5%, salvo poi correggere in chiusura di ottava annullando di fatto la spinta di inizio settimana, a fronte di uno spread Btp-Bund comodamente sotto i 110 punti base.

Moneta unica in lieve recupero e al test resistenziale di 1.05 del 24/1 mentre, in tema di commodities, il petrolio ha tentato invano un affondo oltre i 74 dollari, lasciando poi prevalere le spinte ribassiste, e le quotazioni del grano hanno toccato nuovi massimi a quattro mesi a seguito dei rischi meteorologici negli Stati Uniti e nel Mar Nero.



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.