

WEEKLY UPDATE

14 ottobre 2024



MENTRE HONG KONG SI MUOVE TRA LUCI E OMBRE, LA COREA DEL SUD GUADAGNA SEMPRE PIÙ CONSENSI

In merito a Hong Kong, va anzitutto chiarito un concetto di fondo, al fine di evitare equivoci facilmente confutabili anche da un punto di vista strettamente storico: la piazza di Hong Kong era e rimane (almeno per ora) il più importante hub finanziario dell'Asia e del business nel senso lato del termine e la vivacità del mercato borsistico ne rappresenta un'ulteriore tangibile testimonianza.

Non a caso, mentre l'indice cinese Shanghai Composite, a seguito di forti iniezioni di liquidità da parte della People Bank of China, ha realizzato un importante minimo ciclico mercoledì 18 settembre, l'Hang Seng di Hong Kong aveva già svoltato al rialzo con un mese e mezzo di anticipo (martedì 6 agosto).

Inoltre, la capacità attrattiva di capitali, unitamente a una dinamica innovativa consolidata negli anni, resta fiorente nell'ex colonia britannica, se è vero che solo pochi mesi fa il primo Etf dedicato in esclusiva al mercato azionario dell'Arabia Saudita è stato quotato proprio sulla piazza di Hong Kong, attirando subito investimenti pari a un miliardo di dollari da parte degli investitori istituzionali.

Ciò premesso, e fermo restando che il PIL del secondo trimestre ha registrato una solida crescita del 3.3% grazie al tangibile contributo dell'export, non sfuggono agli osservatori internazionali alcuni fattori in chiaroscuro che, in ottica prospettica, rischiano di minare una leadership maturata nel corso dei decenni, anche grazie ad una valuta domestica

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

saldamente ancorata al dollaro che, di fatto, ha reso Hong Kong il più importante centro di *funding* asiatico per il dollaro *offshore*.

Anzitutto, stando ad un recente sondaggio a cura della Camera di Commercio americana con sede a Hong Kong, oltre il 60% dei partecipanti ha risposto di voler procedere con cautela prima di espandere i propri business nella città asiatica e tra le ragioni prioritarie citate spiccano i non idilliaci rapporti delle due superpotenze (Cina e Stati Uniti), unitamente al palese rallentamento della congiuntura economica cinese, laddove poi un terzo dei rispondenti ha richiamato esplicitamente l'attenzione sulle leggi che regolano la sicurezza nazionale, ritenute ormai vecchie e obsolete.

Più concretamente, numeri alla mano, si assiste ad un progressivo deflusso di società americane che con maggiore frequenza spostano altrove (magari a Singapore) il proprio quartier generale, soprattutto dopo che il 6 settembre il governo americano ha rilasciato un bollettino aggiornato sui potenziali pericoli in cui potrebbero incorrere le società che operano a Hong Kong (*"i rischi da affrontare sono in aumento"*), anche perché crescono le bancarotte societarie, vengono tagliati i livelli occupazionali e le vendite al dettaglio sono fiacche.

Insomma, se può essere inappropriato definire ora Hong Kong come "Paese decadente", è pur innegabile, rispetto a qualche anno fa, che il gigante asiatico ha perso il tocco magico, un po' forse per demeriti propri, un po' per il fiato sul collo che da Pechino arriva sempre più fastidioso.

Nel mentre, proprio perché la leadership di Hong Kong non appare più granitica come un tempo, alla comunità finanziaria internazionale non è certo sfuggita la lenta, inesorabile ascesa della Corea del Sud, quale potenziale astro nascente nel firmamento asiatico.

Anzitutto, a scanso di equivoci, è bene fare subito una precisazione, assolutamente indispensabile al fine di comprendere alcuni temi di fondo che, almeno apparentemente, potrebbero sembrare contraddittori: la Borsa di Seul, nonostante la Corea annoveri alcune delle aziende più dinamiche e innovative al mondo nei settori dei semiconduttori e dei materiali, presenta valutazioni societarie che, in media, risultano le più basse tra i Paesi Emergenti.

Le ragioni del cosiddetto "*Korea discount*" sono ascrivibili alla debolezza della governance aziendale e all' inappropriato trattamento degli investitori di minoranza e, più in particolare, a quel fenomeno, tutto coreano, noto come "*Chaebol*", ovvero a quelle strutture di "associazioni di affari" (letteralmente), tali per cui i grandi gruppi societari prevedono partecipazioni incrociate e un controllo familiare non sempre supportato da una quota di proprietà commisurata; ne deriva che "*gli investitori tendono ad attribuire una valutazione inferiore, ossia uno sconto holding, alle società con molteplici controllate quotate e non quotate, poiché temono un'allocazione non ottimale del capitale all'interno di una struttura a holding*".

Ciò premesso, il vento del cambiamento dovrebbe presto soffiare sulle obsolete regole del mondo imprenditoriale coreano in ragione del fatto che, a questa sorta di capitalismo feudale, i responsabili politici stanno attivamente cercando di mettere un freno attraverso il programma denominato "*Value-Up*", che mira a "*incrementare le valutazioni azionarie attraverso la definizione di obiettivi per migliorare il valore aziendale, incentivi fiscali per promuovere il cambiamento e il riconoscimento del mercato tramite il lancio di un indice e fondi negoziati in Borsa*".



Il *Value-Up*, in sostanza, si fonda su tre principi cardine: miglioramento del valore, trasparenza e autovalutazione e, aspetto non poco rilevante, prevede un'adesione volontaria, a differenza del codice di corporate governance giapponese che obbliga a conformarsi o giustificarsi (*"comply or explain"*): in ogni caso, per quanto il programma *Value-Up* sia facoltativo, i regolatori sono pienamente convinti che il mercato premierà con valutazioni più elevate le società che ne abbracceranno gli obiettivi (ben sapendo che alcuni interventi fiscali urgenti dovranno essere apportati per rendere vincente il programma, considerato che l'elevato livello di tassazione sui dividendi disincentiva i grandi azionisti coreani a richiedere maggiori distribuzioni, portandoli a cercare di estrarre valore dalle società attraverso altre modalità, spesso a scapito degli investitori di minoranza).

Peraltro, va anche sottolineato che i *Chaebol* dominano l'economia del Paese da decenni e spesso logiche di controllo e benessere personale degli azionisti di maggioranza decidono le scelte di investimento a discapito della redditività aziendale e della soddisfazione di tutti gli stakeholder e non è, difatti, un caso che i buyback e i dividendi del Kospi (l'indice della Borsa coreana) siano tra i più bassi al mondo; inoltre, va da sé, le partecipazioni incrociate rappresentano un altro serio problema, come lo era in Giappone qualche anno fa, visto che rendono le operazioni di fusioni e acquisizioni particolarmente difficili, se non addirittura impossibili, senza contare che la Corea vanta il discutibile primato di una delle tassazioni per la successione più alte al mondo (50%), elemento che non incentiva certo i proprietari ad accrescere il valore borsistico delle proprie aziende, alla luce di quanto pagherebbero nei passaggi generazionali delle quote agli eredi.

Al di là delle citate argomentazioni, comunque, negli ultimi anni molti investitori retail hanno aperto conti di trading, ragion per cui sia il governo che l'opposizione sono incentivati a migliorare l'appetibilità del mercato azionario, vista l'accresciuta partecipazione popolare e, in tale ottica, si innesta il programma *Value-Up* con la non celata ambizione di agire in positivo sul Roe di mercato.

Sotto il profilo strettamente macroeconomico, poi, vi è una chiara percezione, da parte della comunità internazionale, che la Corea del Sud, pur essendo formalmente un Paese Emergente, in realtà sia equiparabile a tutti gli effetti a un Paese sviluppato; per il 2024, gli economisti stimano una crescita economica del 2.5%, guidata dalla spesa interna e dalle esportazioni, pur con un debito alto così ripartito: un debito pubblico sostenibile, pari al 56.6% del PIL, e un debito privato rilevante, pari al 281% del PIL, circostanza che rende l'economia particolarmente sensibile alla dinamica evolutiva dei tassi.

Senonché, il percorso accomodante intrapreso dalla FED dovrebbe potersi traslare anche sull'economia coreana con effetti benefici, anche perché l'indice di fiducia dei consumatori è ulteriormente salito di recente, registrando il livello più alto dal secondo trimestre del 2012 e, a detta, degli analisti, potrebbe ancora salire se le autorità limitassero i propri interventi sul mercato, ad esempio disciplinando meglio le vendite allo scoperto e favorendo un approccio comunicativo più diretto e trasparente.

In ultima istanza, posto che la Corea potrebbe seguire le orme del Giappone degli ultimi dieci anni e avere un re-rating massivo dei suoi titoli, pur in un contesto in cui la sfida demografica sta diventando sempre più un problema per le economie dell'Asia orientale, *"ci sono pochi dubbi sul fatto che il mercato coreano rimanga in una posizione strategicamente importante nei*



temi di investimento come la nuova rivoluzione GenAI, la transizione energetica verde e la riallocazione della catena di approvvigionamento”.

Con un ulteriore potenziale asso nella manica: la propensione delle nuove generazioni coreane a spendere molto nei prodotti del lusso (soprattutto in Europa) e dunque a giustificare una corsa alla ricchezza e al benessere, proprio mentre in Cina (e verosimilmente a Hong Kong come effetto domino), ora più che mai, l'apparato governativo che fa capo al presidente Xi Jinping sta rivalutando le vecchie tesi di Mao Tsetung di “*non ostentare affatto le proprie ricchezze*” e un eventuale alto tenore di vita, con grande preoccupazione, in primis, degli *influencers* cinesi che, a quanto pare, sarebbero seguiti come sorvegliati speciali dalla nomenclatura del Celeste Impero.

L'ANDAMENTO DEI MERCATI

La seconda settimana di ottobre è iniziata all'insegna di un diffuso ottimismo per la comunità finanziaria internazionale, in ragione del simultaneo concorso di due fattori differenti, non facilmente prevedibili a livello di stime, ma sicuramente forieri di grandi speranze per l'immediato futuro da qui a fine anno: da un lato, scomodando anche le statistiche storiche più remote, non è mai accaduto che il listino USA chiudesse con un rally così sostenuto (+21%) i primi nove mesi di un anno elettorale e, dall'altro lato, non c'è alcun dubbio che i numeri relativi al mercato del lavoro rilasciati venerdì 4 abbiano stupito le aspettative di economisti e strategist, stracciando le stime di consenso e creando i presupposti per una crescita lanciata nell'ultimo trimestre del 2024, dove sanità e ristorazione sono stati i motori della nuova occupazione e senza dimenticare che sovente la battaglia finale per la conquista della Casa Bianca si combatte proprio sul terreno della buona salute della congiuntura economica.

Ovviamente, se è vero che per i mercati finanziari ogni medaglia ha spesso due facce, alla tonicità (inattesa) del mercato del lavoro fa da contraltare il timore che l'inflazione non sia del tutto domata; in tale ottica, Barkin (FED di Richmond) ha voluto subito precisare di “*essere favorevole ad altri 50 punti base di tagli entro fine anno; tuttavia c'è il pericolo che l'inflazione resti “appiccicosa” nel 2025, impedendo alla banca centrale di ridurre il costo del denaro nella misura attesa dagli investitori*”.

Non solo, ma il banchiere ha anche sottolineato che, guardando alla seconda metà del 2025, l'andamento dei prezzi risulta più preoccupante rispetto a quello del mercato del lavoro, mentre nel breve periodo i rischi maggiori restano più sbilanciati sulle dinamiche occupazionali.

Peraltro, qualche analista, proprio in tema di possibile escalation di costi, ha richiamato l'attenzione sullo sciopero dei portuali negli USA, dove ben 36 scali merci sono rimasti bloccati per un'agitazione che è poi stata sospesa solo all'ottenimento di aumenti salariali, ragion per cui, anche se è stato scongiurato il primo sciopero nei porti della costa atlantica e del Golfo del Messico in quasi cinquant'anni, il danno economico stimato è già al centro di febbrili calcoli (il Conference Board ha valutato che il blocco e i conseguenti ritardi possano costare 3.8 miliardi, se non addirittura 4.5 miliardi al giorno secondo le stime di una casa di investimento, considerando che da quei porti transita abitualmente ben metà del traffico merci statunitense via mare, interessando settori cruciali che vanno dall'auto all'elettronica, dall'energia all'agricoltura).



In ogni caso, al netto delle tensioni sindacali, gli investitori danno l'impressione di fiutare sempre più la crescita USA, con tanto di rafforzamento del dollaro e dei tassi: detto in altro modo, come piace di più all'impalcatura mediatica, più che di *hard landing* o *soft landing* ora si comincia a vagheggiare l'ipotesi del *no landing*, ovvero nessuna recessione all'orizzonte (sempre che, ovviamente, il quadro geopolitico non si complichino oltremodo e il petrolio rimanga confinato in un range di quotazioni compreso tra i 75 e gli 85 dollari al barile).

Una cosa pare certa, comunque, come ben sintetizzato da uno strategist, ovvero *“le banche centrali stanno diventando più imprevedibili e gli investitori dovranno adattarsi a questo nuovo scenario”*, fermo restando che, a livello di Eurozona, *“la combinazione di crescita debole e bassa inflazione non lascia molta scelta ai banchieri centrali, per cui la nostra aspettativa è che nel medio termine si possa convergere verso un tasso neutrale fra il 2% e il 2.25%”*.

In effetti, semmai ci fosse bisogno di ulteriore conferma, gli ultimi dati dalla Germania hanno certificato un nuovo crollo degli ordini alle fabbriche del -5.8%: in pratica, dopo due mesi di illusoria crescita, nella scorsa settimana si è registrato il peggior calo da gennaio, di gran lunga inferiore rispetto a quanto stimato dagli economisti e puntuale è arrivato il commento di Frank Elderson nel corso di un'intervista martedì 8.

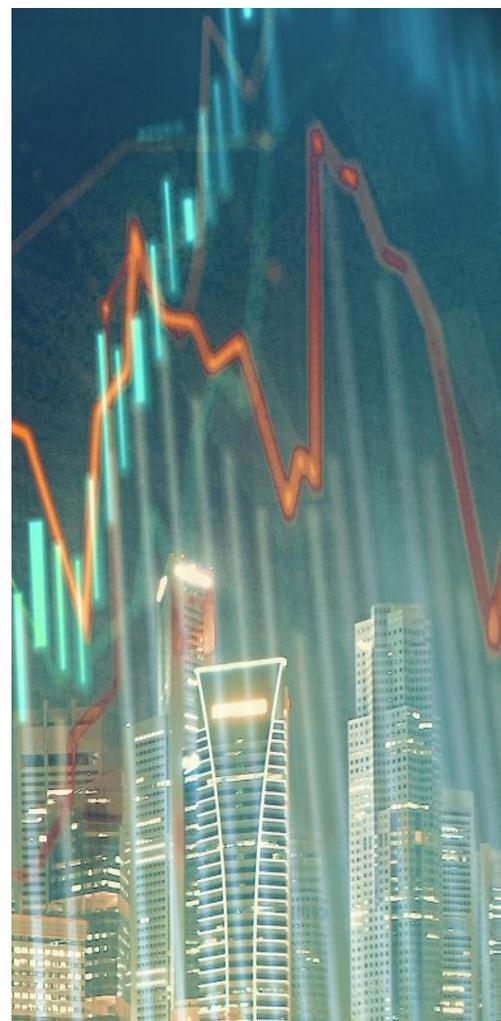
In sostanza, il membro del Comitato esecutivo della BCE ha confermato che *“diversi recenti indicatori suggeriscono che i rischi al ribasso per la crescita economica si stanno già concretizzando, quindi dovremo valutare attentamente se ciò avrà implicazioni sulle nostre prospettive di inflazione”*, ribadendo che *“se le nostre proiezioni secondo cui l'inflazione convergerà verso l'obiettivo del 2% nella seconda metà del 2025 saranno confermate, continueremo ad allentare gradualmente. Allo stesso tempo, dobbiamo mantenere una certa flessibilità per quanto riguarda il ritmo degli aggiustamenti. Ciò dipenderà dai dati in arrivo, dalla situazione economica e dall'inflazione”*.

E, in effetti, Kazaks ha ammonito che il rischio di inflazione persistente nel settore dei servizi rimane superiore alle preoccupazioni per l'andamento dell'economia dell'euro, fermo restando che *“l'economia è debole e se i tassi rimangono troppo alti a lungo ci potrebbe essere un rallentamento eccessivo dell'economia e un aumento della disoccupazione”*.

Isabel Schnabel, nota rigorista tedesca, a sua volta ha confermato che *“non possiamo ignorare i venti contrari alla crescita; con segnali di indebolimento della domanda di lavoro e ulteriori progressi nella disinflazione sta diventando più probabile un calo sostenibile dell'inflazione al nostro obiettivo del 2% in tempi rapidi, nonostante l'inflazione dei servizi ancora elevata e la forte crescita dei salari”*.

In tale ottica, De Guindos ha riaffermato la valenza segnaletica dei sondaggi su famiglie e imprese, ammettendo che *“oggi, sebbene i modelli basati su aspettative razionali costituiscano ancora un utile punto di riferimento nelle nostre analisi e ricerche, non si ritiene che forniscano una solida base per comprendere i cicli economici; negli ultimi cinque anni i sondaggi hanno ripetutamente mostrato la loro utilità, soprattutto consentendo di stimare la risposta del mercato del lavoro allo shock pandemico”*.

In più, è senz'altro di conforto la recente indagine a cura di Scope Ratings, secondo cui le banche europee stanno tornando ad investire



nell'immobiliare commerciale, seppur con doverosi distinguo; in pratica, stando ai punti salienti del report, solo le società con un rating *investment grade* BBB e superiore hanno accesso ai mercati dei capitali di debito più liquidi: per tutte le altre, il rischio è che, senza accesso a risorse e finanziamenti, si abbia un effetto a catena di vendita di asset più datati e fuori mercato, con un ulteriore effetto-repricing su tutto il comparto del *commercial real estate* (più precisamente, *“sebbene riteniamo che i prezzi abbiano toccato il fondo per alcune asset class immobiliari, il nervosismo degli investitori indica anche il rischio di ulteriori cali dei valori immobiliari nella fascia più rischiosa del mercato europeo; se dovesse arrivare sul mercato una parte dei 128 miliardi di euro in investimenti immobiliari detenuti dai fondi aperti tedeschi, il rischio di ulteriori svalutazioni di mercato sarebbe significativo”*).

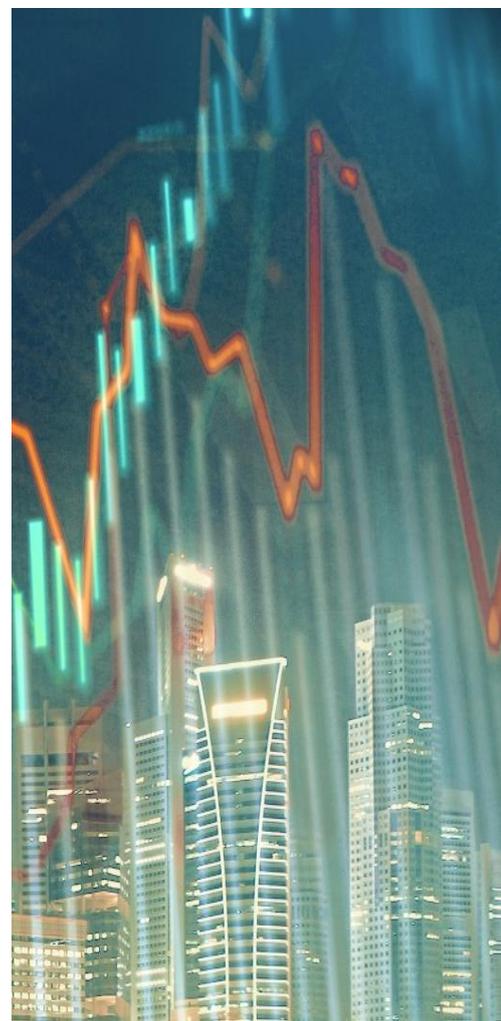
Per quanto riguarda poi gli eventi d'oltreoceano, le attenzioni degli operatori erano tutte focalizzate sui nuovi dati di inflazione e sulle trimestrali delle Big Banks USA; per quanto attiene alla dinamica dei prezzi, l'inflazione core è aumentata al 3.3% su base annua (contro il 3.2% stimato dal consenso, a fronte di una flessione dei prezzi energetici e di un incremento dei generi alimentari su base mensile); nello specifico, l'accelerazione della crescita dei prezzi core in settembre è stata abbastanza generalizzata, riguardando sia i beni sia i servizi (ma con la rilevante eccezione degli affitti) e all'aumento ha contribuito il comparto dell'auto, dove i prezzi sono tornati a salire nel caso delle auto usate: nel complesso, comunque, il dato sull'inflazione di settembre non modifica in maniera significativa le attese per l'esito della prossima riunione della FED del 7 novembre, che si sono assestate su un taglio di 25 pb dopo i dati sul mercato del lavoro di settembre pubblicati venerdì 4 ottobre.

Il comparto bancario americano, a sua volta, ha confermato il buono stato di salute con JPMorgan e Wells Fargo che hanno battuto le stime di consenso sia in termini di margini di interesse che di commissioni sull'investment banking, anche se il Ceo di JPMorgan (J. Dimon) ha tenuto a sottolineare la verosimile insorgenza di problemi come *“deficit fiscali, esigenze infrastrutturali e riorganizzazione del commercio”*, oltre ai rischi geopolitici in aumento.

Il saldo settimanale dei principali listini azionari ha evidenziato un consolidamento al rialzo sia sul versante occidentale che su quello orientale, con l'S&P 500 su nuovi massimi assoluti oltre 5800, l'Eurostoxx 600 sempre saldo in area 520, il Topix al nuovo riaggancio di quota 2700 e lo Shanghai Composite solido oltre 3200 dopo l'*exploit* della settimana precedente.

Universo obbligazionario debole, con i rendimenti decennali americani ben oltre il 4% e i corrispettivi tedeschi in direzione 2.3%, a fronte di uno spread Btp-Bund sovente sotto i 130 punti base.

Moneta unica di nuovo in flessione, con minimo settimanale a 1.09 mentre, in tema di commodities, il petrolio ha registrato un massimo settimanale oltre i 78 dollari in quanto le preoccupazioni sul conflitto in Medio Oriente continuano a sostenere i prezzi, nonostante una domanda relativamente tiepida su scala globale.



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.