

WEEKLY UPDATE

08 AGOSTO 2022



PNRR: CORSA CONTRO IL TEMPO TRA ELEZIONI, NUOVO GOVERNO E LEGGE DI BILANCIO

La crisi di governo rende decisamente più tortuosa la strada per raggiungere i 55 obiettivi del PNRR in programma per il secondo semestre 2022, ma la questione di fondo è ben chiara al mondo politico: alla finalizzazione di tali target e “pietre miliari” è imprescindibilmente legata la terza tranche da 19 miliardi, che si aggiungono ai 46 già ricevuti e ai 21 in arrivo per gli obiettivi raggiunti a giugno.

Senonché, tra elezioni, formazione del nuovo governo e approvazione della nuova legge di bilancio il tempo è chiaramente tiranno e nel calcolo dei rischi sui conti pubblici vanno considerati anche i fondi destinati a misure già avviate prima del PNRR che quindi andrebbero rifinanziate in caso di stop alle rate e non sono numeri di poco conto: almeno 51 miliardi, 20 dei quali sono contributi a fondo perduto collegati soprattutto a Ecobonus ed edilizia scolastica, che andrebbero interamente sostituiti da risorse nazionali.

Il rischio sul PNRR, ovviamente, al momento è solo potenziale, ma l’agenda da agosto a dicembre è particolarmente fitta e va da giustizia tributaria a *spending review*, a istruzione, a digitalizzazione della PA e quel che preoccupa maggiormente è che nelle prime battute di campagna elettorale sono state citate tutte le possibili tematiche capaci di ingolosire il potenziale elettorale, a scapito di quello che finora è risultato il grande assente nelle esternazioni mediatiche: il PNRR medesimo appunto. La classe politica, peraltro, non dovrebbe dimenticare che la centralità del

DOCUMENTO A CURA
DEL TEAM
INVESTMENT STRATEGY
di Fideuram Asset
Management SGR

PNRR nasce da due ragioni principali; la prima è strutturale, in quanto agli investimenti del Piano tocca il compito di rafforzare la crescita potenziale spingendola lontano da quella stagnazione ventennale che ha contraddistinto diversi comparti settoriali; mentre la seconda è sicuramente più immediata e percepibile perché a quel contratto che prevede fondi europei in cambio di riforme italiane sono collegate le rate del *Recovery plan*.

Allo stato attuale l'Italia deve ancora ricevere circa 125 miliardi, 19 dei quali sono previsti con la terza rata, in calendario a inizio 2023, subordinatamente al fatto che il Bel Paese sia in grado di centrare i 55 obiettivi del secondo semestre di quest'anno: il che spiega come mai, a seguito della fine anticipata del governo Draghi, alcuni ministeri si stiano prodigando per giocare d'anticipo nella definizione dei propri obiettivi, come nel caso del ministero della Transizione ecologica che intenderebbe accelerare sulle sue nove scadenze, due delle quali (isole verdi e servizi idrici) da conseguire entro fine settembre.

Nel mentre, intanto che la programmazione di lungo periodo si confronta con le esigenze (di breve periodo) della macchina elettorale, qualche notizia tangibilmente positiva arriva dall'Autorità per l'energia, le reti e l'ambiente, in ragione della nuova metodologia adottata (con decorrenza 1° ottobre) per il calcolo dei costi in bolletta. In buona sostanza, **l'Italia dice ufficialmente addio al TTF (*Title Transfer Facility*)**, il principale mercato di riferimento all'ingrosso per negoziare gli scambi di gas (uno dei più liquidi in Europa), considerato però da molti una delle cause alla base della forte risalita dei prezzi per via di presunte manovre speculative che riguarderebbero il funzionamento: **in pratica, la modifica del metodo** (con cui ogni trimestre viene aggiornato il costo della materia prima, una delle voci principali del conto pagato dagli utenti in tutela per la bolletta del gas) **punta a rendere più sicure le forniture ai consumatori, anche se non si potrà agire strutturalmente sui livelli vertiginosi raggiunti dai prezzi di mercato.**

In definitiva, comunque, si tratta di una manovra necessaria per evitare nuovi e pesanti rincari dei prezzi e, come ben sintetizzato dal presidente dell'Arera (S. Besseghini), tale mossa è motivata con l'esigenza di intercettare in modo più immediato eventuali iniziative europee di porre un tetto alle quotazioni; in altri termini, i prezzi a termine del mercato all'ingrosso (il TTF appunto) non saranno più la base di partenza per il calcolo del prezzo del gas del tutelato, ma quest'ultimo verrà identificato come media dei prezzi effettivi del mercato all'ingrosso PSV italiano, ossia il punto di scambio virtuale del prezzo del gas nella penisola, con aggiornamento prezzi non più trimestrale ma mensile.

Se il consumatore finale può dirsi (almeno in parte) soddisfatto per l'adozione di nuovi criteri di imputazione costi, anche all'investitore (azionario) è stata riservata una gradita sorpresa la scorsa settimana in quanto, in base ai dati aggiornati al 2 agosto (a cura di Refinitiv I/B/E/S), **quasi due terzi delle 184 società dell'indice paneuropeo Stoxx 600 hanno presentato risultati trimestrali superiori alle**



stime di consenso degli analisti; ottime performance per i settori ciclici e, ancora una volta, dominio incontrastato e diffuso del segmento “Lusso”, più forte delle tensioni geopolitiche e già proiettato con ottimismo sul 2023.

Non solo, ma a livello domestico in termini di economia reale, non passano certo inosservati i numeri relativi al turismo, con oltre 30 milioni di italiani in vacanza e afflussi record nelle città d'arte anche grazie alle presenze estere (*“siamo di fronte a una ripartenza forte”* – B. Bocca, presidente Federalberghi), senza contare che anche il tartassato comparto Auto (recede da mesi di autentica sofferenza) per la prima volta a luglio ha dato qualche segnale di tenuta del settore dopo dodici mesi di calo a due cifre: stavolta si parla solo di una lieve flessione dello 0.8%, grazie soprattutto all'effetto incentivi alla rottamazione.

Unico neo, sul piano della politica internazionale, le **rinnovate tensioni Stati Uniti-Cina in merito alla “questione Taiwan”;** Pechino non ha certamente gradito l'arrivo dell'americana Nancy Pelosi (speaker della Camera dei rappresentanti) nella “capitale dei semiconduttori”, ribadendo con fermezza che *“verrà schiacciata ogni attività indipendentista”* e, anche se al momento è prematuro usare il termine *“escalation”* per focalizzare l'attuale stato relazionale tra le due super potenze, è senz'altro raccomandabile non sottovalutare i consigli del “grande vecchio” della diplomazia americana (il 99enne Henry Kissinger), secondo il quale *“è importante impedire l'egemonia cinese o di qualsiasi altro Paese, ma questo non può portare a confronti senza fine. Stati Uniti e Cina rischiano di provocare una catastrofe globale comparabile alla Prima Guerra Mondiale”*.

L'ANDAMENTO DEI MERCATI

Prima settimana di agosto contraddistinta da volumi “sottili” sui mercati azionari globali, come da tradizione che tende a far coincidere l'esodo vacanziero con una attività meno frenetica sulle Borse internazionali, anche se non sono certo mancati contenuti e spunti di interesse capaci di alimentare riflessioni e dibattiti, soprattutto in merito al fattore critico più menzionato e “studiato” nelle sue manifestazioni, ovvero l'inflazione (con i relativi provvedimenti in tema di politica monetaria).

I vari membri del Comitato direttivo della FED, peraltro, incalzati dai media, sono sempre molto solerti a integrare con dichiarazioni le posizioni ufficiali esternate dalla banca centrale americana nel corso dei *meeting* annuali e anche la scorsa settimana non sono mancate puntualizzazioni in tema di aspettative da parte di alcuni tra gli esponenti più autorevoli; **Evans (FED di Chicago)** ha affermato che **un livello dei tassi al 3.25/3.5% per fine anno è ancora “ragionevole”**, mentre la Mester (FED di Cleveland) ha ribadito l'importanza di riportare l'inflazione *“sotto controllo”*, ricordando che sono necessari più mesi di osservazione per vedere se



FIDEURAM
INTESA SANPAOLO PRIVATE BANKING
Asset Management

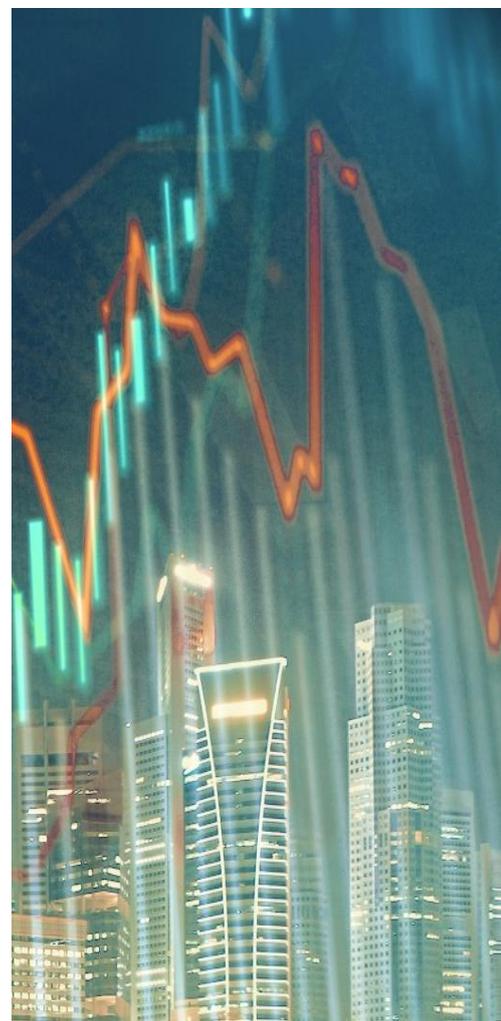
l'accelerazione dei prezzi abbia registrato il picco. Mary Daly (FED di San Francisco), a sua volta, ha confermato la necessità di un aumento aggressivo dei tassi per riportare l'inflazione su livelli accettabili, mentre Bullard (FED St. Louis), per non smentire la sua fama marcatamente *hawkish* (aggressiva), ha riconfermato il personale desiderio che i tassi sui *Fed funds* concludano il 2022 in un range compreso tra il 3.75 % e il 4% (*"c'è ancora un po' di strada da fare per arrivare a una politica monetaria restrittiva, anche se il rallentamento del PIL nel secondo trimestre è più preoccupante di quello del primo trimestre"*).

A supportare ulteriormente le attese inflazionistiche è arrivato puntuale il dato sul mercato del lavoro di venerdì 5 dove, surclassando letteralmente le stime di consenso degli analisti, si sono registrate 528.000 nuove assunzioni con crescita dei salari del 5.2% rispetto allo stesso periodo di un anno fa, a fronte di un tasso di disoccupazione ulteriormente sceso al 3.5%.

In ogni caso, la consapevolezza che il "morso dell'inflazione" possa essere letale non è solo prerogativa di governi e banchieri centrali ma anche a livello societario si notano i primi effetti deleteri in termini di erosione dei margini di profitto: nella scorsa ottava, ad esempio, il colosso americano della grande distribuzione **Wal-Mart** ha avviato la procedura di licenziamento per parte dei dipendenti, tagliando le stime sugli utili trimestrali e per l'intero anno 2022, in ragione di un'inflazione galoppante che tende a focalizzare i consumatori sulle spese per i beni di prima necessità (alimentari) a scapito di altri prodotti quali abbigliamento ed elettronica. Sul versante europeo, l'indice dei prezzi alla produzione (PPI) ha evidenziato un rialzo mensile dell'1.1% (di poco sopra alle stime di consenso) dal precedente 0.5%, ma ciò che ha catalizzato maggiormente l'attenzione degli investitori è stato il dato relativo agli indici PMI di Eurozona; in sintesi, **dopo un primo semestre particolarmente brillante, le primissime evidenze macro sull'attività economica di luglio cominciano a palesare alcuni segnali di difficoltà**, in quanto le rilevazioni numeriche sul settore manifatturiero si collocano sotto il livello 50, dunque in area di contrazione, per le prime quattro economie di Eurolandia.

Nello specifico, come sentenziato da chi elabora la stesura degli indici medesimi, *"la produzione sta scendendo a ritmi particolarmente preoccupanti in Germania, Italia e Francia, ma ora è in flessione in tutti i Paesi esaminati, tranne l'Olanda; e anche qui il ritmo di crescita è rallentato bruscamente"* (C. Williamsom, Chief Economist S&P Global); non solo, ma *"il continuo peggioramento degli indici PMI manifatturieri suggerisce un difficile secondo semestre per il settore industriale, con una domanda esterna in indebolimento ed elevati costi dell'energia e degli input che pesano sulla produzione"* (T. Dvorak, Oxford Economics).

Leggermente meglio, in tema di indici PMI, è andata a Giappone e Cina, i cui rispettivi PMI dei servizi (oltre quota 50) certificano una fase congiunturale espansiva e, in particolare nel caso cinese, i dati



FIDEURAM
INTESA SANPAOLO PRIVATE BANKING
Asset Management

rilasciati paiono alquanto sorprendenti se contestualizzati agli effetti pandemici e alla politica “Covid zero” imposta da Pechino: anche se, va precisato, le nubi sulla “questione Evergrande” si stanno facendo sempre più dense e la tempesta sul mercato immobiliare potrebbe vanificare tutti gli sforzi che l’amministrazione cinese sta producendo per favorire il rilancio della crescita economica. Nella fattispecie specifica, Evergrande non è riuscita a tener fede nemmeno alla promessa di piano di ristrutturazione preliminare del debito da 300 miliardi di dollari atteso per la fine di luglio; il problema di fondo, da quanto si evince, è che manca un piano concertato e le iniziative, in gran parte scoordinate, si sovrappongono, come il piano per sequestrare terreni non edificati a società immobiliari in difficoltà, utilizzandoli per finanziare il completamento di progetti abitativi in stallo che hanno innescato il boicottaggio dei mutui in tutto il Paese.

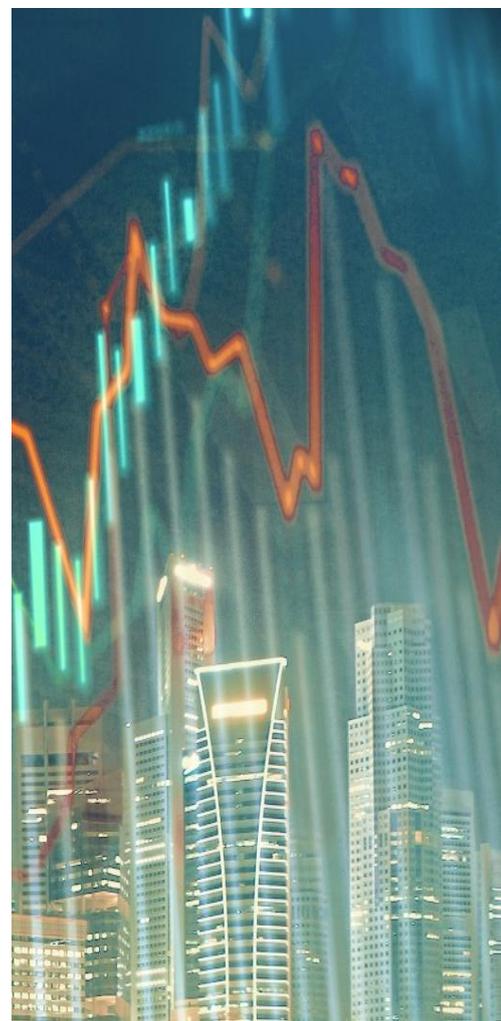
Per di più, non contribuisce certo a rasserenare gli animi la nuova legge sulla concorrenza per le grandi società dell’universo tecnologico, con potenziali multe miliardarie (a partire dal 1° agosto) per chi viola le regole imposte (con sanzioni previste anche per le persone fisiche coinvolte nelle pratiche societarie ritenute illegali).

I principali listini internazionali, con la sola eccezione dell’indice cinese Shanghai Composite (in flessione di quasi l’1%), in termini di saldi a fine ottava, hanno dimostrato grande capacità reattiva ai dati macro inattesi di venerdì scorso, con l’indice S&P 500 in lieve chiusura positiva, l’Eurostoxx 600 solo marginalmente negativo e il domestico FtseMib addirittura in crescita ben oltre quota 22000.

L’universo obbligazionario, in termini di rendimenti governativi decennali, non ha fornito spunti direzionali rilevanti, con la componente americana oscillante tra 2.52% e 2.87% e la corrispettiva tedesca ancorata al range 0.68%-0.97%, mentre lo **spread Btp-Bund**, giovandosi dello scudo BCE (ufficialmente scattato mercoledì 3, con l’istituto di Francoforte impegnato a riversare miliardi di euro su titoli obbligazionari italiani e di altri membri periferici) ha quotato sovente nel corso della settimana **sotto i 210 punti base**.

La **moneta unica** ha esordito nel mese di agosto sostanzialmente “lateralizzando” e sfiorando il livello 1.03, pur senza definire una chiara direzionalità, mentre la sterlina si è lievemente rafforzata sulla scia della stretta aggressiva della Banca di Inghilterra che ha optato per un rialzo tassi di 50 pb, il più alto dal 1995.

In tema di **commodities**, il petrolio ha sofferto la rottura al ribasso del livello 90, nonostante la decisione dell’Opec+ di aumentare la produzione di soli 100mila barili al giorno (in luogo dei 600mila pompanti a luglio), in quanto gli interrogativi sulla consistenza della domanda cinese e su un’eventuale recessione degli Stati Uniti hanno fortemente condizionato l’operatività dei trader in attesa di uno scenario prospettico di più chiara lettura.



DISCLAIMER

Il presente documento, è pubblicato da Fideuram Intesa Sanpaolo Private Banking Asset Management SGR S.p.A. ("Fideuram Asset Management 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. Le informazioni, le opinioni e i dati contenuti in questo documento non costituiscono in alcun modo ricerca, raccomandazione, consiglio di investimento, consulenza all'investimento, consulenza legale, fiscale o altra forma di consulenza. 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, 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 o 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.

Se non diversamente specificato, tutte le informazioni contenute nel presente documento sono aggiornate alla data che appare sulla prima pagina di copertina.