

WEEKLY UPDATE

11 dicembre 2023



IL MONDO DELLE CRIPTOVALUTE SEMPRE PIÙ NELL'OCCHIO DEL CICLONE

Il mese di ottobre dell'anno 2008 rappresenta una pietra miliare nell'universo delle criptovalute in quanto, esattamente in quel periodo, prende forma la teoria sottostante al Bitcoin descritta dal misterioso Satoshi Nakamoto il quale, almeno inizialmente e nelle originarie intenzioni, si propone quale portatore di un'idea (o ideologia) a dir poco rivoluzionaria: creare un nuovo sistema finanziario decentralizzato, ossia staccato dal giogo di banche, banche centrali e governi, che si regga su sé stesso e possa essere sfruttato da tutti indistintamente senza limiti e confini.

Oggi, a 15 anni di distanza, sono ancora del tutto evidenti i fattori di criticità e di rischio emersi a suo tempo e, anzi, alcuni aspetti prioritari inerenti alla scarsa trasparenza e alle dinamiche comportamentali sono stati fortemente esacerbati (nonostante la recente euforia sui mercati che ha riportato le quotazioni del Bitcoin oltre la soglia 40000).

Anzitutto, va subito precisato, la rivoluzione tanto agognata non c'è stata: il sistema finanziario tradizionale è ben vivo e vegeto e il Bitcoin non ha surclassato il dollaro né è assurto al ruolo di "oro digitale"; anzi, criptovalute e altro oggetti simili quali token e NFT si sono trasformati, per lo più, in materia prima per speculazione e raccolta fondi al di fuori del contesto normativo.

Secondariamente, la teorica "purezza" del capostipite Bitcoin si è irrimediabilmente persa in una pleora di altre cripto di cui si fa una gran fatica a cogliere l'utilità; numeri alla mano, se ne contano oggi

DOCUMENTO A CURA
DEL TEAM GESTIONE
PRODOTTI AZIONARI,
OBBLIGAZIONARI E
SOLUZIONI DI
INVESTIMENTO di
Fideuram Asset
Management SGR



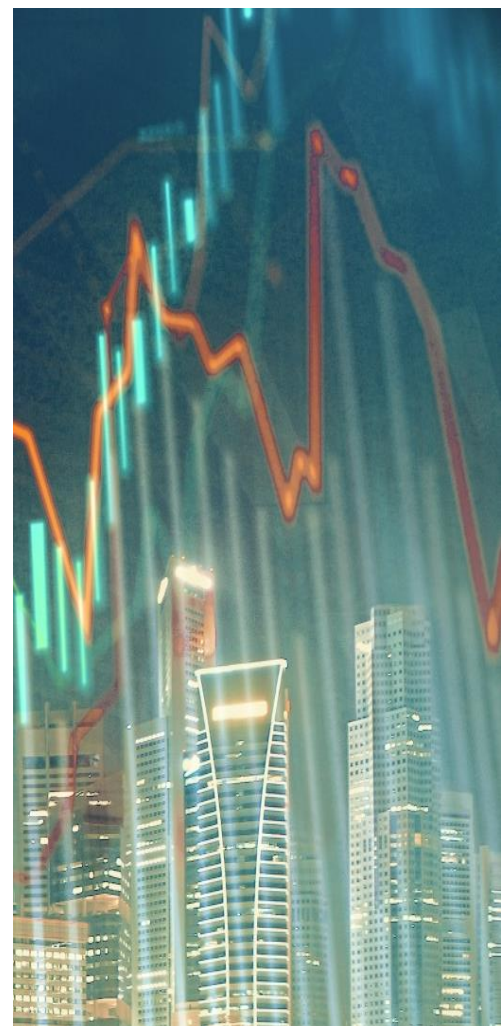
FIDEURAM
INTESA SANPAOLO
PRIVATE BANKING
Asset Management

quasi 9000, una cifra abnorme, soprattutto se rapportata alla capitalizzazione dell'intero settore che oggi supera di poco il trilione di dollari dopo aver sfiorato i 2.5 trilioni nell'ottobre del 2021: valori certamente non minimali ma si rammenti, a paragone, che il valore del mercato valutario mondiale (Forex) si attesta intorno ai 6.6 trilioni di dollari al giorno; in terzo luogo, è innegabile che esista un problema di valutazione che faccia esplicito riferimento ai fondamentali: *“il suo, in effetti, è più un valore simbolico legato alla fiducia o speranza che qualcuno, un domani, sia disposto a comprartelo a un prezzo più alto; non produce interessi o dividendi, non è supportato da una banca centrale o da un governo, non rappresenta la partecipazione a un business”* (F. Crespi, Prof. Economia Intermed. Finanz. Univers. Cattolica).

Quanto a fiducia, poi, ne sanno qualcosa i fondatori di FTX e Binance: la prima società ha dichiarato bancarotta già qualche mese fa, mentre su Binance, attuale leader mondiale nel mercato delle criptovalute, pende ora la spada di Damocle delle accuse penali a cura del dipartimento di Giustizia degli Stati Uniti e di multe per miliardi di dollari sulle quali anche la SEC starebbe indagando: operativamente, secondo la testimonianza di alcuni esperti, *“un eventuale crac non sarebbe cosa da poco per l'industria delle criptovalute perché l'exchange è enorme: nuovi scambi riempirebbero il vuoto di Binance in caso di fallimento, ma nel breve termine la liquidità sul mercato potrebbe evaporare, facendo scendere drasticamente il prezzo dei token”* (per il momento, pare che il fondatore, C. Zhao, se la stia cavando con dimissioni e maxi multa da 4.3 miliardi di dollari, poi si vedrà).

Una cosa è certa, comunque: l'atteggiamento delle *authority* appare improntato ora più che mai alla massima intransigenza e ne è una palese dimostrazione il fatto che persino un istituto come Chase Bank (banca retail di JPMorgan) da metà ottobre abbia posto un veto totale sui pagamenti verso crypto nel Regno Unito; la decisione non rappresenta una novità assoluta, ma si fa notare alla clientela che ora il mondo crypto è sempre più nell'occhio del ciclone, ovvero *“se desiderate investire in attività in criptovalute, potete provare a utilizzare un'altra banca ma vi invitiamo ad essere cauti perché potreste non essere in grado di recuperare il denaro se il pagamento è legato a una frode o un truffa”* (la stessa Lagarde, peraltro, in un'intervista recente, in cui confessava a malincuore che il figlio ha subito rilevanti perdite proprio in investimenti in criptovalute, ha ribadito la propria ferma ostilità contro le medesime, definendole *“speculative, prive di valore e spesso fonte di attività illecite”* e il Ceo di JPMorgan – J. Dimon – in un'audizione al Senato qualche giorno fa ha rincarato la dose affermando che *“se fossi in politica e avessi un ruolo attivo eliminerei l'intera industria delle criptovalute”*).

Del resto, non pochi osservatori hanno puntato il faro proprio sui rischi della finanza decentralizzata che sovente è stata magnificata come una conquista delle nuove tecnologie, in funzione di una maggior democratizzazione dell'universo bancario-finanziario finalizzata ad un

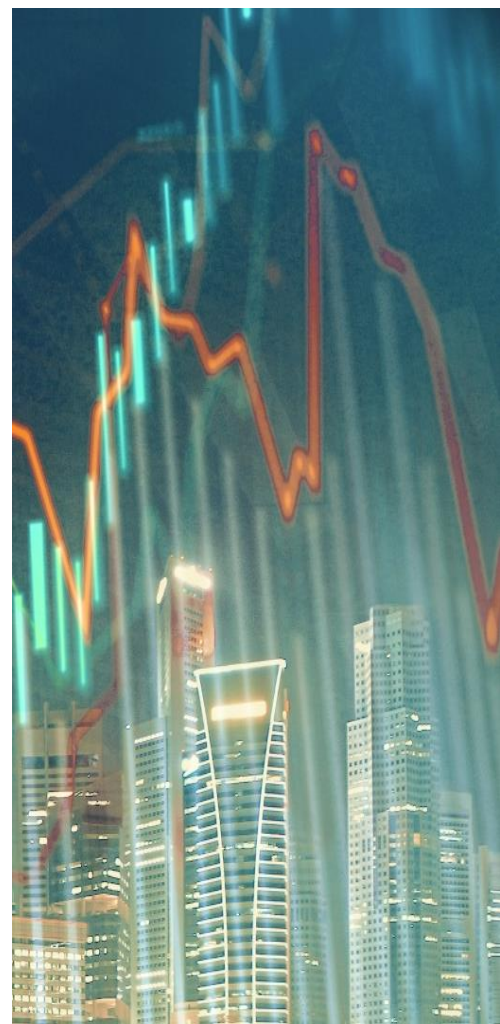


abbattimento dei costi di intermediazione; in effetti, è noto che i riciclatori che usano Bitcoin per i propri traffici illeciti oggi riescono ad investire direttamente nella *Decentralized Finance* (DeFi), cioè un'etichetta che ricomprende progetti che hanno in comune l'uso dello spazio blockchain per sviluppare applicazioni finanziarie basate sulla tecnologia dei registri distribuiti, attraverso protocolli *peer-to-peer* su reti decentralizzate che non richiedono diritti di accesso. In sintesi, al momento la DeFi consente di investire capitali illeciti non solo per la mancanza di sistemi di controllo strutturati, ma anche sfruttando gli schemi di governance dei progetti stessi, dove l'accesso di utenti non identificabili può consentire a pochi, sotto nomi diversi o in grado di manovrare multiple "identità" fittizie, di scalare dall'interno le strutture DeFi sino a prenderne il controllo: a quel punto, si palesa il rischio principale con i riciclatori che possono diventare essi stessi i padroni del sistema.

Quanto basta, insomma, per richiamare fortemente l'attenzione dell'ESMA, l'autorità di vigilanza dei mercati finanziari dell'UE, che ha messo in guardia gli investitori europei che detengono posizioni in criptovalute riaffermando il primato del regolamento MiCA (*Markets in Crypto-Assets*), pur puntualizzando che la normativa prevista richiederà diverso tempo per essere concretamente implementata, dunque i fattori di rischio continuano a persistere; nella fattispecie specifica, la presidente dell'ESMA (V. Ross), in una nota diffusa di recente, ha esortato gli Stati europei a designare tempestivamente le autorità competenti per l'attuazione al più presto del MICA: anche perché il primo pacchetto di misure del nuovo corpo legislativo è stato approvato ufficialmente a maggio di quest'anno, ma entrerà in vigore solo nel dicembre 2024 lasciando, dunque, aperta una finestra temporale all'interno della quale i rischi complessivi della detenzione di criptovalute non saranno coperti da alcuna forma di tutela giuridica (e gli USA, attraverso la SEC, sono attesi al varco ai primi di gennaio 2024, quando dovranno pronunciarsi su alcune questioni autorizzative, creando dunque le premesse per la definizione di un nuovo apparato giurisprudenziale che potrebbe fare scuola presso tutta la comunità finanziaria occidentale).

La Consob, a sua volta, nella sua ultima relazione annuale ha fortemente richiamato l'attenzione sull'instabilità delle criptovalute e in particolare sulla loro vulnerabilità al *cybercrime*, mettendo altresì in evidenza le criticità legate alla sicurezza nelle piattaforme di trading: solo 14 su 188 possono vantare la denominazione di "molto sicure", mentre le altre non sono facilmente etichettabili.

Da ultimo, in una fase storica in cui i termini "transizione ecologica" e "sostenibilità" rivestono un ruolo di primo piano nell'ambito della comunicazione mediatica, non manca chi fa notare che la questione energetica, in buona misura, non può esimere il mondo delle criptovalute dalle proprie responsabilità: per quanto i *miners* di tutto il mondo ricercano sempre di più soluzioni sostenibili, le statistiche sul consumo di energia necessario per "far girare tutta la giostra" appaiono incontrovertibili. Secondo un rapporto della Casa Bianca,



l'energia totale consumata negli USA dai mining di Bitcoin nel 2022 ha raggiunto i 50 miliardi di kilowattora: il che significa, per dirla in altro modo, un montante energetico superiore a quello che consumano le famiglie americane per utilizzare computer, pompe di calore, freezer e lavatrici; per capire meglio i termini della questione, in definitiva, se il consumo energetico annuo del Bitcoin fosse trattato come quello di un Paese, la criptovaluta si classificherebbe al 34° posto, un po' più del Kazakistan e un po' meno dei Paesi Bassi: come dire, non proprio ESG e ancor meno sostenibile!

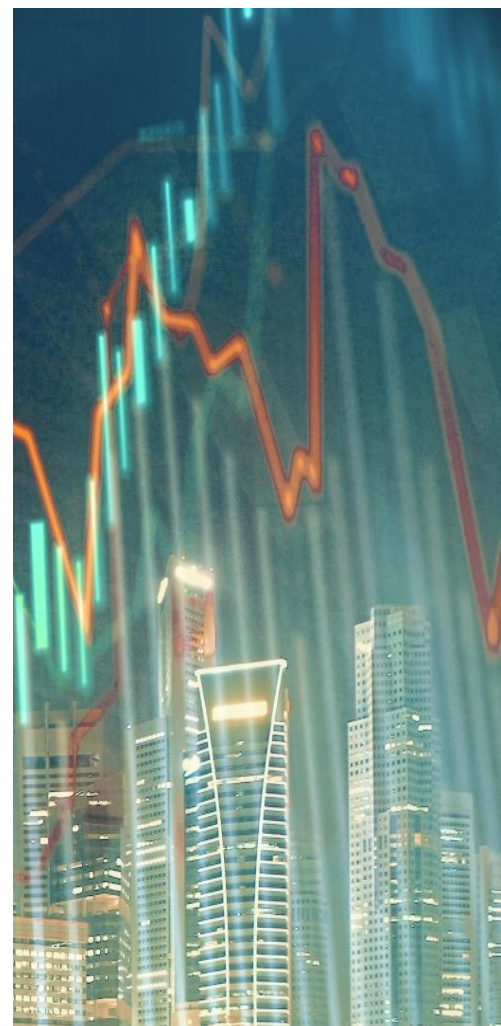
L'ANDAMENTO DEI MERCATI

Seconda settimana di dicembre iniziata in modo contrastato sui mercati azionari globali, con il versante occidentale più brioso, grazie a Wall Street pronta ad assecondare una proficua rotazione settoriale (da blue chips a mid e small caps), pur in un contesto in cui i traders sono parsi più cauti nello scommettere su un imminente "FED pivot", anche in ragione di una borsa americana reduce da un novembre da record sigillato dalla miglior performance dagli anni '60; meno entusiasmo iniziale, invece, sul fronte orientale (dato che Moodys ha abbassato i titoli di stato cinesi ad "outlook negativo") dove comunque gli investitori hanno potuto apprezzare alcune note positive, con riguardo particolare proprio all'universo cinese.

La "saga Evergrande", anzitutto, stavolta è risultata meno indigesta, con il titolo che in Borsa ha sfiorato il +10% nella sola seduta di lunedì 4, in virtù della decisione dell'Alta corte di Hong Kong di aggiornare l'udienza decisiva al prossimo 29 gennaio (anziché a dicembre), al fine di concedere altro tempo per poter predisporre un credibile piano di ristrutturazione del debito; secondariamente, l'indice PMI servizi Caixin balzato al record degli ultimi tre mesi ha certamente incoraggiato le aspettative della comunità internazionale, unitamente al fatto che gli investitori locali stanno fortemente sostenendo i bond high yield domestici denominati in dollari: una manifestazione di fiducia certamente gradita ai piani alti dell'amministrazione cinese.

In termini di gestione della spirale inflazionistica, poi, l'emisfero orientale ha registrato, da parte della banca centrale australiana, il primo stop al rialzo tassi dopo tredici strette consecutive conferendo, di fatto, alla banca centrale giapponese il ruolo di unico "istituto-falco" dell'area asiatica in cui i traders stanno scontando una politica monetaria più restrittiva: anche perché, va da sé, l'ultimo *CPI core* del Sol Levante è risultato sopra il target della Bank of Japan per il 19-esimo mese consecutivo e non sono passate inosservate le dichiarazioni (giovedì 7) di Kazuo Ueda, governatore della Bank of Japan, che ha fatto esplicito riferimento alla possibile fine della politica monetaria del Giappone incentrata sui tassi negativi.

Per quanto concerne l'emisfero occidentale, con particolare riferimento alla congiuntura d'oltreoceano, il quesito-chiave è sempre lo stesso ed è tanto semplice quanto arduo in termini valutativi: la



recessione arriverà davvero o al massimo il rallentamento dell'economia si tradurrà in un "atterraggio morbido"?

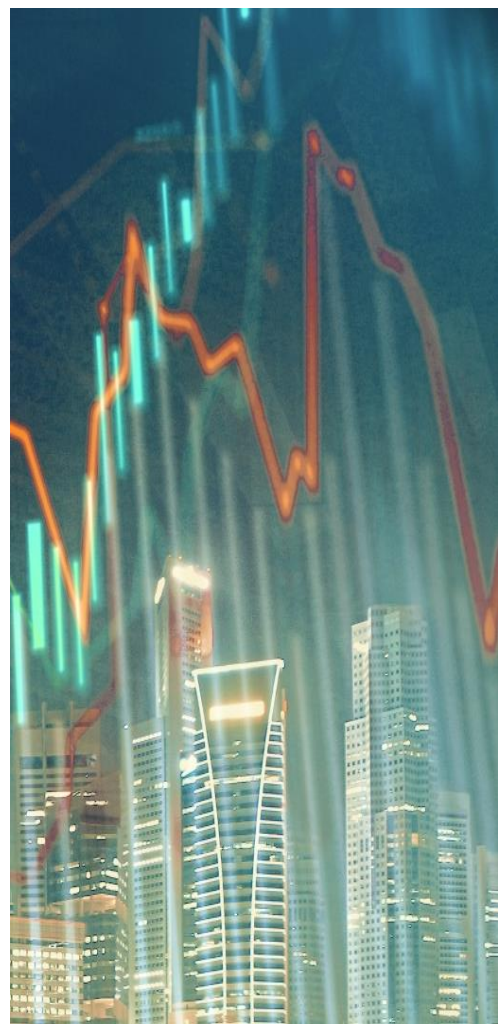
Al di là dell'incrollabile euforia di Wall Street, qualche segnale di stanchezza è comunque ravvisabile, non solo in quanto ratificato dal *Beige Book* quale primaria fonte ufficiale, ma anche perché scontato da un indice quale il *Citi Surprise Index* (che monitora gli indicatori economici sopra o sotto le attese degli analisti) sui minimi da giugno, oltretutto dai dati macro del PIL canadese (in flessione di oltre l'1%) considerato un buon anticipatore del trend economico statunitense.

A ciò si aggiunga, inoltre, il fatto che il tono di Powell appare sempre poco conciliante in quanto *"il FOMC è fortemente impegnato a ridurre l'inflazione al 2% nel tempo e a mantenere una politica restrittiva finché non saremo sicuri che l'inflazione sia sulla buona strada verso tale obiettivo. Sarebbe prematuro concludere con fiducia che abbiamo raggiunto un orientamento sufficientemente restrittivo o speculare su quando la politica potrebbe allentarsi. Siamo pronti a inasprire ulteriormente la politica se ciò risulterà opportuno"*.

Nel corso della settimana, peraltro, erano molto attesi i dati sul mercato del lavoro e le prime evidenze riferibili alle offerte di lavoro Jolts (martedì 5) hanno certificato un calo di posizioni (da 9,4 a 8,7 milioni) che ha interessato diversi settori, tra cui sanità, servizi finanziari e alloggi e ristorazione; i numeri relativi all'occupazione ADP del giorno successivo, poi, sono cresciuti di 103.000 unità a novembre, al di sotto delle 106.000 riviste al ribasso di ottobre e delle 128.000 stimate, mentre gli attesissimi *NonFarm Payrolls* di venerdì 8, all'opposto, hanno registrato un incremento di unità lavorative (199.000 in luogo delle 183.000 stimate dal consenso); nel dettaglio, premesso che il dato rilasciato relativo al mese di novembre indica che non vi sono segni di rallentamento (le buste paga sono cresciute più velocemente del previsto e il tasso di disoccupazione è sceso nonostante i segnali di indebolimento dell'economia), il settore sanitario è stato quello che ha registrato la maggiore crescita, con un aumento di 77.000 unità; altri settori in crescita sono stati quello governativo (49.000), quello manifatturiero (28.000) e quello del tempo libero e dell'ospitalità (40.000).

In vista delle festività natalizie, poi, il commercio al dettaglio ha perso 38.000 posti di lavoro, metà dei quali nei grandi magazzini e pure i trasporti e i magazzini hanno registrato un calo di 5.000 unità.

Anche nel Vecchio Continente la musica intonata dai banchieri centrali, rispetto agli omologhi americani, pur differenziandosi nella forma è molto simile nella sostanza; posto che in Germania ora l'inflazione fa meno paura (al 2.3%) e, nel contempo, il caos sui conti pubblici crea non poche apprensioni a Berlino (l'incertezza su investimenti pubblici fino a 100 miliardi potrebbe pesare sul futuro del Paese), le dichiarazioni del tedesco Nagel lasciano poco spazio per un'ipotesi di politica monetaria più accomodante in quanto *"un taglio dei tassi da parte della BCE in tempi brevi è altamente improbabile"*;



anche se è impossibile prevedere esattamente quanto durerà questo periodo, è altamente improbabile che finisca presto”.

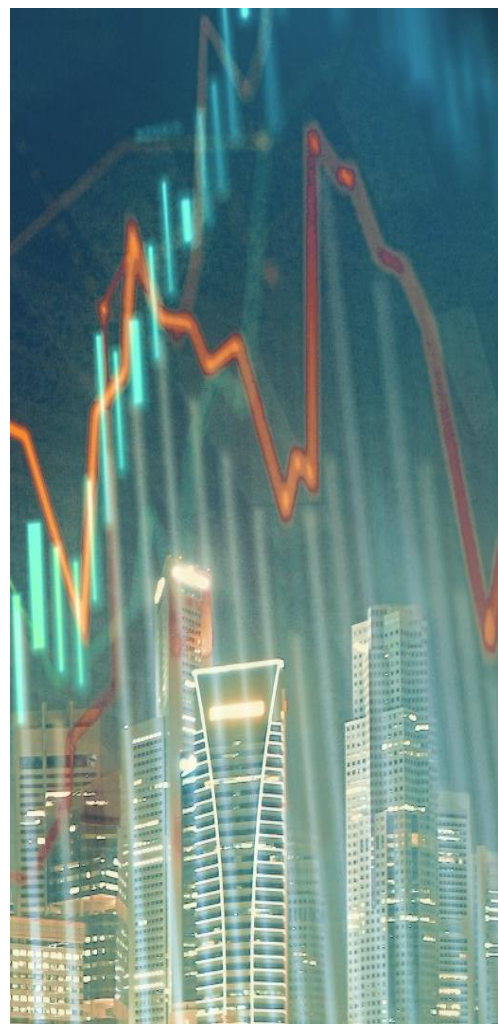
Non solo, ma la stessa Bundesbank (di cui Nagel è il governatore), ha assunto un atteggiamento sempre più intransigente dal momento che vuole ridurre le riserve in eccesso delle banche, pari a 3800 miliardi nell'Eurozona e remunerate al 4% dalle banche centrali nazionali (al contrario di quelle obbligatorie che sono allo 0%); in sostanza, nei prossimi mesi la discussione sulle misure della BCE sarà non poco influenzata da considerazioni legate ai conti nazionali, soprattutto tedeschi, e secondo alcuni osservatori ciò potrebbe essere un problema rilevante per la credibilità e l'indipendenza della BCE, dato che Nagel pare fortemente motivato nei suoi propositi: si deve metter mano alle riserve in eccesso e alla riduzione del bilancio dell'Eurosistema. Come sovente è accaduto in passato, il solo Fabio Panetta (ora governatore della Banca d'Italia) ha cercato di smussare un po' i toni sottolineando, anzitutto, che l'attuale livello dei tassi pare assolutamente conforme a riportare il livello dei prezzi al 2%; nello specifico, Panetta ha messo in guardia dai *“rischi di una brusca contrazione del bilancio dell'Eurosistema, dopo quella già rapida dei mesi scorsi, poiché avrebbe effetti restrittivi sull'economia non giustificati dalle prospettive dell'inflazione”.*

Ancora, il neo governatore ha ribadito che la politica di rialzo dei tassi della BCE era necessaria ma *“ora la trasmissione degli impulsi monetari alle condizioni di finanziamento si sta rivelando più forte di quanto era previsto”*, ragion per cui *“il considerevole calo dell'inflazione è una buona notizia”*, ma occorre non eccedere nelle tentazioni di determinare nuove strette con il *Quantitative Tightening* in quanto *“la contrazione del bilancio dell'Eurosistema comporterebbe un calo della liquidità in circolazione”.*

Per quanto riguarda il saldo settimanale dei principali listini azionari, la scorsa settimana ha confermato il consolidamento al rialzo sul versante occidentale, con parziale sofferenza per i mercati asiatici ascrivibile, per lo più, ai nuovi dettami della politica monetaria giapponese orientata ad un prossimo abbandono dei tassi negativi; conseguentemente, il Topix ha corretto pur conservando comodamente quota 2300, lo Shanghai Composite ha chiuso appena sotto la soglia 3000 laddove, invece, Wall Street ha pressoché ignorato le tensioni orientali con l'S&P 500 alla riconquista del livello 4600, più che ben supportato dall'Eurostoxx 600 a sua volta oltre 470.

Universo obbligazionario ancora premiante, con i rendimenti decennali governativi americani in tendenziale flessione verso 4.10% (e i corrispettivi tedeschi al test di 2.15%), salvo nella sessione di chiusura ottava (venerdì 8) quando i dati robusti del mercato del lavoro si sono traslati in maggior volatilità sul mercato bond, a fronte di uno spread Btp-Bund sempre inferiore ai 180 punti base.

Moneta unica in indebolimento sotto 1.08 (dopo il recente exploit oltre 1.10) e yen che, incorporando appieno le nuove linee guida del governatore del Sol Levante, si è rafforzato fino a quota 142. In tema



di commodities, infine, petrolio in sofferenza anche sotto la soglia dei 70 dollari, in ragione del fatto che i traders si mostrano sempre più dubbiosi circa il fatto che l'Opec + e i suoi alleati siano concretamente in grado di fornire tagli alla produzione sufficienti a contenere il surplus attuale incombente su scala globale.



FIDEURAM
INTESA SANPAOLO
PRIVATE BANKING
Asset Management

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.