

# WEEKLY UPDATE

18 novembre 2024



## AUTOMOTIVE IN CRISI DI DOMANDA E RISCHI DELL'OFFERTA PER I CHIPS DELL'INTELLIGENZA ARTIFICIALE

A fine settembre, quando Stellantis ha comunicato i dati e rivisto le stime dei risultati per il 2024, con conseguente tonfo in Borsa del 15%, è parso definitivamente chiaro e inconfutabile a tutti come il mercato dell'auto, semmai ancora vi fossero dubbi, stia vivendo una fase ciclica di crisi manifestamente diffusa: a livello di conti, di fiducia e di prospettive.

Nello specifico, Stellantis ha registrato nel solo mese di settembre un calo di volumi del 33.9%, con un mercato dell'auto in Italia in flessione del 10.7% rispetto a un anno fa ma, ovviamente, il fenomeno è di portata mondiale e, seppur in misura differente e con dinamiche diverse, coinvolge un po' tutti i continenti.

Nel Vecchio Continente, in particolare, da dove viene la grave crisi dell'automotive? Secondo molti osservatori, era palese fin da subito che le decisioni di un'Europa poco coesa da un punto di vista politico avrebbero aperto le porte ai cinesi (arrivati anche con le ibride e le termiche a gpl), devastando una filiera e un comparto di vitale rilevanza per l'intera area.

In realtà, in termini di similitudini, per capire che l'auto elettrica a batteria, imposta per legge, avrebbe creato non pochi problemi alla filiera dell'*automotive* bastava ripercorrere la storia delle tecnologie

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

ricordando cosa successe nel passaggio dalla musica analogica al digitale del cd e dello streaming (o con la fotografia digitale): senonché, in questi casi era in atto una naturale evoluzione darwiniana dove le nuove tecnologie soppiantavano le vecchie e, fattore non secondario, erano ben accette e comprese dai consumatori.

L'auto elettrica, al contrario, al di là delle necessarie, imponenti economie di scala indispensabili per supportare un business profittevole, non ha scatenato, salvo rari casi, una vera passione nei clienti; per farla breve, dietro a questa crisi ci sono cause di lungo periodo che stanno convergendo simultaneamente ad un vicolo cieco: dopo anni di esigui investimenti in innovazione e di incentivi marginali da parte delle istituzioni, l'intero settore si è trovato a dover affrettare il processo di transizione verso i veicoli elettrici, ancora molto costosi e poco interessanti per i consumatori europei (e dovendosi adeguare, nel frattempo, a norme europee molto severe, mentre la Cina disponeva di un mercato già fiorente, forte di una tecnologia necessaria per produrli, dalle materie prime alle batterie).

In pratica, a tutt'oggi, le auto elettriche risultano ben poco allettanti per il mercato di massa.

Le ragioni? A detta degli esperti di settore, la gran parte delle persone cerca veicoli per spostarsi *"con praticità e a basso costo"*: peccato che i modelli elettrici in circolazione non rispondano a nessuna delle due esigenze.

Anzitutto sono ancora imparagonabili in termini di costo rispetto a quelle con motore a combustione e, in secondo luogo, numeri alla mano, sono ben pochi i modelli elettrici sotto i 20mila euro, anche tra le fasce più basse.

In più, come noto, difettano di praticità, poiché non consentono di coprire grandi distanze, anche per carenze infrastrutturali dovute alla mancanza di un numero adeguato di colonnine di ricarica (non a caso, solo in Norvegia oggi circolano più auto elettriche che a benzina, grazie ad un'oculata politica di programmazione e di incentivi).

La dimensione attuale della crisi, dunque, è facilmente deducibile dall'andamento delle vendite di veicoli nuovi; secondo gli ultimi dati a cura dell'ACEA (Associazione Europea Produttori Auto), a settembre le immatricolazioni nella UE sono state il 18% in meno rispetto a settembre del 2023, con Germania, Francia e Grecia nelle prime tre posizioni quanto a perdite.

Il calo, poi, è stato particolarmente accentuato nelle vendite dei veicoli elettrici dove, ironia della sorte, si sono concentrati gli investimenti più massicci e onerosi, registrando un preoccupante 43.8% in meno rispetto a settembre 2023, e qui qualche analista ha tirato in ballo non solo la politica, con tutti i limiti e le contraddizioni che la caratterizzano, ma anche il top management delle aziende interessate: ossia, dove erano i Ceo e i direttori marketing quando si decidevano le normative di transizione? *"Molti di questi erano impegnati a disegnare un futuro*



*distopico tra offerta e domanda, interessandosi solo al valore del titolo in Borsa, non pensando al calo dei volumi e riempiendosi la bocca illustrando strategie di conquista del segmento elettrico premium per scalzare Tesla ipotizzando margini a pioggia: senza però avere prodotti, per tecnologia e design, all'altezza del compito".*

Insomma, a conti fatti, *"politica e strateghi delle case hanno rotto l'auto, nel vero senso della parola"* (e pure l'agenzia di rating Moody's ha di recente emesso la sua sentenza abbassando l'outlook, in ragione di aspettative di vendita in calo in USA, Europa e persino Cina, con una domanda che tende a flettere e un aumento della concorrenza che spinge i prezzi al ribasso; senza contare il Giappone, ultimo in ordine cronologico, dove Nissan, solo pochi giorni fa, ha annunciato il taglio di 9000 posti di lavoro e riduzione della capacità produttiva del 20%).

Peraltro, se la crisi dell'auto è tutta sul lato della domanda (i consumatori non comprano), nel mondo dei semiconduttori, al contrario, qualcuno sta cominciando a ipotizzare tensioni sul lato dell'offerta, almeno se si conviene che i tassi di crescita dell'intelligenza artificiale saranno nei prossimi anni esponenziali, dunque tali da essere classificati alla stregua di un boom senza precedenti.

In sintesi, premesso che, nel solo ambito dei computer quantistici, McKinsey prospetta un mercato da due trilioni di dollari entro il 2035 (con i governi impegnati a stanziare ben 42 miliardi), secondo uno studio di Bain & CO, la richiesta di semiconduttori nei data center, nei nuovi pc e negli smartphone con a bordo le ultime tecnologie intelligenti richiederà uno sforzo industriale enorme e, probabilmente, difficilmente raggiungibile. In effetti, la storia recente qualcosa ha pure insegnato e cioè che, quando durante la pandemia il mondo ha sperimentato un'insaziabile fame di connessione, i chip sono diventati improvvisamente merce rara e quasi introvabile, con i noti effetti consequenziali: iniziarono a scarseggiare i processori per gli elettrodomestici, poi quelli delle automobili e le dinamiche di mercato cambiarono velocemente, facendo esplodere i prezzi di alcuni prodotti (tipo le auto usate, vista la difficoltà ad acquistare nuovi veicoli).

Oggi, anno 2024, quella crisi di semiconduttori sembra archiviata e un lontano ricordo, ma la rivoluzione tecnologica in atto guidata dall'intelligenza artificiale (AI) potrebbe, in ottica prospettica, creare nuove, tangibili tensioni sul lato dell'offerta, per la semplice ragione che *"man mano che le applicazioni di intelligenza artificiale diventano sempre più utili, gli acquirenti che desiderano aggiornarle potrebbero accelerare gli acquisti di nuovi dispositivi, determinando un aumento della domanda simile a quello che la pandemia ha generato nella domanda di pc a breve termine"*.

Nella fattispecie specifica, da quanto risulta nel report, l'anello più vulnerabile nelle catene di fornitura di questi dispositivi saranno le fabbriche all'avanguardia che producono i chip più avanzati; tradotto in numeri, in uno scenario di rapida evoluzione dell'AI che induca un



incremento delle vendite di pc del 31% e una crescita degli smartphone del 15% entro il 2026, *“le fabbriche all'avanguardia dovrebbero aumentare la produzione di circa il 25%-35%, il che richiederebbe la costruzione di quattro o cinque fabbriche all'avanguardia aggiuntive per un costo stimato tra i 40 e i 75 miliardi di dollari”*.

Il problema è che non esiste solo il mercato dei dispositivi da soddisfare; secondo gli analisti, se la domanda di GPU di ultima generazione da parte dei data center raddoppiasse entro il 2026 (ipotesi ragionevole e tutt'altro che remota), *“i fornitori di componenti chiave dovrebbero aumentare la produzione del 30% e i produttori di packaging chip-on wafer-on-substrate (CoWoS) dovrebbero quasi triplicare la capacità produttiva entro il 2026”*: ci riusciranno? Peraltro, un assaggio molto attuale di quello che gli addetti ai lavori hanno già ribattezzato come il prossimo “collo di bottiglia” (incapacità dell'offerta di soddisfare tutta la domanda) è dato dai chip HBM a memoria ultra larga, ritenuti di vitale rilevanza nel conferire più energia ed efficienza, per i quali SK Hynix e Micron faticano a stare al passo con le richieste: anche perché, pur disponendo di mezzi per espandere la capacità produttiva, c'è piena consapevolezza che ci vorrà del tempo prima di disporre di nuovi impianti a regime.

A ciò si aggiunga, sempre sul lato dell'offerta, che le tensioni geopolitiche, le restrizioni commerciali e il disallineamento delle catene di fornitura dalla Cina da parte delle aziende tecnologiche multinazionali continuano a rappresentare gravi rischi per la fornitura di semiconduttori.

Sia chiaro: la questione non è imminente e, come fa notare qualche osservatore, il fenomeno rientra a pieno titolo nella logica capitalistica del *“boom and bust”*, cioè ascesa e crollo, nella misura in cui un business profittevole tende ad attrarre sempre più nuove realtà aziendali, fintantoché l'offerta sia in grado di saziare completamente la domanda, per poi evolvere, nelle fasi di maturità, addirittura in un eccesso di offerta.

Allo stato attuale, comunque, si può dire che il ciclo dell'offerta di semiconduttori sia ancora nella fase embrionale, ovvero vi sia decisamente un ampio spazio di crescita, sia per le aziende già operative (Nvidia su tutte) sia per quelle start-up che tentano di ritagliarsi un'area di profitto all'interno della filiera tecnologica, ragion per cui la nostra posizione sul comparto continua ad essere fortemente costruttiva, pur al netto delle prevedibili fasi di volatilità che, inevitabilmente, contraddistinguono l'universo complesso e composito dell' Hi-Tech.

## L'ANDAMENTO DEI MERCATI

La settimana successiva al trionfo di Trump è iniziata (lunedì 11) all'insegna di un colore verde brillante sui mercati azionari del versante occidentale, sempre più intrigati dalle promesse del



neoeletto 47° Presidente degli Stati Uniti; è pur vero che le campagne elettorali si prestano molto ad enfatizzare temi che possano riscattare i favori del pubblico votante e, certamente, anche Trump ha cavalcato a dovere i suoi cavalli di battaglia (dalla riduzione delle tasse, alla deregolamentazione, all'appoggio all'old economy e ai combustibili fossili), ma resta innegabile il fatto che i listini abbiano saputo prontamente adeguarsi alla nuova iniezione di ottimismo, con S&P 500 e Nasdaq su nuovi massimi assoluti e Small Cap che, nell'arco di una settimana, si sono rivalutate di quasi il 9%.

Ciò premesso, se da un lato alcune case di investimento tendono a richiamare l'attenzione sui valori del rapporto tra prezzo e utili (rettificato in base all'inflazione degli ultimi 10 anni) dell'S&P 500 (cosiddetto *Cape*) facendo notare che l'attuale soglia pari a 38 è storicamente classificabile come piuttosto cara (e, con l'eventuale applicazione dei dazi, l'inflazione potrebbe crescere di un ulteriore 2-3%), dall'altro lato, con oltre il 90% dei membri dell'S&P 500 che hanno riportato i risultati trimestrali, ancora una volta i numeri hanno sorpreso le stime di consenso con un balzo dell'8% degli utili e del 6% del fatturato, certificando di fatto uno stato di salute dell'economia che appare sempre fortemente costruttivo e resiliente a qualsivoglia avversità (*in primis* alle note tensioni geopolitiche).

Per di più, in ottica prospettica, Wall Street nutre forti aspettative in campo finanziario dalla *deregulation* promessa da Trump in campagna elettorale; in effetti, guardando al settore bancario, l'attenzione è tutta concentrata sulle nuove regole globali di Basilea 3, che in Europa sono state già approvate in via definitiva ed entreranno in vigore da gennaio 2025, mentre negli USA la proposta delle Autorità di vigilanza non è stata ancora approvata dal Congresso e, in ogni caso, entrerà in vigore dal 2026.

Nello specifico, la prima proposta avanzata dalla FED nel luglio 2024, che innalzava in modo sensibile i requisiti di capitale delle banche, era stata bocciata in modo bipartisan dal Congresso USA, mentre una nuova versione più "light" di Basilea 3 è stata presentata qualche settimana fa, anche se ora il mercato scommette che il neo presidente possa essere ancora più morbido nelle richieste di capitale alle banche, al fine di incentivare la capacità di finanziamento delle imprese: con il risultato, consequenziale, che Washington creerebbe un dislivello competitivo regolamentare con l'Europa (con vantaggio per le *Big Banks* USA), notoriamente soggetta a parametri normativi e patrimoniali decisamente più rigidi.

Oltreoceano, peraltro, possono già dirsi soddisfatti per le decisioni prese all'ultima riunione della FED, alla luce del fatto che *"abbiamo fatto un altro passo per ridurre il freno monetario e restiamo fiduciosi che la stabilità possa essere mantenuta"* (J. Powell), anche se alcuni economisti, a dirla tutta, invitano a non attribuire alla FED troppi meriti circa il recente calo dell'inflazione in quanto *"un'ennesima analisi econometrica ha confermato un risultato già emerso: il ruolo della FED nella caduta dei prezzi deve essere ridimensionato. Infatti, l'impatto che la politica monetaria restrittiva ha avuto sulla riduzione*



dell'inflazione può essere stimato tra il 20% e il 40%; il "merito", se così si può dire, va alla caduta dei prezzi dell'energia".

Per quanto poi riguarda il Vecchio Continente, il tema dei tassi è sempre molto caldo e Centeno ha voluto rassicurare i mercati che "il taglio dei tassi verrà, si farà con la velocità che deve essere fatta e lo stiamo facendo", anche perché la situazione della Germania, in particolare, non ammette ora troppi indugi e distrazioni.

Come noto, il governo Scholz è arrivato ormai ai titoli di coda e la crisi tedesca, che da economica è adesso anche politica, rischia di avere strascichi non trascurabili sull'intera Eurozona; a far dissolvere la coalizione composta da Spd, Verdi e Fdp è stata la frattura insanabile tra il cancelliere e il ministro delle Finanze Lindner sulla politica fiscale, in particolare sull'adesione al "freno al debito" previsto in costituzione.

La difesa a oltranza da parte di Lindner delle rigide regole di spesa ha indotto Scholz a licenziare il ministro che è anche leader del partito liberale ma, ciò premesso, è opinione diffusa che non ci si debba attendere un'espansione fiscale aggressiva dal prossimo esecutivo, con una stima prevalente che i conservatori arrivino a sostenere solo limitate misure fiscali aggiuntive rispetto al «freno» che impone che il debito pubblico non salga più dello 0,35% del PIL ogni anno: con il rischio concreto che la politica fiscale tedesca continui a rappresentare un ostacolo alla crescita del Paese.

I mercati chiaramente stanno alla finestra: nessun segnale di allerta, ma nei due giorni successivi al 6 novembre i Bund si sono deprezzati e per la prima volta il rendimento del titolo di stato tedesco ha superato quello dell'Irs (Interest rate swap), visto come un indicatore delle attività prive di rischio e usato da imprese e istituzioni finanziarie per proteggersi dalle fluttuazioni dei tassi.

Ai piani alti dell'Eurotower, ovviamente, sono perfettamente consapevoli che i rischi politici e l'incertezza sulle decisioni fiscali della Germania potrebbero portare a una persistente volatilità del mercato, con rendimenti degli asset tedeschi fluttuanti e premi di rischio in aumento per altre obbligazioni UE, ragion per cui l'evoluzione dinamica della situazione è attentamente monitorata: in pratica, a nessuno sfugge che "è probabile che i rendimenti tedeschi in aumento spingano verso l'alto i rendimenti di altri titoli di Stato europei, poiché i Bund solitamente danno il tono ai mercati del debito dell'Eurozona. Nel breve termine, potremmo vedere gli spread ampliarsi a causa della maggiore volatilità, il che espone le posizioni a lunga durata a un rischio maggiore di perdite; tuttavia, guardando più avanti, c'è un potenziale di compressione dello spread se la Germania emette più debito e spinge per una maggiore emissione di obbligazioni a livello di Unione Europea per finanziare settori come la difesa e questo scenario diventa più plausibile se la vittoria di Trump porta a un ridotto sostegno degli Stati Uniti all'Ucraina".



Nella scorsa ottava, comunque, anche la Cina ha avuto i suoi grattacapi, ben riflessi in un indice Shanghai Composite decisamente meno tonico rispetto alle settimane precedenti e gli addetti ai lavori hanno pochi dubbi nell'attribuire l'incertezza di fondo al nuovo maxi piano da 1400 miliardi di dollari che solo in parte ha trovato il favore degli investitori.

In estrema sintesi, Pechino ha provato a blindare gli enti locali messi in ginocchio dalla crisi immobiliare lanciando un'operazione straordinaria di stimolo fiscale che punta principalmente al rifinanziamento del debito, per la maggior parte occulto, rimasto tra le pieghe dei bilanci ufficiali delle municipalità; quella di venerdì 8 è stata una misura largamente attesa, che ora assume particolare rilevanza alla luce della rielezione di Trump e all'introduzione di nuovi dazi per il made in China: che in un contesto già difficile rappresenterebbero una sorta di pietra tombale per la traballante congiuntura cinese.

Si tratterebbe, peraltro, di nuovi dazi poiché quelli già in essere, pari a circa 300 miliardi di dollari all'anno, frutto del primo mandato presidenziale di Trump, in realtà non sono mai stati eliminati dal presidente uscente Biden; per farla semplice, salvare i governi locali è diventato ormai l'obiettivo prioritario di Xi Jinping, il quale ha prospettato una marcia in tre tappe, da qui al 2026, in grado di ridurre di almeno un settimo anche il cosiddetto "debito nascosto" maturato negli ultimi anni ma, a dire il vero, la comunità internazionale nutrive aspettative ben più corpose, soprattutto in tema di interventi mirati per il rilancio dei consumi interni, i quali, nel mentre, unitamente all'export, hanno dato segnali di pronto risveglio a ottobre (+4.8%), a conferma del fatto che il pacchetto governativo ha sortito qualche effetto, tutto da verificare nei prossimi mesi. Anche perché, per quanto la nomenclatura abbia annunciato di voler ridurre la tassa sull'acquisto di case nelle grandi città all'1% (da precedente 3%), è arrivata puntuale, nello scambio telefonico Xi Jinping-Trump, la doccia fredda riguardo agli imminenti propositi americani di non concedere nulla in termini di transazioni commerciali.

Trump, cioè, ha già reso noto di aver offerto la carica di Segretario al commercio a un "falco" del protezionismo, Robert Lighthizer, ben noto per aver ricoperto quel posto proprio dal 2017 al 2021, gli anni più bui della *trade war* e delle tensioni commerciali tra Cina e Stati Uniti.

Il saldo settimanale dei principali listini azionari, dopo la sbornia post-elettorale, ha consolidato senza strappi eccessivi (comparativamente ai guadagni delle settimane precedenti), con l'S&P 500 sempre a ridosso di 5900, l'Eurostoxx 600 oltre la soglia 500 e, sul versante orientale, con il Topix solido sopra 2700 e lo Shanghai Composite appena sotto 3400.

Universo obbligazionario tendenzialmente debole, con i rendimenti decennali americani in direzione 4.5% e i corrispettivi tedeschi oscillanti tra 2.4% e 2.3%, a fronte di uno spread Btp-Bund sovente intorno ai 120 punti base.



Moneta unica decisamente in affanno, con minimo settimanale sotto 1.05 mentre, in tema di commodities, il petrolio ha ceduto nuovamente sotto la soglia dei 70 dollari dopo che l'Opec + ha tagliato per il quarto mese consecutivo le sue previsioni di crescita della domanda di oro nero per quest'anno e per il prossimo, dopo aver tardivamente riconosciuto il rallentamento della Cina, il principale consumatore.

In ottica prospettica, le previsioni del cartello rimangono ottimistiche, al contrario di quanto stimato dalla principale istituzione rivale dell'Opec, cioè l'Agenzia Internazionale per l'Energia con sede a Parigi, per la quale la domanda di petrolio rallenterà via via che il mondo si sposterà dai combustibili fossili verso i veicoli elettrici, in un percorso di transizione energetica che, a detta dell'AIE, sarà sempre più penalizzante per il greggio.



## 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.