

WEEKLY UPDATE

25 marzo 2024



QUALCHE RIFLESSIONE DI FONDO SULLE BIG TECH AMERICANE CHE DOMINANO A WALL STREET

Ai tempi della Grande Recessione nel 2008 era stata coniata l'espressione "*too big to fail*" (troppo grande per fallire) con riferimento ad aziende creditizie considerate troppo grandi perché potessero essere private dell'intervento pubblico in caso di situazioni teoriche di insolvenza/bancarotta; oggi qualche analista, esaminando la cavalcata delle "magnifiche sette" (Microsoft, Apple, Amazon, Nvidia, Tesla Netflix e Meta) a Wall Street nel corso del 2023 e valutando alcune criticità di fondo in un orizzonte prospettico, si è affrettato a precisare che si tratta comunque di società "*too Tech to fail*", ovvero di realtà aziendali che sanno coniugare robusti *core business* alla creazione di una massa tale di liquidità (profitti) da renderle pressoché impermeabili, in termini di sopravvivenza, a ogni sorta di avversità ipotetica futura.

In altri termini, anche se gli amanti dei classici di fantascienza tendono a volte ad accostare le *Big Tech* americane a scenari distopici con effetti non prevedibili sull'intero genere umano, resta il fatto, più realisticamente, che molta parte della nostra quotidianità ha a che fare in buona misura con queste società: numeri alla mano, secondo il *Digital 2023 Global Overview Report*, almeno 6 ore e 37 minuti di ogni giorno vengono spesi in notifiche, chat, e-mail, contatti social. Ciò premesso, e fermo restando che la tecnologia rappresenta il motore del progresso (e della ricchezza), secondo gli addetti ai lavori vi sarebbero alcuni sintomi di malessere endemico (pur in un contesto

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

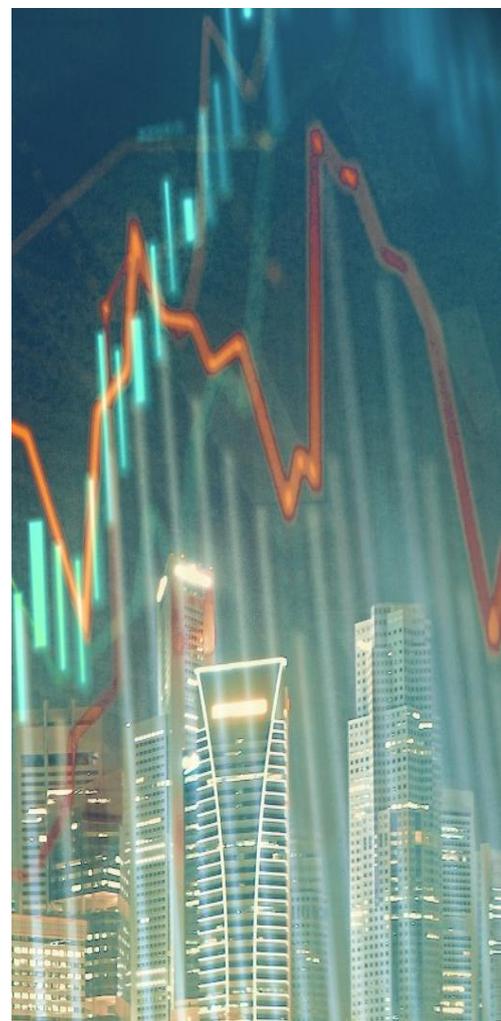
in cui gli analisti ritengono ancora attraenti le valutazioni e dunque foriere di ulteriori profitti), tali per cui *“i pilastri del modello sistemico delle Big Tech iniziano a mostrare ormai alcune lesioni significative”*. In che senso? Se di norma si dice che tre indizi fanno una prova, ovviamente il concorso di molteplici fattori non fa che corroborare certe convinzioni.

Anzitutto, ai mercati non è passata inosservata una sorta di *“ossessione”* per il taglio del personale; da Amazon a Meta (*“bisogna snellire l'organizzazione e cancellare progetti a bassa priorità”*), a Microsoft e Alphabet, per non dire di Paypal, Spotify e Zoom, il recente passato è stata una corsa a chi ha usato le forbici più taglienti per ridimensionare i dipendenti in nome di un semplice (e inflazionato) obiettivo: fare più soldi puntando tutto sull'intelligenza artificiale. Peccato che, come sottolineato da Ibm Consulting, *“perché questa trasformazione sia efficace, alla leva tecnologica e alla profonda conoscenza del settore di industria si deve affiancare anche un'evoluzione della cultura aziendale. La cultura aziendale deve essere aperta al cambiamento e pronta ad abbracciare le opportunità offerte dalla digitalizzazione, dunque deve mettere a disposizione dell'intera organizzazione il supporto e le risorse necessarie ad affrontare le nuove sfide”*: in parole povere, serve tempo e serve personale opportunamente addestrato alle nuove sfide.

Un secondo fattore di criticità è intimamente connesso all'ondata di proteste che si stanno levando: puntare tutto (o troppo) sull' AI può essere un problema; ne sa qualcosa l'industria cinematografica di Hollywood (che conta circa 160.000 attori), che dopo quattro mesi di clamorose agitazioni ha chiesto nuove norme sull'uso dell'intelligenza artificiale, così come pure Google che proprio in questo periodo sta patteggiando una causa collettiva da 5 miliardi di dollari per violazione della privacy (con l'accusa di tracciare chi utilizzava la modalità *“incognito”* su Chrome o altri browser).

Ancora, le Big Tech non amano sicuramente le briglie che i regolatori tendono ad imporre; in tal senso, qualcuno ha persino scomodato la prima legge di Asimov, secondo cui *“un robot non può ferire un essere umano né consentire, attraverso l'inazione, che un essere umano venga danneggiato”*: non a caso, l'Unione Europea ha dato il calcio di inizio alla regolamentazione con un accordo provvisorio per mitigare i rischi che l'intelligenza artificiale pone all'umanità e di tali rischi ha dissertato a lungo Ian Ayres (Università di Yale) ipotizzando *“la prospettiva di una disoccupazione di massa e di un forte aumento della disuguaglianza di reddito”*.

L'antitrust, poi, rappresenta una preoccupazione permanente per le Big Tech; mentre nel Vecchio Continente la Commissione europea sta valutando se l'investimento di Microsoft in OpenAI (circa 13 miliardi di dollari) possa aver violato il regolamento comunitario sulle concentrazioni, oltreoceano la FTC (*Federal Trade Commission*) si è scagliata contro Amazon additandola come *“un monopolista che sta sfruttando i suoi monopoli in modo che acquirenti e venditori paghino di più per un servizio peggiore”*.



Per non dire poi della tipologia di prodotti proposti: piacciono o non piacciono? Posto che al momento *Threads* (la risposta di Zuckerberg a Twitter) sta faticando ad imporsi e che “*le principali tecnologie immersive, realtà virtuale e realtà aumentata, sono immature per quanto riguarda realismo e ergonomia e per questo il Metaverso non riesce ancora a diffondersi come qualcuno vorrebbe e l'appuntamento può ritenersi rimandato per cinque anni*”, anche Apple ha i suoi grattacapi: nel giro di una settimana la creatura di Steve Jobs ha dovuto incassare due downgrade a causa dei problemi di vendita che gli iPhone stanno incontrando in Cina, per non dire della sospensione degli ultimi modelli di Apple Watch per una disputa legata alla violazione di brevetti industriali e dell'ultimo “gioiello” di Cupertino (il visore “Vision Pro”) che stenta fortemente a decollare in quanto gli utenti lamenterebbero scarso comfort e mal di testa e non si conterebbero i resi. Questa fattispecie specifica, peraltro, è fortemente emblematica di come un prodotto “nato male” o comunque poco recepito dai consumatori possa addirittura compromettere (se non vanificare) la luna di miele tra un brand (anche largamente noto) e la comunità degli utenti; come sottolineato da *The Verge* (uno dei siti tecnologici più seguiti), il visore di Apple ha già creato molto dibattito in quanto si tratta di un prodotto ancora di nicchia (con un prezzo assolutamente elevato per la massa, pari a 3500 dollari), ma portatore di un pezzo di innovazione, tema su cui di norma Apple sbaglia poco o nulla: sarà un caso, forse, ma intanto il leggendario Warren Buffett ha ridotto la sua partecipazione in Apple dell'1% (pur continuando a conservare, comunque un tondo 6%). Per non dire, poi, della scarsa empatia tra la società guidata da Tim Cook e il Vecchio Continente che di recente ha comminato una multa da 1.8 miliardi a Apple per violazioni di legge sullo streaming musicale (e il governo USA, per non essere da meno, proprio nei giorni scorsi ha fatto causa a Apple con l'accusa di monopolio nel settore degli smartphone e violazione delle leggi antitrust). Non solo ma, più in generale, esiste il problema del risiko dello *streaming*: secondo gli analisti non ci sono abbastanza utenti per tutto lo *streaming* in circolazione (“*al massimo storico*”), per cui da un lato si cerca di ovviare con fusioni e acquisizioni che possano alleviare le posizioni debitorie (persino il colosso Disney ha dichiarato che “*lo streaming raggiungerà profitto solo alla fine del 2024, dopo aver speso circa 11 miliardi negli ultimi cinque anni*”), dall'altro lato si impara la lezione da Netflix, il cui nuovo modello gestionale prevede: taglio del personale, aumento delle tariffe e inserimento della pubblicità (esattamente come fa Google che ormai è il primo player pubblicitario a livello globale e secondo Statista assorbe il 38% degli investimenti globali del mercato digitale).

Resta, poi, tra i vari nodi irrisolti ascrivibili alle Big Tech, il punto interrogativo sul ruolo futuro degli influencer e della credibilità dei personaggi del web e del loro conseguente impatto in rete; premesso che l'idea secondo la quale chiunque abbia Instagram o TikTok può realizzare sé stesso come un influencer, invitando la propria audience all'acquisto di un qualsivoglia prodotto, appare ormai obsoleta e



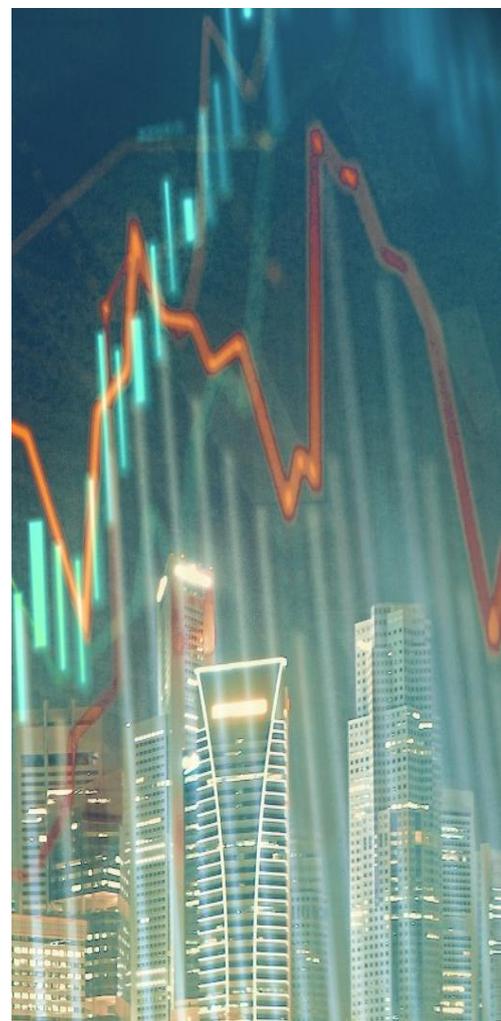
stancante, le stesse aziende sono tenute a ripensare il proprio modo di fare comunicazione in modo profittevole, poiché *“molte aziende si rivolgono agli influencer per ‘affittare’ la loro audience, ma se comprano l’audience ottengono solo quella, niente di più....rinunciano a dar vita al loro brand. Bisogna ragionare invece su come portare il valore all’interno dell’audience. Fare comunicazione significa navigare tra cambiamenti culturali, tecnologici e comportamentali cercando di interpretare il proprio tempo”*(McCann Worldgroup): interpretare al meglio il proprio tempo, dunque, sembra anche la sfida più impegnativa a cui sono chiamate le *Big Tech*, senza mai dimenticare che *“la tecnologia dovrebbe migliorare la tua vita, non diventare la tua vita”*(Harvey B. Mackay).

La nostra view sull’intero comparto tecnologico è ovviamente positiva nel lungo periodo, ma siamo fermamente convinti che la selettività dei singoli sub-settori Hi-Tech sia di fondamentale rilevanza per cogliere di volta in volta le migliori opportunità in termini di valutazione e di qualità del business: ciò detto, al momento (nel breve periodo) preferiamo concentrarci su alcuni segmenti specifici, quali ad esempio *blockchain* e *big data*, sui quali siamo convinti che anche in un orizzonte temporale più limitato ci possano essere ritorni profittevoli, al netto ovviamente di eventuali fasi correttive che rappresentano la normale prassi fisiologica riscontrabile in settori merceologici di nicchia ad alto contenuto tecnologico.

L’ANDAMENTO DEI MERCATI

Terza settimana di marzo iniziata all’insegna dell’ottimismo, non solo grazie al Giappone che ormai da settimane ha abituato gli investitori a una colorazione verde brillante in termini di chiusura di sessioni borsistiche, ma anche per il concreto contributo dello Shanghai Composite che, muovendo in direzione 3100 (lunedì 18), parrebbe aver intrapreso la via del riscatto dopo un’annata (il 2023) decisamente da dimenticare; in effetti, il mercato cinese, in un mondo di Borse sui massimi storici (almeno 18 listini nelle ultime due settimane) rappresentava ancora “il grande assente”, salvo poi attuare una svolta decisa dai primi di febbraio: secondo stime a cura dell’*Institute of International Finance*, quasi 10 miliardi di dollari sarebbero affluiti nuovamente dall’estero nella Terra del Dragone, verosimilmente stimolati dall’iniziativa del governo, il quale avrebbe direttamente investito 57 miliardi di dollari sottoforma di fondi di investimento, allo scopo di sostenere i corsi azionari e riconquistare la fiducia degli investitori internazionali.

Ovviamente, pare ancora prematuro sbilanciarsi in facili entusiasmi in ottica prospettica, ma certo è che i dati macro della scorsa settimana sembrano aver imboccato la giusta direzione: la produzione industriale, con una crescita del 7%, ha brillantemente superato le attese di consenso, gli investimenti hanno evidenziato una netta accelerazione trainata per lo più dal comparto manifatturiero e le esportazioni hanno iniziato l’anno all’insegna di numeri molto robusti



(+7% nel bimestre gennaio-febbraio) sancendo di fatto una congiuntura economica in ripresa, al netto della zavorra immobiliare che tuttora pesa nelle dinamiche domestiche (e intanto la *People Bank of China* ha annunciato di aver confermato i tassi LPR (*loan prime rate*, di riferimento per la determinazione dei tassi sui prestiti che le banche commerciali erogano a favore di famiglie e imprese) a 5 anni e a 1 anno rispettivamente al 3,95% e al 3,45%).

Per quanto poi riguarda il Sol Levante, il grande evento atteso dalla comunità internazionale si è perfezionato nella giornata di martedì 19: ovvero, dopo 17 anni, il governatore Kazuo Ueda ha annunciato la fine dell'era dei tassi negativi; nella fattispecie specifica, i tassi sono stati alzati dal -0.1% al range compreso tra lo zero e lo 0.1% e la *Bank of Japan* si è premurata di annunciare anche lo stop del controllo della curva dei rendimenti (YCC) dei titoli di stato con scadenza 10 anni, oltrech  la fine degli acquisti degli Etf e dei J-Reits con graduale riduzione pure dello shopping di corporate bond, destinato ad essere interrotto nell'arco di un anno.

L'aspetto interessante delle nuove direttive di politica monetaria restrittiva   stata la reazione del mercato nipponico, nelle sue varie componenti: lo yield decennale   sceso, lo yen si   indebolito oltre la soglia 150 e il mercato azionario ne ha tratto immediato beneficio. In sostanza, Ueda ha da un lato interrotto un atteggiamento di portata storica intimamente connesso con i pluriennali temi deflazionistici del Giappone, ma nel contempo ha lasciato intendere (anche compiacendo in parte i politici di Tokyo poco interessati a vedere rapidi apprezzamenti a livello valutario) un approccio prudente da parte della banca centrale fintantoch  non vi sia palese certezza che l'inflazione sia effettivamente radicata nelle sue molteplici manifestazioni; sta di fatto, comunque, che intanto i pi  importanti gruppi industriali hanno voluto prontamente adeguarsi al nuovo trend dei prezzi, agendo sulla leva dei salari con incrementi record rispetto alle medie storiche. Societ  come Toyota Motor, Hitachi, Toshiba e Panasonic hanno pienamente accolto le richieste sindacali (per non dire di Nippon Steel che   addirittura andata oltre, con aumenti salariali del 14%), ragion per cui il mondo imprenditoriale giapponese, in occasione degli *shunto* (le contrattazioni di primavera), non ha indugiato, anche su pressioni del governo stesso, ad adeguare i livelli retributivi creando una rottura con la mentalit  (deflazionistica) che da decenni congelava buste paga e crescita economica: d'altra parte,   risaputo che *"la cronica carenza di manodopera in Giappone   cos  grave che   difficile attrarre lavoratori senza alzare le paghe"*.

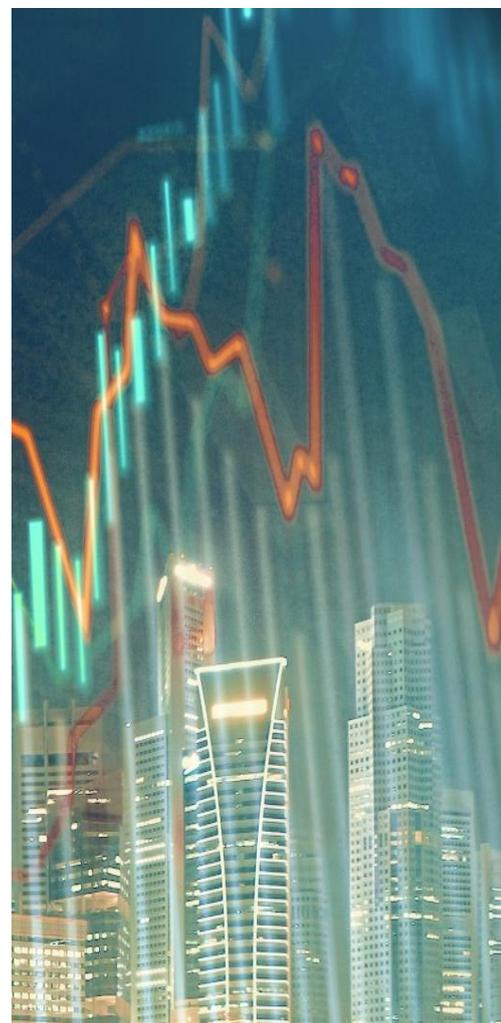
Sul versante occidentale, va subito detto che c'era molta attesa sulle aperture dei mercati luned  18 in quanto il precedente venerd  15 coincideva con l'*option expiration* (anche detto *"il giorno delle quattro streghe"*), ovvero quella sessione borsistica che cade il terzo venerd  del mese (che a sua volta coincide con il trimestre) in cui scadono una montagna di contratti derivati (futures e opzioni su indici e azioni): il banco di prova delle *"quattro streghe"*   sempre per  il luned  della settimana successiva in quanto, da quel giorno in poi, gli operatori



risultano slegati da precedenti vincoli e sono liberi di prendere nuove decisioni e, di conseguenza, attivare nuove direzionalità ai mercati: in tale ottica, è doveroso rilevare che Wall Street ha chiuso la sessione del 18 marzo con un tondo +0.63%, ribadendo un ottimismo fortemente resiliente, al di là dei temi geopolitici sempre molto scottanti sul fronte russo-ucraino e Israele-Hamas. La qual cosa, peraltro, non deve sorprendere più di tanto se si pensa che Borse da record fanno rima con utili societari da record e dividendi da record e, secondo le stime di Janus Henderson, anche il corrente anno potrebbe riservare piacevoli sorprese; stando rigorosamente ai numeri, le 1200 società che compongono il *Global Dividend Index* avrebbero distribuito (lo scorso anno) qualcosa come 1660 miliardi di dollari in dividendi con un incremento annuo del 5% su base sottostante (escludendo cioè gli effetti valutari e i pagamenti di carattere straordinario).

Più in dettaglio, un quarto trimestre vissuto di gran carriera ha permesso ai dividendi globali di arrotondare il già pingue bottino archiviato nella prima parte del 2023 e il maggior merito del revival di fine anno è ascrivibile alla solidità mostrata da Europa, Regno Unito e Giappone e, ancora una volta, la spinta propulsiva è arrivata dal settore finanziario: insomma, il “*rally di tutto*” potrà forse ostentare qualche segnale di stanchezza, ma le basi su cui poggia sembrano piuttosto solide. In tema di tassi poi, ovviamente, nella scorsa ottava tutte le antenne degli investitori erano sintonizzate sulla riunione della FED, i cui punti salienti sono così sintetizzabili:

1. I tassi sono rimasti invariati, come da attese, e la FED ha largamente confermato il messaggio che era stato comunicato nelle precedenti riunioni di metà dicembre e fine gennaio e nelle audizioni al Congresso di due settimane orsono, ovvero, per usare le parole del Presidente Powell, un taglio dei tassi appare probabile “*ad un certo punto nel corso di quest’anno*”;
2. Il numero uno della banca centrale nel corso della conferenza stampa ha fatto spesso riferimento ai *bumps* (le sorprese d’inflazione di inizio anno) e alla “*bumpy road*” del rientro dell’inflazione, sottolineando che la FED non intende reagire eccessivamente a queste sorprese;
3. Per quanto riguarda le proiezioni dei tassi presentate dalla FED (i cosiddetti *dots*), in linea con le nostre attese, il FOMC ha deciso di mantenere invariata l’entità dei tagli attesi nel 2024 (tre previsti), riducendo invece di 25pb i tagli attesi nel 2025 (e nel 2026);
4. La sorpresa più significativa nelle proiezioni della FED è probabilmente venuta dalle previsioni per la crescita che sono state riviste in misura più corposa rispetto alle attese: la crescita a/a del PIL nel trimestre finale del 2024 è ora attesa al 2.1%, contro l’1.4% delle previsioni di dicembre;
5. Nel complesso, il FOMC sembra prospettare uno scenario che appare anche più positivo rispetto a quello di “*soft landing*”, con un contributo importante del miglioramento delle condizioni di offerta;
6. Infine, alla luce di quanto argomentato, confermiamo il nostro scenario per una graduale riduzione della crescita dei prezzi



core a partire dal dato di marzo, che dovrebbe essere compatibile con un primo taglio nella riunione di giugno.

Il saldo settimanale dei principali listini azionari si è perfettamente allineato ai toni concilianti di Powell, con l'S&P 500 al nuovo record assoluto oltre 5200, l'Eurostoxx 600 ben saldo oltre quota 500 e, sul versante orientale, il Topix è letteralmente volato oltre 2800 (+5.33%), a fronte di uno Shanghai Composite meno brillante, ma proteso in direzione 3100.

Universo obbligazionario decisamente tonico dopo la riunione della FED, con i rendimenti governativi decennali americani in flessione verso 4.20% e i corrispettivi tedeschi in direzione 2.30%, a fronte di uno spread Btp-Bund sempre contenuto sotto i 130 punti base (con la sola eccezione della sessione di chiusura ottava, venerdì 22).

Moneta unica ancora sotto 1.09 (e dunque il break oltre 1.10 resta ancora un miraggio) mentre, in tema di commodities, il petrolio, dopo aver sfiorato gli 84 dollari, ha corretto in chiusura di ottava, anche se i trader hanno mostrato molto interesse alla performance del rame, sui livelli più alti di quasi un anno, in ragione del fatto che le fonderie cinesi si sono messe d'accordo per ridurre la produzione, alimentando la convinzione che *“le prospettive del rame stiano iniziando a sembrare sempre più rosee”*.



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.