

WEEKLY UPDATE

25 settembre 2023



LA TECNOLOGIA BLOCKCHAIN, COSÌ LONTANA COSÌ VICINA

Il miglior modo di definire un concetto nuovo quale quello di *blockchain* è quello di affidarsi direttamente ad uno dei massimi esperti in materia, ovvero a Matthew Ball, ex responsabile della strategia globale di Amazon Studios, secondo il quale *“le blockchain sono database gestiti da una rete decentralizzata di «validatori»; oggi la maggior parte dei database sono centralizzati. La registrazione di un singolo dato viene conservata in un archivio digitale che è gestito da un'unica azienda che tiene traccia delle informazioni”*.

Il primo fattore chiave dunque che emerge è quello di “decentralizzazione” ed è subito opportuno precisare che tale denominazione non è esente da aspetti intrinsecamente negativi; per esempio, rispetto a un database standard, un database decentralizzato o distribuito è decisamente più costoso e dispendioso in termini di energia, poiché richiede che moltissimi computer eseguano tutti lo stesso “lavoro”.

Per ragioni analoghe, spesso occorrono decine di secondi, o anche di più, per portare a termine le transazioni *blockchain*, dato che occorre ottenere prima il consenso della rete, il che può significare inviare informazioni in gran parte del mondo solo per confermare una transazione che avviene a mezzo metro di distanza: e, naturalmente, quanto più la rete è decentralizzata, tanto più si aggraverà il problema del consenso.

Ciò premesso, le condizioni esplicative fondamentali di una *blockchain* sono così sintetizzabili:

**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

- 1) numerosità di attori coinvolti in un processo, una decisione, un controllo e in ogni altra funzione che possa condizionare una scelta o un orientamento a vantaggio del singolo a scapito di una collettività più ampia;
- 2) eterogeneità degli attori coinvolti in un processo, una decisione, un controllo e in ogni altra funzione che possa condizionare una scelta o un orientamento a vantaggio del singolo a scapito dell'efficienza di una filiera (in tal senso, la situazione "ideale" si ha quando gli attori operano in concorrenza reciproca);
- 3) assenza di autorità centrale preposta al controllo delle dinamiche sviluppabili nei contesti descritti ai precedenti due punti o dubbio sull'effettiva neutralità degli eventuali intermediari preposti a tal fine.

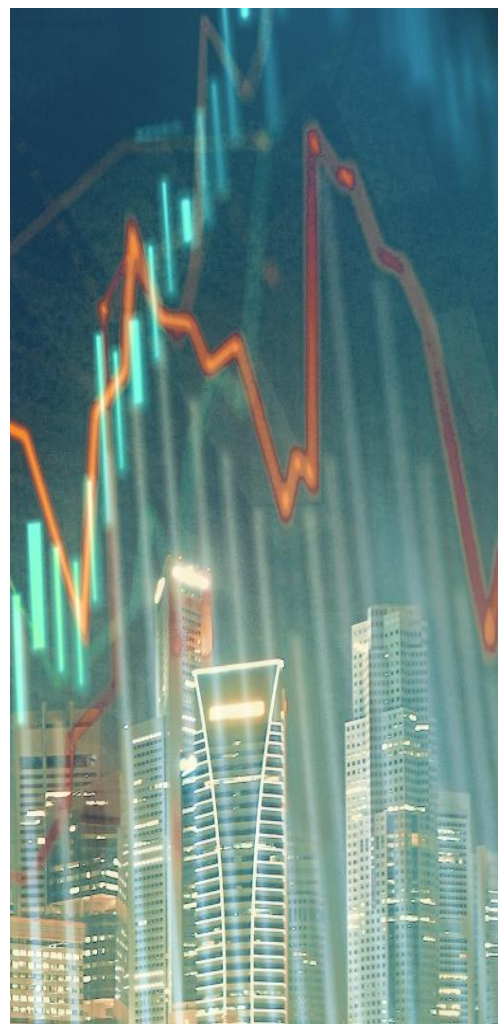
Ne discende, qualora non siano verificate le tre condizioni citate, che la progettazione di soluzioni basate su *blockchain* risulterebbe un inutile dispendio di energie (nel senso che andrebbero bene le attuali soluzioni tecnologiche basate su sistemi di comunicazione tradizionali): in ultima istanza, l'obiettivo della *blockchain* e delle tecnologie basate sui registri distribuiti DLT- *Distributed Ledger Technology*) è quello di pervenire a una fiducia decentralizzata, fondata sulla conoscenza comune dei dati e nel rispetto di regole condivise, definite e concordate secondo modelli di governo decentralizzati.

Sia chiaro, l'approccio *blockchain*, pur se già utilizzato e implementato ai fini industriali, è ancora ai primi stadi del proprio ciclo evolutivo, anche perché diverse problematiche impediscono ancora a molte aziende di adottare questa tecnologia; tra queste, la capacità di elaborare le transazioni, in quanto la bassa velocità di risposta della *blockchain* è una delle principali preoccupazioni per le aziende che dipendono da sistemi di elaborazione delle transazioni *legacy* ad alte prestazioni.

Nessun dubbio, comunque, sul fatto che ormai "*il dado è tratto*" e, come rivela un recente sondaggio curato da McKinsey (intervistando 1000 amministratori delegati ai vertici delle maggiori aziende del mondo, dislocati su 75 Paesi), la risposta del mondo imprenditoriale è corale: per 8 Ceo su 10 investire nei nuovi business tecnologici è una delle principali priorità e il 63% si è detto disponibile ad investire più del 5% dei ricavi nelle nuove aree applicative.

In tale ottica, il mondo della Finanza è già in gran fermento in quanto si sta sempre più affermando l'era della *tokenizzazione* (ovvero la creazione di una rappresentazione digitale di azioni, bond o quote di fondo che ne garantisca la gestione e il trasferimento direttamente su *blockchain* e ne sfrutti i benefici derivanti dalla decentralizzazione): semplificando, "*la possibilità di frazionare il diritto di proprietà di un asset finanziario e assicurarne la trasferibilità agli investitori in modo immediato tramite DLT permetterà di superare i limiti e i costi tipici dell'intermediazione; la tokenizzazione, inoltre, permette di rendere liquidi asset illiquidi, consentendo di raggiungere una diversificazione di portafoglio, anche con ricadute sull'economia reale*".

Il mondo del lusso, a sua volta, ripone grande fiducia nell'adozione della metodologia *blockchain* poiché le DLT possono certificare le materie prime e i processi di lavori utilizzati, proteggere il marchio,



garantire una trasparenza dati frutto di una miglior gestione dei medesimi e, in ultima istanza, aiutare a semplificare la governance di qualunque sistema complesso (filieri produttive) con un approccio ai dati più facile e veloce; per non dire del segmento *Automotive*, dove attraverso le DLT è possibile prevenire la contraffazione del marchio dei veicoli, raccogliere dati relativi alle vendite e identificare i reali interessi del cliente medio e la sua propensione alla mobilità nella duplice condizione di gestione dei propri impegni lavorativi e dei propri interessi nel tempo libero.

Nel campo dell'arte e dei beni culturali, poi, le DLT consentono di tracciare facilmente ogni movimento delle opere, oltreché garantire l'autenticità delle medesime proteggendo i nominativi e portandoli in ambienti (digitali) prima non raggiungibili: senza contare la possibilità di rendere globale l'esposizione e la fruizione delle opere attraverso i nuovi media digitali e la possibilità di rilasciare una sorta di passaporto digitale a conferma della trasparenza dati, sia in ottica di sviluppo di un museo virtuale che di certificazione normativa per possibili acquirenti.

Il quesito di fondo a cui si arriva, insomma, è il seguente: come mai molti ritengono che il futuro stia nei database decentralizzati o in un'architettura decentralizzata dei server? Per capirlo, è necessario *“accantonare per un momento ciò che avete sentito dire degli NFT, delle criptovalute, di timore riguardo ai furti di documenti e così via, per concentrarvi invece sul fatto che le blockchain sono sistemi di pagamento programmabili: ecco perché molti pensano che siano i primi sistemi «nativi digitali» e vedono invece in PayPal, WeChat e in altri canali di pagamento nient'altro che dei facsimili dei sistemi tradizionali”* (M. Ball).

La nostra posizione sullo specifico comparto è attualmente “neutrale”, con ottica prospettica costruttiva nel medio-lungo periodo, una volta che le valutazioni delle società più rappresentative risultino congrue e in linea con l'appetibilità del business.

L'ANDAMENTO DEI MERCATI

Seconda metà di settembre iniziata all'insegna di qualche timore sui mercati asiatici (comunque nel complesso in buona tenuta), a causa della “saga Evergrande” che, seppur con cadenza irregolare, continua a tenere banco e a solleticare gli appetiti dell'apparato mediatico, spesso alla ricerca di notizie da copertina: anche perché, a sua volta, pure Country Garden (numero uno del settore immobiliare), si trova a dover affrontare l'ennesimo test di liquidità con la scadenza (il 18/9) di 15 milioni di dollari di interessi obbligazionari e l'obbligo di pagare la cedola entro 30 giorni.

L'emisfero orientale, peraltro, a inizio ottava, ha vissuto nervosamente altri due eventi legati alla dinamica dei tassi: da un lato le minute relative all'ultimo meeting di politica monetaria della *Reserve Bank of Australia* hanno puntualizzato che *“l'inflazione è ancora troppo alta”*, mentre mercoledì 20 è risultato poco gradito ai



mercati l'approccio neutrale-attendista della *People's Bank of China* che ha lasciato invariati i tassi di finanziamento LPR a 1 e 5 anni (rispettivamente al 3.45% e 4.20%).

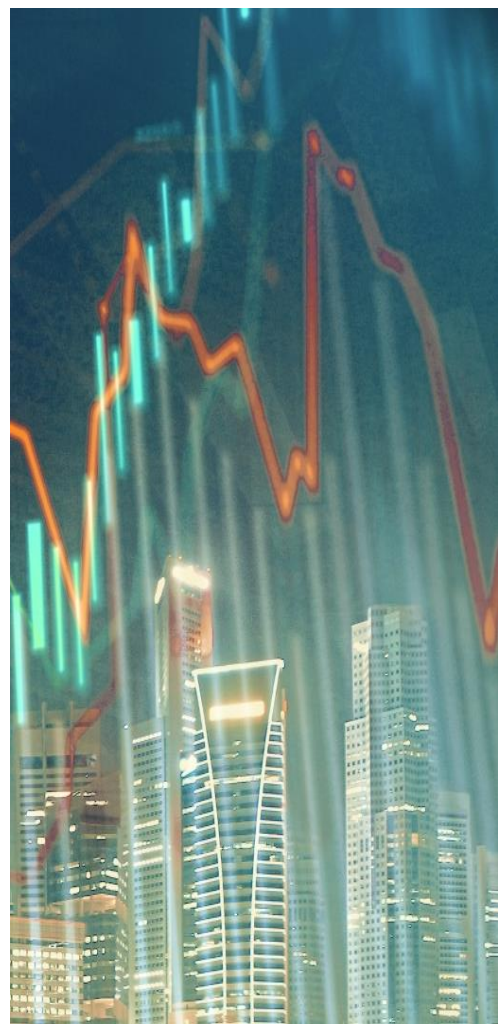
Anche sul fronte occidentale non sono mancate nuove riflessioni in tema di politica monetaria e Lagarde, intervenendo ad un meeting in Spagna qualche giorno dopo la riunione della BCE, ha tenuto subito a precisare che *“quanto abbiamo fatto finora è stato molto importante per far diminuire l'inflazione, ma non abbiamo discusso in merito all'eventualità di tagliare i tassi”* confermando di fatto le tesi di Villeroy, secondo il quale *“l'inflazione è una malattia e i tassi sono l'unica medicina. Pensiamo che il 4% sia un buon livello e dobbiamo mantenere questo livello per un periodo sufficientemente lungo”*.

In realtà, ciò che ha prioritariamente “disturbato” le aspettative della comunità finanziaria è la possibilità, ventilata da alcuni esponenti del Consiglio direttivo, che le riserve obbligatorie non remunerate che le banche dell'area euro detengono presso la BCE vengano alzate; tale azione, negli intenti della numero uno della banca centrale, farebbe parte di un piano più ampio la cui finalità sarebbe quella di drenare ulteriore liquidità dal sistema finanziario, frenando così ulteriormente il tasso di inflazione.

Altro cardine del piano sarebbe rappresentato dalla fine dei giochi del PEPP, il QE pandemico con cui, in particolare, la BCE continua ad acquistare tuttora titoli di stato (soprattutto italiani e spagnoli), al punto che il capo economista di un importante casa di investimento ha ritenuto opportuno precisare che *“la Bce al momento sta utilizzando i titoli governativi tedeschi in scadenza per reinvestire quelle somme in titoli governativi italiani. E questo, di fatto, significa che il QE della Bce sta andando avanti a favore dell'Italia (e in modo decisamente inferiore a favore della Spagna), mentre il QT è in atto in Germania. E significa, anche, che sono i rendimenti tedeschi che riflettono i veri rendimenti di mercato. Non l'Italia”*.

Il dato sull'inflazione di agosto, peraltro, ha dimostrato l'effetto dei dieci rialzi dei tassi consecutivi (di cui l'ultimo giovedì 14); per la precisione, il tasso di crescita dell'inflazione relativo al mese di agosto è stato rivisto al ribasso rispetto a quanto inizialmente reso noto, dal 5,3% al 5,2% su base annua: il problema è che la crescita dell'inflazione *core* – che esclude i prezzi più volatili, rappresentati dai prezzi dei beni alimentari ed energetici – è stata confermata pari a +5,3% e c'è già chi teme *“una nuova ondata inflazionistica a livello globale, con i prezzi del petrolio che continuano a dirigersi verso quota \$100 al barile, per la prima volta in un anno”*.

Nel mentre, gli ultimi rilievi sul debito globale a cura del Fondo Monetario Internazionale (*Global debt monitor*) non sono esaltanti in quanto *“malgrado il calo del 10%, nel 2022 il rapporto con il PIL è di nove punti oltre il 2019”*; nello specifico, il debito globale scende quasi ovunque, tranne in Cina dove è aumentato di 7.3 punti percentuali, al 272% del PIL nel 2022, fermo restando che secondo il FMI oltre metà dell'aumento del rapporto debito-PIL a livello mondiale nel periodo 2008-2022 può essere attribuito proprio alla Cina.



Per quanto poi concerne l'appuntamento più atteso della settimana, ovvero la riunione della FED, i punti topici emersi sono così sintetizzabili: i tassi, come da attese, sono rimasti invariati nel range 5.25%-5.50%. Un'ampia maggioranza del Fomc (12 su 19) ha continuato a prospettare un altro rialzo di 25 pb dei tassi entro fine anno anche perché, a nostro avviso, la rimozione di questo rialzo dalle proiezioni avrebbe di fatto mandato un segnale troppo "morbido" da parte della FED.

A livello prospettico, in termini di proiezione dei tassi, nessuna novità nel breve periodo, ma nuovi contenuti per quanto riguarda i prossimi due anni, perché in questo caso le indicazioni degli esponenti del FOMC sono state più aggressive delle nostre attese.

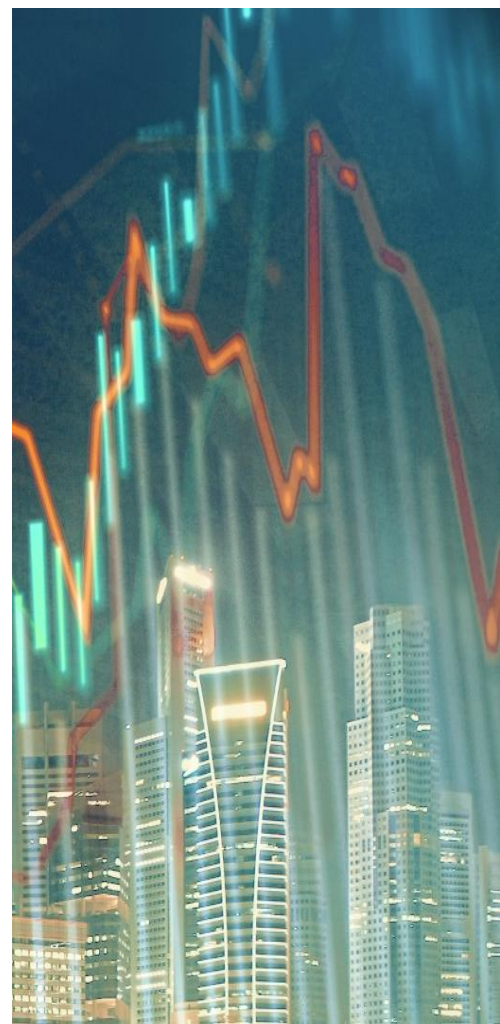
Fermo restando che la previsione di crescita della FED per il 2023 è rivista dall'1.0% di giugno al 2.1%, il processo di disinflazione continuerà nel corso del prossimo anno e l'obiettivo d'inflazione del 2% verrà sostanzialmente raggiunto nel 2025 e poi pienamente (con l'inflazione attesa al 2%) nel 2026. Nessuna menzione è stata fatta in merito a quanto a lungo durerà la pausa dei tassi, privilegiando un approccio improntato alla prudenza e alla valutazione della "totalità dei dati".

Infine, alla luce di quanto argomentato, il nostro scenario centrale continua a prevedere che il ciclo restrittivo sia stato completato con la riunione di fine luglio e non prevediamo rialzi dei tassi nelle riunioni di inizio novembre e metà dicembre.

Venerdì 22, in chiusura di ottava, è stato poi il turno della *Bank of Japan*, con conferma di politica monetaria estremamente accomodante basata sui tassi negativi al -0,1% e sul target dei rendimenti dei bond governativi con scadenza a 10 anni attorno allo zero, motivando la decisione con la presenza di "incertezze estremamente elevate nelle economie e nei mercati finanziari, sia domestici che esteri".

Il saldo settimanale dei principali listini internazionali è stato prevalentemente tinto di rosso, pur in un contesto di ampia conservazione dei livelli critici: S&P 500 oltre 4300, Eurostoxx 600 sopra 450, con Shanghai Composite in buona difesa di 3100 e Topix appena sotto il livello 2400.

Sul fronte obbligazionario, rendimenti decennali governativi in tendenziale ascesa verso 4.5% (americani) e oltre 2.7% (tedeschi), con spread Btp-Bund sovente nell'intorno dei 180-185 punti base. In tema di commodities, infine, petrolio in lieve correzione dopo aver sfiorato quota 94, ma case di investimento sempre più convinte che il target 100 sia ben più che un miraggio e verosimilmente alla portata in una tempistica piuttosto ristretta.



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.