

# WEEKLY UPDATE

27 maggio 2024



## AUTO ELETTRICHE: UN BUSINESS PER ALCUNE SOCIETÀ, UNA SOFFERENZA PER ALTRE

Secondo le stime più recenti, nel 2024 il mercato globale dell'auto dovrebbe recuperare i volumi pre-Covid, soprattutto grazie alla Cina, primo mercato per volumi (26 milioni di veicoli nel 2023) e primo esportatore al mondo; nel mentre, però, l'auto elettrica in Europa è in affanno e la crescita della quota di mercato si è appiattita nei principali mercati del Vecchio Continente: è quanto emerge dall'aggiornamento infra-annuale a cura del *Global Automotive Outlook* di AlixPartners, che conferma come la domanda aumenti con tassi inferiori alle attese.

La ragione è semplice: la spia rossa è rappresentata dal grado di interesse dei consumatori e secondo il sondaggio di AlixPartners emerge chiaramente che la percentuale di clienti orientati all'acquisto di un BEV (*Battery Electric Vehicle*) come prossima auto è in calo ovunque tranne che in Cina (in crescita dal 73% al 97% tra il 2019 e il 2024), mentre negli Stati Uniti si è stabilizzata intorno al 35% e pare poco recettiva al momento.

Per chiarire meglio i termini della questione, *"tutti i grandi costruttori hanno una gamma elettrificata disponibile ed è previsto che ulteriori 616 miliardi saranno investiti entro il 2027, ma al contempo l'industria ha assunto un atteggiamento attendista in ragione di una domanda di BEV debole, ancora legata agli incentivi, e una prospettiva incerta sulla effettiva tenuta della regolamentazione che impone lo stop ai motori termici dal 2035; in sostanza, la sostenibilità ambientale dell'elettrico per i costruttori occidentali non ha ancora un riscontro in termini di domanda e di sostenibilità economica e finanziaria"*.

Del resto, che il business dell'auto elettrica non sia per tutti lo si poteva dedurre dalla recente decisione di Apple di un completo

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

disimpegno sul comparto automotive: la società di Cupertino, come noto, ha definitivamente abbandonato il sogno di realizzare un'auto, ovviamente elettrica e a guida autonoma. Di sicuro Apple ha speso miliardi in ricerca e sviluppo per il "progetto BEV", ma ora è arrivato lo stop definitivo che la dice lunga circa le difficoltà di entrare in un segmento di mercato particolarmente ostico in termini di ritorno da conto economico; ne sanno qualcosa, peraltro, case costruttrici blasonate e con una storia importante di successi nell'automotive, ora alle prese con numeri e statistiche piuttosto desolanti.

Il Ceo di Stellantis (Tavares) ha sentenziato che *"nel 2024 e 2025 i margini si assottiglieranno e i flussi di cassa risentiranno di un aumento degli impegni sul fronte del capitale, sia per verticalizzare la catena di valore sia per favorire la transizione alle piattaforme per l'elettrico"*; similmente, Mercedes-Benz ha dovuto archiviare utili in calo del 25%, quale diretta conseguenza dell'avvicendamento dei modelli in Asia e della debolezza della domanda di veicoli elettrici, così come Volkswagen sta cercando di rimediare a profitti in calo del 20% con il lancio in Cina di 44 nuovi modelli e l'obiettivo dichiarato di acquisire una quota di mercato del 15% nella Terra del Dragone entro il 2030 (nel Vecchio Continente solo Renault va in controtendenza, grazie alle lungimiranti strategie del Ceo De Meo di voler produrre auto elettriche a basso costo e, in tale ottica, è molto atteso il lancio della nuova Renault 5 al prezzo di listino di 25.000 euro, estremamente concorrenziale, anche se, va doverosamente precisato, è fallito il tentativo di definire una joint venture con Volkswagen per produrre un'auto elettrica da soli 20.000 euro).

Per non dire di Tesla, che mai come ora sta soffrendo il calo delle vendite, la concorrenza cinese e l'assenza di nuovi modelli e, per quanto l'IEA (*International Energy Agency*) abbia stime interessanti per il 2024 relativamente alle auto elettriche, in realtà Elon Musk è perfettamente consapevole che la stragrande maggioranza delle vendite sarà concentrata in Cina, dove il dominio dei produttori locali è netto e incontrastato in virtù del fatto di riuscire a collocare al consumatore veicoli low-cost sui quali i produttori occidentali hanno scarsa o nulla capacità competitiva in termini di listini prezzi: basti pensare, in tal senso, che persino il gigante cinese dell'auto BYD, primo produttore di veicoli elettrici, ha pagato nello scorso trimestre lo scotto della guerra dei prezzi, con frenata di utili e fatturato al livello più basso degli ultimi quattro anni.

Ciò detto, secondo gli addetti ai lavori, deve essere chiaro un concetto di fondo tanto palese quanto imprescindibile: ovvero, l'elettrico, gravato da costi superiori alle pari versioni con motore a combustione interna (Ice), continua anche ad avere volumi produttivi per piattaforma e modello di gran lunga inferiori alle pari versioni Ice, con conseguente maggiore difficoltà nella capacità di assorbimento dei costi fissi. In tale ottica, le partnership volte a condividere tecnologie e piattaforme potrebbero rappresentare un punto di svolta, generando sinergie di acquisto nell'ordine dell'8-10% al raddoppio dei volumi, oltre a sinergie multimilionarie sui costi fissi legati a sviluppo del prodotto e assets produttivi; non a caso, tre accordi recenti riguardano intenti di collaborazione tra produttori europei e cinesi: Stellantis con Leapmotor, Mercedes con BYD e Volkswagen con Xpeng. D'altra parte, quando in molte aree esistono ancora veicoli elettrici prezzati



al 40-60% in più rispetto ad equivalenti con motore termico, non ci può essere alcuna storia di successo e di profitto e per quanto le batterie cinesi decisamente più economiche possano fare la differenza, ormai appare chiaro come il vero fattore-chiave sia sintetizzabile in un unico termine: *mass market*, ovvero l'azienda di successo deve poter lavorare su forti volumi e grandi economie di scala, il che è sempre stato tipico per il comparto automotive sin dai tempi delle prime gloriose case automobilistiche, come ad esempio Ford ai primi del '900; detto in altro modo, l'auto elettrica non può essere intesa come *status symbol* (come era nei primi intendimenti di Elon Musk) ma, all'opposto come ben compreso da BYD, come un prodotto "*dal giusto valore*" economico che potrà intrigare sempre più il consumatore grazie alle innovazioni tecnologiche e alla possibilità di creare interconnessioni tra vita reale e vita virtuale (o social).

Ovviamente, al momento il confronto tra emisfero occidentale e orientale è impari, dato che quest'ultimo gode di una pioggia di sussidi che chiaramente tende in buona misura a spiazzare la transizione verde; giusto per dare un'idea, solo BYD (per citare l'esempio più eclatante) ha potuto contare su almeno 3-4 miliardi di euro di sussidi pubblici diretti tra il 2018 e il 2022, con un'escalation recente dai 200 milioni ricevuti nel 2020 ai 2.1 miliardi ottenuti nel solo 2022: questi, in sintesi, i calcoli del *Kiel Institute for the World Economy* e si tratterebbe solo di una parte della marea di sovvenzioni che Pechino ha riversato sui suoi campioni nazionali per dare l'assalto al mercato dell'auto elettrica e delle tecnologie verdi. In concreto, secondo le stime del *Kiel Institute*, i sussidi complessivi erogati dalla Cina sono da tre a nove volte superiori a quelli di Paesi Ocse come Stati Uniti o Germania e BYD ne sarebbe uno dei maggiori beneficiari, fermo restando che è del tutto palese come una simile disparità di trattamento abbia poco o nulla da condividere con i principi base di libera concorrenza. Stanti le attuali circostanze, la Commissione europea si sta muovendo con nuove investigazioni poiché l'industria del settore invoca misure di emergenza per contrastare il dominio cinese, costruito su prezzi ritenuti artificialmente bassi, grazie ai poderosi aiuti di Stato; non solo, ma valutazioni analoghe sono in corso anche a Washington, dove gli USA hanno aperto un'inchiesta per valutare se l'import di auto cinesi sia "*un rischio per la sicurezza nazionale*" (e in tal senso va letto il recente provvedimento per cui i dazi sulle auto elettriche cinesi passeranno a breve al 102.5%, dall'attuale 27.5% che già di per sé risulta molto penalizzante per molti produttori cinesi desiderosi di ampliare quote di mercato nel mercato statunitense): anche perché il Dragone ha costruito meticolosamente nel corso degli anni la sua potenza d'urto e la Casa Bianca è perfettamente consapevole che la Cina ha preso la decisione strategica di dare priorità ai veicoli elettrici già nel lontano 2009, quando il mercato era ancora praticamente inesistente; in effetti, le misure di sostegno adottate a vario titolo tra il 2011 e il 2019 da Pechino sono stimabili in oltre 50 miliardi di dollari e le agevolazioni fiscali per l'acquisto di veicoli elettrici ammonteranno a circa 70 miliardi di euro nel periodo 2024-2027. Numeri importanti, dunque, che non hanno lasciato indifferente nemmeno il Fondo Monetario Internazionale, il quale si è affrettato a precisare che "*la politica industriale non è una bacchetta magica, ma è soggetta a errori e può avere costi elevati*"; l'FMI ritiene che le misure a sostegno



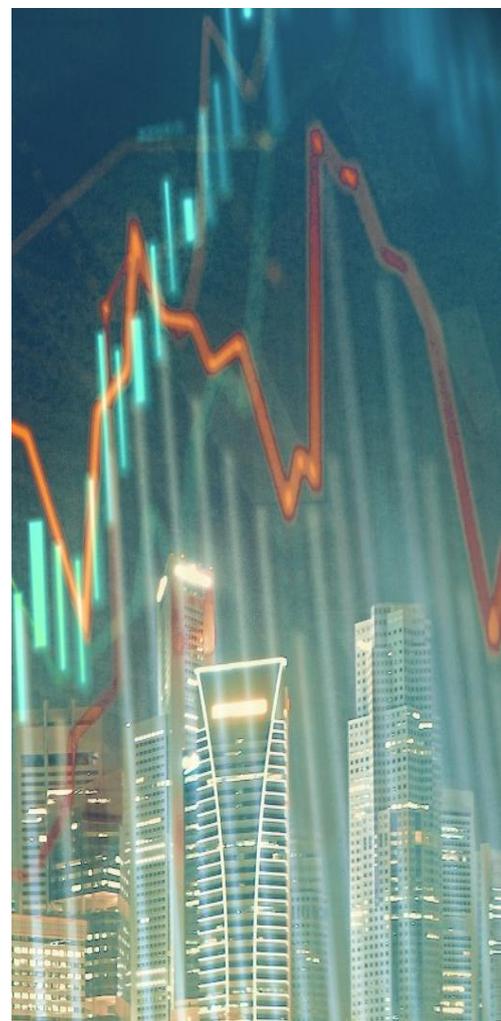
dell'innovazione debbano essere in grado di *“generare benefici sociali misurabili, come l' emissione di anidride carbonica”*, fermo restando che non devono esserci *“discriminazioni ai danni delle aziende straniere”*. Inoltre, la maggior parte delle politiche industriali si basa su *“costosi sussidi o agevolazioni fiscali che possono essere dannosi per la produttività e il benessere se non sono mirati: questo accade spesso quando sono mal indirizzati verso settori che godono di connessioni politiche”* mentre, all'opposto, *“misure di sostegno all'innovazione, se ben progettate con incrementi medi di spesa sul PIL pari allo 0.5%, possono determinare ritorni del 2% sul PIL medesimo”* (e forse Pechino, nel Vecchio Continente, ha ritenuto opportuno recepire al meglio tali raccomandazioni aprendo nuovi stabilimenti all'interno dell'Unione, se non altro per schivare quei fastidiosi dazi sull'export che, all'opposto, Biden ha voluto fortemente imporre oltreoceano per salvaguardare l'automotive americano).

La nostra considerazione sull'intero comparto auto è certamente costruttiva in quanto trattasi di una componente fondamentale nella definizione del ciclo economico-produttivo, pur nella convinzione che, per quanto riguarda la fattispecie specifica dei BEV, il processo di elettrificazione su scala globale verosimilmente si attuerà con una tempistica più estesa rispetto a quanto prospettato, forse troppo ottimisticamente, dagli organismi istituzionali che fanno capo alla Commissione europea.

## L'ANDAMENTO DEI MERCATI

La terza settimana di maggio si è aperta subito all'insegna del colore verde sui mercati asiatici, con particolare rilevanza per Cina e Hong Kong, in ragione del fatto che la comunità finanziaria ha apprezzato la decisione della *People's Bank of China* di lasciare invariati i tassi LPR a 1 e 5 anni (ovvero i tassi di riferimento che le banche applicano a famiglie e imprese), dimostrando inoltre grande interesse per il piano annunciato da Pechino (venerdì 17) inerente alla gestione delle case invendute e dei cantieri ancora aperti: anche perché si tratta di misure *“storiche”*, finalizzate a stabilizzare il settore immobiliare in crisi profonda da anni, consentendo ai governi locali di acquistare alcuni appartamenti allentando le regole sui mutui (in particolare, riducendo il contributo minimo necessario per il primo acquisto immobiliare al 15%) e impegnandosi a consegnare le case non finite.

Nello specifico, come disposto dal vice premier cinese He Lifeng, *“nelle città dove ci sono un gran numero di unità abitative, le autorità potranno ordinare e acquistare alcuni di questi appartamenti a valori ragionevoli per usarle come alloggi a prezzi accessibili”*; tale iniziativa, come facilmente intuibile, è di notevole portata e da tempo gli analisti attendevano un intervento governativo così congegnato, tale cioè da sostenere con propri acquisti un settore che al suo apice rappresenta un quinto del PIL nazionale: sarà sufficiente? Al momento nessuno sa rispondere al quesito, ovviamente, ma la banca centrale cinese ha già fatto sapere di essere disposta a limare ulteriormente i tassi di interesse ipotecari, ragion per cui, almeno a livello di fiducia, vi sono forti aspettative. Nel mentre, non si può certo dire che la fiducia manchi su scala globale, considerando che tra mercoledì 15 e giovedì

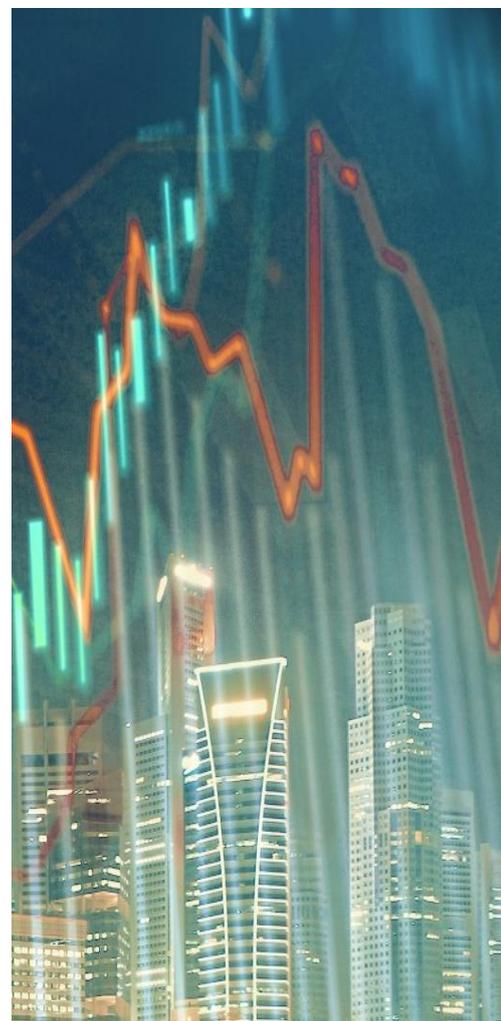


16 maggio ben 18 listini hanno testato nuovi massimi, dall'Asia all'Europa agli USA: a trainare il rally le trimestrali sopra le stime, le attese sul taglio dei tassi, la (sempre) abbondante liquidità globale e un'economia che cresce, ma non troppo. Quest'ultimo aspetto, peraltro, sembra diventato il nuovo mantra degli investitori poiché la *"goldilocks economy"* rimanda al concetto di un'economia né troppo calda né troppo fredda, ma "giusta", ovvero ideale per supportare la crescita senza alimentare un eccessivo surriscaldamento in termini di inflazione attesa, con effetti indesiderati sulla dinamica dei tassi: questo, di fatto, il sentiment che spiega l'attuale persistente appetito per il rischio e che induce Blackrock, il più grande asset manager al mondo, ad affermare che *"vale la pena tenere sicuramente le azioni per i prossimi due anni perché frutteranno"*, pur in un contesto in cui il Ceo di JPMorgan (J. Dimon) invita alla prudenza in quanto *"c'è la possibilità che l'inflazione rimanga più elevata e i tassi salgano più in alto di quanto si pensi"*.

In effetti, dalle ultime che filtrano dai banchieri centrali americani, il percorso in direzione di una politica più accomodante appare ancora tortuoso e tutt'altro che scontato; Loretta Mester ha fatto sapere di *"cercare una maggiore evidenza che le pressioni inflazionistiche stiano effettivamente rallentando"*, laddove Barr ha sentenziato che *"l'inflazione del primo trimestre è insoddisfacente, per cui un approccio restrittivo si rende ancora necessario"*, mentre il "falco" Kashkari ha ribadito che *"i tassi dovrebbero rimanere stabili per il momento e allo stesso modo i costi di finanziamento dovrebbero restare invariati"*. Jefferson, a sua volta, ha sottolineato che *"il recente calo di alcuni indicatori chiave dell'aumento dei prezzi è incoraggiante, ma è troppo presto per sapere se l'inflazione è tornata su un percorso sostenibile verso il target del 2%"*, astenendosi inoltre dall'indicare un possibile timing in tema di taglio dei tassi (e sulla stessa falsariga si era pronunciato pure Williams qualche giorno prima, ricordando che *"i dati non sono ancora sufficienti per convincere la FED a cambiare strategia sui tassi in tempi brevi"*).

Del resto, gli stessi verbali della FED, rilasciati mercoledì 22, lasciano intendere come la banca centrale sia orientata a tassi alti, per un periodo più lungo del previsto; l'inflazione sta scendendo più lentamente delle attese e vari componenti della FED sono pronti ad alzare i tassi di interesse se necessario, considerato che molti sono "incerti" su quanto la politica monetaria sia veramente restrittiva: in ultima istanza, *"I dati suggeriscono che il processo di disinflazione impiegherà più tempo delle attese"*.

Nel mentre, gli occhi di Wall Street erano tutti puntati sulla trimestrale di Nvidia nella serata di mercoledì 22 e, in effetti, ne valeva la pena poiché, ancora una volta, i numeri rilasciati hanno certificato lo strapotere della star dell'intelligenza artificiale che ha letteralmente bruciato via le stime degli analisti in termini di utili e fatturato, preannunciando inoltre grandi aspettative per il secondo trimestre; per di più, non solo ha annunciato un aumento del dividendo del 150% e un frazionamento azionario per *"rendere i titoli più accessibili agli*

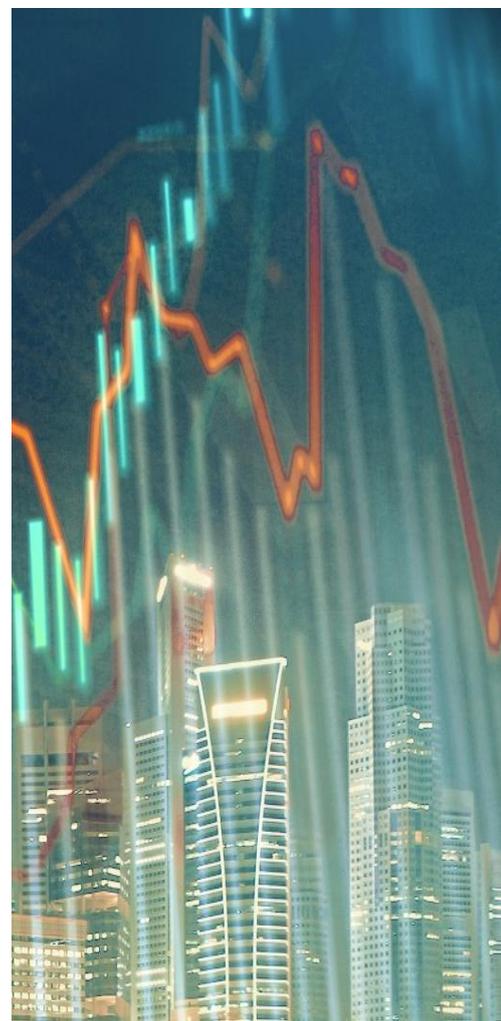


*investitori*”, ma ha anche firmato un’intesa con Dell per una nuova serie di pc dotati di intelligenza artificiale: in pratica, se il 2023 sarà ricordato come l’anno dell’AI generativa sottoforma di chatbot, l’anno in corso dovrebbe essere quello in cui le innovazioni saranno traslate sui prodotti. Unico neo per la società di Santa Clara (California), leader mondiale nella progettazione di chip avanzati, è dato dalla gelata sugli ordini in arrivo da Amazon; in effetti, come riportato qualche giorno fa, l’unità di servizi cloud di Amazon (la più importante al mondo per numeri e fatturato) ha messo in pausa gli ordini del più avanzato “*superchip*” di Nvidia in attesa di un nuovo modello più potente (in altri termini, nella lista della spesa di Amazon c’erano ancora molti chip H100, quelli per intenderci che hanno fatto la fortuna dei conti di Nvidia, ma ormai i clienti top sono già focalizzati sul nuovo processore *Blackwell* che dovrebbe essere distribuito entro la fine dell’anno).

Per quanto poi riguarda il Vecchio Continente, in tema di politica monetaria, sembra esserci maggiore convergenza (pur con i dovuti distinguo) tra i banchieri centrali, con Villeroy che si dice convinto che ci sia *“una significativa probabilità di taglio tassi a giugno”*, così come Knot, oltre ad esprimere il proprio favore per un approccio più accomodante, ostenta manifesto ottimismo aspettandosi *“un’accelerazione dell’economia dell’Eurozona nella seconda parte del 2024”* (e in effetti il PMI Composite è salito ancora a maggio di 0.6 punti, a 52.3, portandosi così sulla media di lungo periodo e confermando l’uscita dell’Eurozona dalla fase di stagnazione); più prudentiali, invece, i commenti di Kazaks, per il quale *“dato che l’inflazione si muoverà in modo laterale per la maggior parte dell’anno, non ci si deve aspettare un qualche tipo di azione ad ogni riunione”*, aggiungendo che *“l’economia non è particolarmente debole, quindi non c’è alcun motivo per affrettare i tagli dei tassi. Facciamo le cose in modo misurato e rimaniamo pazienti. Il tasso di deposito del 4% della BCE è profondamente in territorio restrittivo, il che significa che i tassi elevati continueranno ad agire da freno sulla crescita economica attenuando il rischio che l’inflazione si radichi e diventi strutturale”*.

Il saldo settimanale dei principali listini azionari esplicita il tipico consolidamento atteso dopo una gran galoppata su nuovi record (per diverse Borse), con l’S&P 500 saldo in area 5300, l’Eurostoxx 600 ampiamente oltre la soglia 500 e, sul versante asiatico, con Topix e Shanghai Composite comodi oltre i rispettivi livelli 2700 e 3100.

Universo obbligazionario tendenzialmente adirezionale, con i rendimenti decennali americani chiusi nello stretto range 4.4%-4.5% e i corrispettivi tedeschi tra 2.4% e 2.6% (e propensione ascendente in chiusura di ottava), a fronte di uno spread Btp-Bund sempre stabile nell’intorno dei 130 punti base. Moneta unica in lieve flessione dopo un massimo settimanale a 1.0885 e yen con vista 160, dunque sempre più debole e sempre ben gradito alle società export-oriented. In tema di commodities, petrolio incapace di evolvere oltre la soglia 80 (e dunque debole per tutta la sorsa ottava), con i trader propensi



ad attendersi una flessione delle quotazioni sul mercato delle consegne fisiche anche se, a dire il vero, nelle ultime settimane sono altre le materie prime che hanno conquistato le luci della ribalta; il rame continua a tenere gli operatori in apprensione dopo che l'AIE (Agenzia Internazionale per l'Energia) ha ribadito le sue preoccupazione per un deficit significativo nel breve-medio termine, mentre non è passata inosservata la giornata di lunedì 20 maggio, da Guinness dei primati, che ha visto platino e argento puntare a nuovi top (con quest'ultima commodity sui massimi dal 2012) anche perché, come noto, sia l'argento che il platino sono una sorta di "ibrido": metalli preziosi, ma caratterizzati da una fetta consistente di impieghi industriali, il primo soprattutto negli impianti solari fotovoltaici, il secondo nell'automotive, dove si sta assistendo ad un'imprevista ripresa dei consumi nelle marmitte catalitiche, necessarie nei motori termici e non in quelli elettrici (entrambi i metalli erano rimasti a lungo tiepidi di fronte al potente rally dell'oro e forse non è un caso se il risveglio dal torpore sia stato solo di recente, quando al centro dell'attenzione si è spostato il rame).



## 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.