

WEEKLY UPDATE

13 marzo 2023



MENTRE LA CINA SI AUTOCELEBRA COME SUPER POTENZA, LA BANCA DELLA SILICON VALLEY PREOCCUPA LE BORSE.

Il primo fine settimana di marzo è coinciso con l'attesissima apertura dei lavori dell'Assemblea Nazionale, il massimo organismo legislativo della Repubblica Popolare Cinese, la cui chiusura prevista per il 13 marzo sarà una formidabile vetrina per la nomenclatura di Pechino per convincere la comunità internazionale in relazione a propositi geopolitici, strategie di crescita e fattibilità degli obiettivi di medio-lungo termine.

Il tono comunicativo di esordio, peraltro, è stato all'insegna della prudenza in quanto, dopo aver mancato le previsioni dello scorso anno (quando venne annunciata una crescita del PIL del 5.5% e poi fu solo del 3% per il contestuale concorso di Covid, crisi immobiliare e indebolimento della domanda interna), la Cina ha privilegiato una dinamica informativa più improntata al realismo e al pragmatismo.

Il dato più atteso era sicuramente quello inerente alla crescita e questa, deludendo in parte gli analisti, è stata fissata "attorno al 5%" anche se Li Keqiang, al suo ultimo atto da premier (gli succederà Li Qiang, uomo del "cerchio magico" del presidente Xi Jinping), ha più volte indugiato sul termine "stabilità", dichiarando: "l'inflazione globale rimane alta e la crescita mondiale ancora traballante: quest'anno è essenziale dare priorità alla stabilità", e segnalando la volontà di

**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

evitare di stimolare eccessivamente l'economia e accumulare troppo debito.

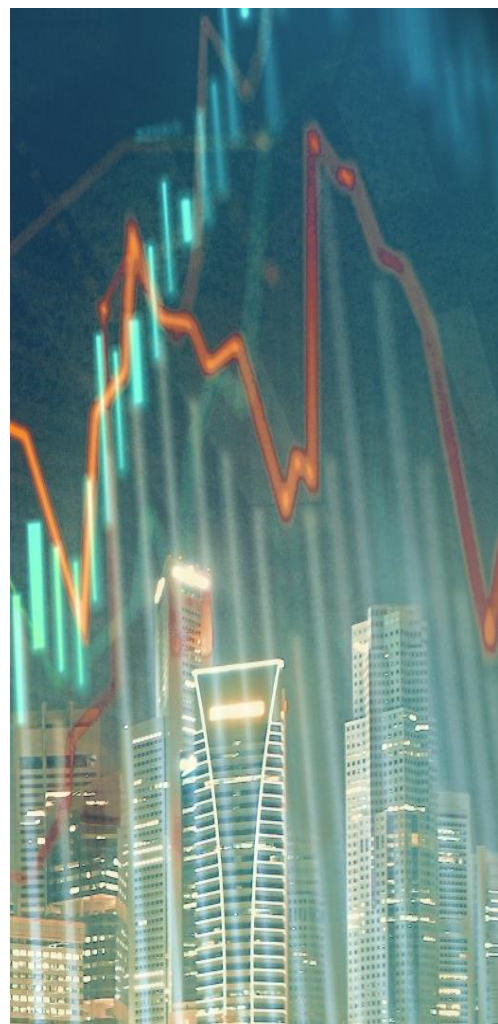
Tra gli obiettivi prioritari della Cina, il rilancio della domanda interna, con l'annuncio di 12 milioni di posti di lavoro e un tasso di disoccupazione che il governo intende mantenere al 5.5%. Un obiettivo di crescita, dunque, ragionevole (seppur non confrontabile con gli ultimi decenni), con al centro alcuni fattori-chiave imprescindibili tra cui, certamente, il raggiungimento dell'autosufficienza tecnologica. In tal senso sono stati annunciati 6.5 miliardi di yuan di investimenti (due in più rispetto all'anno scorso), con l'intento preciso di contrastare le restrizioni imposte dagli Stati Uniti in materia di semiconduttori. Anche la spesa militare, a sua volta, sarà una voce-chiave non indifferente, in crescita progressiva rispetto agli anni passati e con un incremento di budget del 7.2% per l'anno in corso (nel 2022 fu del 7.1%), con il dichiarato proposito di "intensificare l'addestramento e la preparazione militare in tutti i settori" e, non a caso, il primo pensiero è andato alla "questione Taiwan", in quanto "va portato avanti un processo di riunificazione pacifica, ma ci saranno misure risolutive per opporsi all'indipendenza".

Per quanto riguarda il presidente Xi Jinping, il cui partito (e governo) sarà sempre più a sua immagine e somiglianza, non sono mancati importanti annunci "di varia portata", ragion per cui è verosimile attendersi un'ulteriore accentramento del potere, trasferendo responsabilità dagli organi governativi a quelli che dipendono direttamente dal Pcc, soprattutto in materia di sicurezza.

Gli investitori nutrono forti speranze circa un allentamento della rigida politica delle "tre linee rosse" (ovvero un rapporto tra passività e attività inferiore al 70%, un rapporto di indebitamento netto inferiore al 100% e un rapporto tra liquidità e debito a breve termine superiore a 1) che in buona misura ha contribuito a mettere in ginocchio i bilanci delle società immobiliari già compromessi per la crisi del settore.

Del resto, sia chiaro, il fatto che la Cina abbia lanciato solo qualche giorno fa un piano di pace articolato in 12 punti creando, peraltro, qualche fastidio a Putin (nonostante a parole professi "un'amicizia solida come una montagna"), è ascrivibile ad un cambio di linea imposto dal peso pressante della crisi: più esplicitamente, Pechino non può più permettersi i costi economici indiretti del conflitto e ha deciso di scendere in campo.

Nella sostanza, "la Cina non ha più margini per tergiversare: l'economia sta ripartendo, ma i reali livelli di contagio non sono noti né le inevitabili conseguenze sulle filiere della logistica in un contesto dominato da una domanda esterna fragile. In questo quadro, alquanto contraddittorio, la guerra ha un costo altissimo, deve finire quanto prima e le trattative di pace vanno attivate per garantire la ricostruzione, i corridoi umanitari, tenere a bada il pericolo nucleare, garantire che il granaio ucraino di cui la stessa Cina ha sempre usufruito torni alla vecchia funzionalità" (R. Fatiguso). Nel mentre, comunque, se vale la regola per cui le condizioni valutarie di un Paese

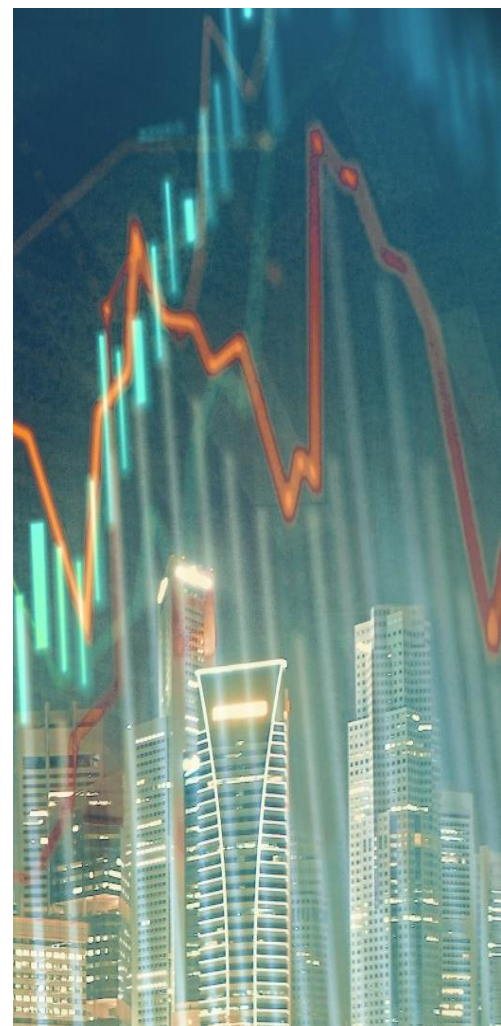


rappresentano un buon termometro del suo stato di salute, va anche rilevato che la pandemia non ha fermato l'espansione della moneta del popolo cinese (renminbi) o yuan; anzi, la divisa cinese ha sempre più carattere di internazionalità grazie alla catena di accordi swap siglati o rinnovati che ne permettono la circolazione e l'uso negli scambi esteri.

Numeri alla mano, la Banca centrale cinese ha appena pubblicato un report da cui risultano transazioni in yuan per 6.1 migliaia di miliardi di dollari nel 2022, con un incremento del 15% rispetto all'anno precedente (ed è ormai il quinto anno consecutivo di crescita). Gli accordi di swap, per di più, permettono di influire concretamente sugli scambi commerciali, sulla fornitura di materie prime e sul finanziamento delle grandi opere infrastrutturali e, sovente, tali accordi bilaterali abbinano anche l'impegno a detenere riserve in yuan il cui valore giornaliero onshore e offshore, va opportunamente ricordato, non viene determinato dal mercato ma dalla Banca centrale entro una banda di oscillazione del 2%.

In merito poi all'espansione delle riserve valutarie su scala globale, il dinamismo di Pechino è manifestamente certificabile dall'ingerenza sempre più tangibile nell'area dell'America latina: l'Argentina ha rafforzato le riserve in yuan per un importo pari quasi a 20 miliardi di dollari, mentre il Brasile ha addirittura quadruplicato l'esposizione in valuta cinese, con Pakistan e Indonesia, sul versante Est, già solide realtà sotto il profilo commerciale; in merito poi al binomio yuan-rublo si è detto e scritto parecchio (forse anche a sproposito), ma solo di recente (a febbraio) la Banca centrale russa ha annunciato il lancio di uno swap valutario quantificabile in 10 miliardi di yuan (volume di transazioni giornaliere) anche se, come argomentato da osservatori internazionali, la vera preda di Pechino nel Far East è il Giappone. Nel mentre, intanto che sul versante asiatico si consumavano le autocelebrazioni per il terzo mandato consecutivo a Xi Jinping, la giornata conclusiva della scorsa ottava si caratterizzava per l'incalzante ansia dei mercati a seguito delle vicende legate alla Silicon Valley Bank. L'annuncio shock della banca californiana, relativo all'intenzione di lanciare un aumento di capitale per compensare le forti perdite sofferte con la vendita del suo portafoglio, ha letteralmente gelato i mercati azionari. In pratica, l'effetto combinato tra svalutazione dei bond e fuga di depositi ha messo in ginocchio l'istituto americano che ha aperto le contrattazioni con un calo del 60% prima di essere sospeso a seguito della chiusura dell'attività che, immediatamente, è passata sotto il controllo della Fdic (Federal deposit insurance corporation), in qualità di curatore fallimentare.

Gli analisti si sono affrettati a precisare che un eventuale "effetto contagio" sia da escludere ma, intanto, a Wall Street è tornata a circolare la voce sgradita di "bailout di governo" (in particolare ad opera di alcuni hedge fund) e l'intera giornata di contrattazioni si è totalmente riflessa sui rendimenti obbligazionari governativi che hanno registrato profonde flessioni: e, non a caso, i contratti derivati



sui tassi sono tornati a prezzare un pivot, ovvero un'inversione della politica monetaria nell'ultima parte del 2023, con previsione di taglio tassi dal 5.4% (picco previsto per luglio) al 5.1%.

L'ANDAMENTO DEI MERCATI

La scorsa settimana è iniziata (lunedì 6) nel segno di un moderato ottimismo, in ragione del fatto che i mercati apparivano più propensi a sposare la logica del "bicchiere mezzo pieno": quello, in altri termini, della scampata (per ora) recessione, come si evincerebbe diffusamente dagli indici PMI, ora sopra il livello critico 50 e dunque sintomatici di una fase congiunturale espansiva. Del resto, nella relazione a cura della BCE (pubblicata martedì 7) sui consumatori europei è emerso un quadro d'insieme più conciliante in ragione del fatto che, nel dettaglio, le aspettative mediane per l'inflazione nei prossimi 12 mesi sono scese al 4.9% (e al 2.5% per i prossimi 3 anni) mentre, in tema di mercato del lavoro e crescita economica, la lancetta a 1 anno si è mossa progressivamente al rialzo, a fronte di attese per l'accesso al credito leggermente migliorate, pur in un contesto in cui si stima che i prezzi delle abitazioni potrebbero scendere di una percentuale tra il 2.5% e il 3%.

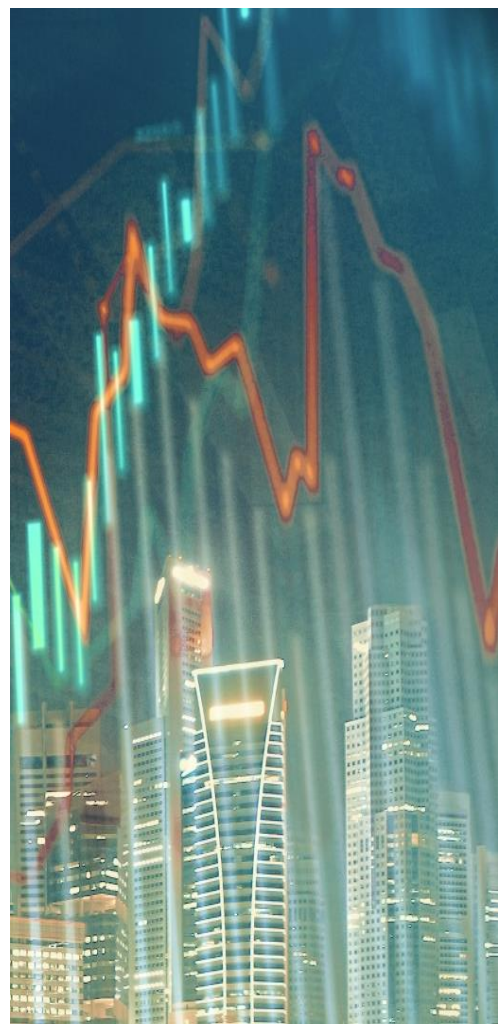
Ovviamente, giusto per evitare di trasmettere messaggi eccessivamente "bucolici" e in qualche misura fuorvianti, non sono mancate le consuete riflessioni di alcuni banchieri centrali del Vecchio Continente; Isabel Schnabel, in primo luogo, ha tenuto a precisare che "l'ampio stock di attività acquisite con il QE continua a fornire un significativo accomodamento di politica monetaria e potrebbe essere in contrasto con i nostri sforzi per riportare l'inflazione al nostro obiettivo del 2% in modo tempestivo, per cui la riduzione del portafoglio porterebbe vantaggi e il QT potrà integrare la politica restrittiva della BCE". Il capo economista BCE Lane, a sua volta, ha affermato: "le informazioni attuali sulle pressioni inflazionistiche sottostanti suggeriscono che sarà opportuno aumentare ulteriormente i tassi oltre la riunione di marzo; portando i tassi ufficiali di riferimento a un livello sufficientemente restrittivo e promuovendo un periodo di crescita al di sotto del trend attraverso lo smorzamento della domanda, contrasteremo le pressioni inflazionistiche a medio termine superiori al target e garantiremo anche che la prolungata fase di crescita al di sopra del target dell'inflazione non venga incorporata attraverso un disancoraggio delle aspettative di inflazione". Infine, non poteva mancare l'accorato invito di Lagarde al mondo bancario, "certa che molte banche sono pronte a rinegoziare i mutui per alleggerire nel tempo l'onere per le famiglie, in quanto nel loro interesse perché sanno che quando l'inflazione sarà sotto controllo i tassi di interesse alla fine scenderanno e non vogliono crediti non pagati nei loro bilanci". Oltreoceano inizialmente si è fatta sentire la voce di Bostic (FED di Atlanta), secondo cui "la FED potrebbe essere costretta a fare molto di più" ma, in realtà, il baricentro di interesse dei mercati era fin da subito focalizzato sull'audizione di Powell alla Commissione bancaria del Senato dove, peraltro, il numero uno della FED,



indossando i panni del “falco”, è risultato poco conciliante con le aspettative della comunità finanziaria; anzitutto ha richiamato l’attenzione sul fatto che “i più recenti dati economici sono stati più robusti di quanto anticipato, suggerendo che la soglia finale dei tassi sarà più alta di quanto ipotizzato in precedenza e se i dati dovessero richiederlo siamo pronti ad aumentare il passo dei rialzi”. Ovviamente tali parole si sono subito riflesse sul mercato dei derivati che hanno subito prezzato come probabile un ulteriore ritocco dei tassi di 50 pb (anziché 25 pb), anche se la tradizionale flessibilità di Powell ha tenuto a precisare che “prenderemo decisioni riunione dopo riunione” pur senza nascondere che “il processo per far tornare l’inflazione verso il target considerato ideale del 2% rimane lungo e accidentato”. La maggior fonte di tensione sui prezzi sarebbe oggi ascrivibile ai servizi, meno sensibili ai giri di vite sui tassi e, proprio per questo, esplicativi di “scarsi segni di disinflazione”, pur con la FED che, nell’arco di un anno, ha alzato i tassi interbancari otto volte consecutive lasciando intendere che il terminal rate potrebbe collocarsi nel range 5%-5.5% (anche se ora alcune case di investimento ipotizzano un possibile 5.75% se non oltre). Inoltre, incalzato anche sulla questione del tetto del debito federale, Powell ha ammonito che “il Congresso deve alzare il tetto in modo tempestivo, altrimenti le conseguenze potrebbero essere molto gravi”. Peraltro, nella sua seconda testimonianza al Senato (mercoledì 8) lo stesso Powell, pur confermando che i tassi potrebbero salire ben oltre quanto fosse stato stimato qualche tempo fa, ha tenuto a precisare che “nessuna decisione è già stata presa”, in ciò contribuendo in modo deciso a rendere la sessione borsistica decisamente meno nervosa.

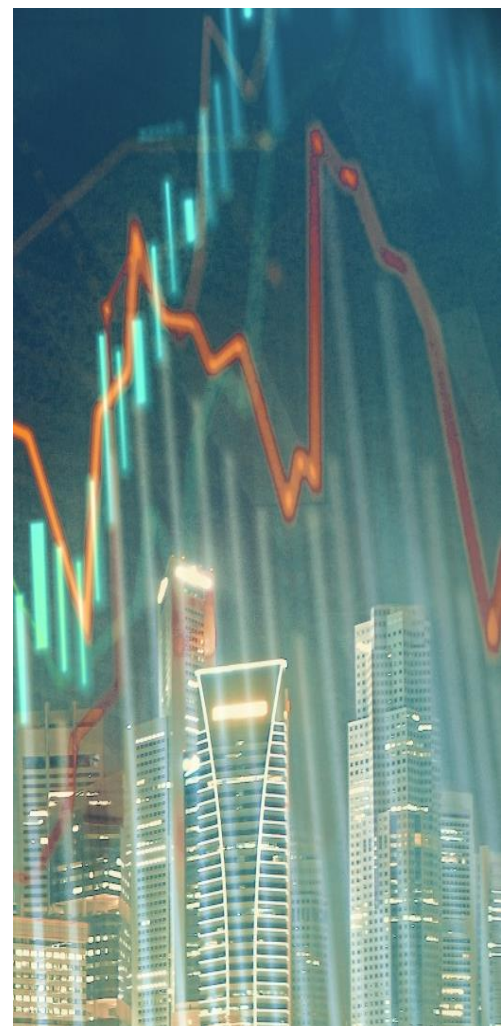
Per quanto poi concerne i dati sul mercato del lavoro, il report ADP (di mercoledì 8) ha confermato i timori della FED in quanto a febbraio le aziende americane hanno creato più posti di lavoro rispetto alle stime di consenso (+242mila buste paga anziché 200mila), sottolineando la persistente domanda di manodopera come fonte di continue pressioni al rialzo sui salari; l’atteso dato poi di venerdì 10 sui NonFarm Payroll ha certificato una crescita dell’occupazione USA molto robusta anche in febbraio, pur con indicazioni confortanti (per la FED) in termini di dinamica dei salari e di tasso di partecipazione. In sintesi, i dati sul mercato del lavoro di venerdì scorso continuano a segnalare che il quadro congiunturale rimane decisamente incerto, ma nel complesso non sembrano segnalare la necessità di un ulteriore irrigidimento della politica monetaria già nella prossima riunione del FOMC, che si concluderà il 22 marzo. Un rialzo di 25 pb rimane quindi lo scenario centrale, ma è importante sottolineare che, a nostro avviso, l’esito della prossima riunione rimane per il momento una close call e potrebbe essere spostato nella direzione di un rialzo di 50 pb nel caso in cui si registrasse una nuova significativa sorpresa al rialzo nell’andamento dell’inflazione di febbraio.

In merito ai saldi settimanali dei principali listini azionari, alla luce della “scure” di Powell e dello scoppio del “caso Silicon Valley Bank”, la reazione si è manifestata all’insegna del segno rosso (con l’eccezione



del Topix giapponese sempre oltre la soglia 2000), con l'S&P 500 sotto 3900 e l'Eurostoxx 600 in strenua difesa del livello 450, a fronte del domestico FtseMib in buona tenuta di quota 27000.

L'universo obbligazionario ha archiviato un'ottava ben performante, con il rendimento decennale governativo americano sceso sotto il 3.7% e il corrispettivo tedesco in area 2.4%-2.45%, a fronte di uno spread Btp-Bund sempre ampiamente sotto i 190 punti base, grazie anche alla fiducia riposta sull'ultima emissione del "Btp Italia" che ha registrato sottoscrizioni per 8.5 miliardi di euro, risultando il secondo risultato più elevato di sempre per numero di sottoscrittori. La moneta unica ha testato 1.07, dopo una settimana chiusa in uno stretto range, mentre il bitcoin è ritornato sotto quota 20000 incorporando anche un nuovo shock dovuto al caso Silvergate scoppiato oltreoceano, dopo che la società californiana specializzata in criptovalute ha dichiarato alla SEC di non essere in grado di presentare il suo report annuale annunciando, nel contempo, di procedere alla liquidazione volontaria (con rimborso dei depositi). In tema di commodities, il petrolio ha tentato invano l'affondo oltre quota 80 scontando l'incertezza di fondo che, a detta di Al-Ghais (Opec), sarebbe alimentata dai "messaggi contrastanti" di Biden, mentre continua senza sosta il calo delle quotazioni del grano in ragione di un'ampia offerta su scala globale e dell'imminente, atteso rinnovo di un accordo per le esportazioni di grano ucraino attraverso il 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.