

WEEKLY UPDATE

5 SETTEMBRE 2022



ENERGIA: IMPATTI ANCHE SULLE IMPRESE DEL SETTORE

E' passato ormai un anno dall'inizio della crisi, quando nell'agosto 2021 i mercati cominciarono a incorporare nei prezzi le prime avvisaglie americane circa un'anomala concentrazione di truppe russe al confine con l'Ucraina e la quotazione del gas schizzata a 27 euro/MWh, dopo i minimi a 6 euro del maggio 2020, pareva un'anomalia temporanea che si sarebbe presto ricomposta; le aspettative degli addetti ai lavori, però, sono state totalmente disattese e le quotazioni stellari oltre i 330 euro dei giorni scorsi vengono ormai tacciate come frutto della mera e cinica speculazione dei mercati. Per di più, il legame gas-elettricità, già storicamente molto solido, si è ulteriormente rafforzato con prezzi sulla borsa elettrica che ormai valgono dieci volte quegli stessi valori che già due anni fa erano classificati come alti: in ultima istanza, si tratta di una spirale viziosa che non potendo contare su scorte abbondanti e con una prospettiva di ammanco fisico, ha fatto saltare tutti i limiti estremi pre-stimati dagli operatori di settore e, in tale contesto, le autorità responsabili dell'energia in Italia a fine settembre saranno chiamate a definire nuove tariffe per famiglie e imprese valide per l'ultimo trimestre del 2022. Non solo, ma nemmeno gli operatori del comparto energetico possono ritenersi immuni da tali circostanze avverse in quanto la volatilità delle quotazioni, ironia della sorte, sta mettendo in ginocchio anche i grossisti del settore, ovvero coloro che fanno da collante tra produttori e consumatori. Non usa mezzi termini l'associazione di categoria (grossisti), **AIGET**, per esternare la drammaticità del momento in quanto **“senza interventi sul mercato del gas e**

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



FIDEURAM
INTESA SANPAOLO PRIVATE BANKING
Asset Management

dell'energia è a rischio default un fornitore su cinque. La liberalizzazione farebbe un passo indietro di 20 anni, con maggiore concentrazione e prezzi più alti. I fornitori sono strozzati da un problema di liquidità: dobbiamo acquistare dai produttori a prezzi 15 volte superiori 2-3 mesi prima rispetto a quando incassiamo dai clienti. Per molti è uno stress finanziario senza precedenti e rischia di essere insostenibile“; senza contare che solo il 60% del consumo di un cliente è stabile, prevedibile: è tipicamente la quota che i fornitori coprono attraverso contratti di *swap*, mentre un 20-30% è la parte di consumo variabile, influenzata da molti fattori: clima, ferie, scioperi. Inoltre, esiste poi un ulteriore 10% classificabile come “*sbilanciamento*”, ovvero la parte più imprevedibile del consumo energetico, legata alle variazioni e agli imprevisti dell'ultim'ora. Il governo, ovviamente, con Cingolani in prima linea, è al lavoro per far rifiatore energivori e PMI ma la strada è palesemente in salita in quanto il piano che punta ad alleggerire il caro bollette si scontra con un tema di coperture su cui, tuttora, sono al lavoro i tecnici al fine di comprendere le reali possibilità di manovra: il problema è che “*la coperta*” a cui si rapporta il governo è molto corta, mentre il conto delle possibili misure sul tavolo è elevato, a cominciare dai 10 miliardi che servono per estendere all'ultimo trimestre dell'anno i crediti di imposta a favore delle imprese zavorrate dagli aumenti (energivori e gasivori) e, come al solito, l'ultima parola spetta al Mef (che deve tirare le somme tra eventuali residui di fondi inutilizzati ed extraggettito), in quanto ne' Palazzo Chigi né (tantomeno) Bankitalia vogliono assumersi la responsabilità di ricorrere al temutissimo scostamento di bilancio.

Nel mentre, in termini di misure adottate dalla UE, **i governi europei hanno messo in campo circa 280 miliardi di euro in finanziamenti per limitare l'impatto del caro energia per famiglie e imprese** anche perché, come argomentato da un analista di settore, “*i prezzi rimarranno alti per tutto l'inverno e i governi farebbero bene a lavorare ipotizzando lo scenario peggiore, vale a dire il presupposto che i prezzi alti non andranno via nemmeno il prossimo anno. I governi dovrebbero concentrarsi sulla riduzione della domanda di energia, ove possibile*“. L'unico dato confortevole per il momento, in tema di caro-bollette, riguarda il target delle scorte complessive a livello europeo, già centrate con due mesi di anticipo: la qual cosa, va da se', ha agevolato la correzione delle quotazioni del gas nei giorni scorsi, in virtù del fatto che gli stoccaggi UE hanno già raggiunto il livello minimo prescritto da Bruxelles (80% come traguardo per il 1° novembre) per l'avvio dell'anno termico anche se, come ammonito dal ministro francese per l'Energia (Pannier-Runacher), “*è molto chiaro che la Russia sta usando il gas come arma di guerra e dobbiamo prepararci ad una completa interruzione delle forniture*“. In tale ottica, peraltro, la Francia si è già allineata ai dettami austeri già inaugurati dalla Germania, invocando una “*sobriete*” che presto si tradurrà in un taglio del 10% dei consumi elettrici da parte delle imprese, a fronte di una tassazione temporanea degli extra profitti del



FIDEURAM
INTESA SANPAOLO PRIVATE BANKING
Asset Management

comparto energetico che appare sempre più inevitabile: anche perché, da quanto si evince dalle ultime narrazioni in tema di equilibri geopolitici e strategie militari, il conflitto russo-ucraino esplicita peculiarità e caratteristiche sempre più “senza via d’uscita”. Le premesse per un “*conflitto di attrito*” ancora lungo ci sono tutte; l’esercito di Putin ha subito gravissimi danni in termini di mezzi distrutti e di vite umane e la Cia ha stimato circa 20000 caduti russi che, se confermati, rappresenterebbero un numero del tutto abnorme se comparati ai 26000 soldati morti in dieci lunghi anni di guerra in Afghanistan: in realtà, però, resta tuttora ignoto agli addetti ai lavori se la finalità ultima di Putin sia solo il Donbass (e il controllo del Mare di Azov) oppure l’annessione della costa meridionale ucraina e certamente non gioca a favore delle quotazioni prospettiche del gas il fatto che Zelensky, da parte sua, sia disposto a scendere a patti di negoziazione solo dopo aver riconquistato la Crimea.

L’ANDAMENTO DEI MERCATI

Esordio del mese di settembre all’insegna della volatilità per i mercati azionari globali, poiché la scaletta settimanale degli eventi è stata dettata, come sovente è accaduto nel recente passato, dal binomio “ dati inflazione-commenti banche centrali”, non sempre conciliante con le aspettative degli investitori e, anzi, spesso indigesto in termini di numeri ufficiali rilasciati. Già a inizio settimana si era capito che il rientro vacanziero non sarebbe stato rilassante: l’inflazione tedesca in agosto è salita al suo livello più alto degli ultimi 50 anni (+8.8%), confermando di fatto un trend persistente in atto in tutta l’Eurozona (+9.1%), a cui non si è sottratto ovviamente il Bel Paese, forte di un rialzo dell’8.4% su base annua. In tema di commenti, già nel *meeting* di Jackson Hole i toni di **Isabel Schnabel (membro del comitato esecutivo della BCE)** erano parsi aspri e poco accomodanti, auspicando un rialzo dei tassi “*senza cautela, in quanto le banche centrali devono riportare velocemente l’inflazione sull’obiettivo del 2% sul medio termine, agendo con determinazione e con forza*” e sulla stessa lunghezza d’onda non ha tardato a sintonizzarsi anche Nagel (governatore della Bundesbank) le cui note argomentazioni *hawkish* (restrittive) si sono manifestate ancora senza riserve, in quanto “*c’è il rischio che la fase di alta inflazione continui per un periodo di tempo più lungo e che tenda a rallentare lentamente; è quindi urgente che il Consiglio direttivo agisca con decisione nella sua prossima riunione per combattere l’inflazione*”. Non è mancato, peraltro, chi ha cercato di allentare la tensione proponendo un approccio di politica monetaria basato su un rialzo tassi “*a ritmo costante*” (P. Lane, capo economista BCE) o richiamando l’attenzione sulla “*più grande virtù della BCE, la prudenza*” (F. Panetta, membro Comitato esecutivo BCE) anche se, a dire il vero, le argomentazioni sostenute da Olli Rehn (numero uno della banca centrale finlandese ed esponente BCE) parrebbero propendere per un atteggiamento della BCE piuttosto severo ed intransigente nei confronti dell’inflazione, in quanto “***l’Europa deve***



FIDEURAM
INTESA SANPAOLO PRIVATE BANKING
Asset Management

prepararsi ad uno scontro che si protrarrà nel tempo contro la Russia di Putin, il che significa che tagli ai flussi di gas e prezzi energetici più alti si confermeranno un fenomeno di lunga durata“. I banchieri centrali americani, ovviamente, anche nella scorsa ottava non hanno nascosto le proprie velleità “aggressive” ben sintetizzate già nella giornata di lunedì 29, dove il presidente della FED di Minneapolis (Kashkari), peraltro con una vena di cinismo poco apprezzata dai mercati, ha sentenziato che “ *dopo Jackson Hole, avranno capito che facciamo sul serio* “; sulla stessa falsariga si è espressa pure Loretta Mester (presidente della FED di Cleveland), sottolineando che “ **la mia view al momento e’ che sara’ necessario portare i tassi sui fed funds a un valore al di sopra del 4% entro la fine dell’anno prossimo, per permanere a quel livello** “, mentre la sempre autorevole voce di Henry Kaufman (leggendario capo economista anni fa a Salomon Brothers) non ha celato un nostalgico richiamo all’azione di Paul Volcker , ex numero FED negli anni ’70-’80, come modello aggressivo da seguire nella guerra contro l’inflazione: anche perché, come notato da alcuni osservatori, Powell starebbe facendo la voce grossa sui tassi, ma avrebbe il freno a mano tirato sul taglio del bilancio sul QT (*Quantitative Tightening*), ossia il ritiro della liquidità immessa nel sistema dalla stessa banca centrale, come risulterebbe dagli asset garantiti con la cartolarizzazione dei mutui immobiliari che sarebbero saliti anziché scesi come da attese. Nel mentre, comunque, sia l’ISM manifatturiero in rialzo sia i dati di venerdì 2 sul mercato del lavoro , con numero occupati in flessione, ma pur sempre superiori alle stime di consenso e con salari medi confermati in ascesa, sono numeri sufficientemente solidi per attendersi ancora dalla FED un atteggiamento più che guardingo relativamente alle pressioni sui prezzi guidate dalla congiuntura economica. Sul versante orientale, i timori inflattivi forse non turbano più di tanto ma gli incubi da *lockdown* sono sempre ben diffusi presso la popolazione cinese; gli effetti della politica Covid-zero continuano a farsi sentire, con riflessi anche negativi sui dati macro (PMI manifatturiero sotto il livello 50), e sia a Shenzhen che a Chengdu (che rappresenta quasi il 2% dell’economia nazionale) sono stati sospesi tutti gli eventi importanti.

Il governo di Pechino, peraltro, ha appena varato un pacchetto di stimoli all’economia da quasi 150 miliardi di dollari, imponendo anche alle principali banche un’azione energica volta a frenare la massiccia vendita di valuta locale (renminbi), ai minimi sul dollaro; per non parlare della “saga Evergrande”, dove i sempre più esasperati obbligazionisti ormai si stanno convincendo che l’eventuale recupero dei propri fondi potrà avvenire solo attingendo dalle fortune personali del fondatore del colosso immobiliare.

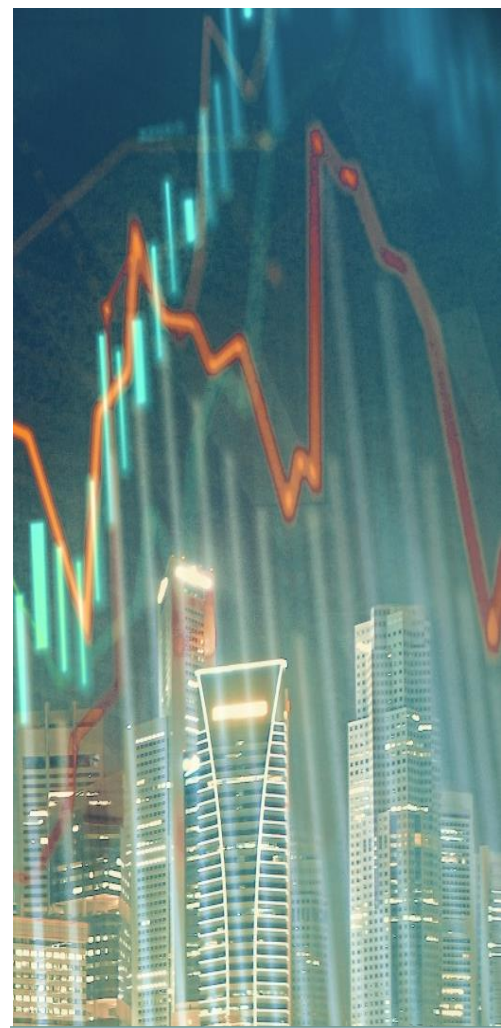
I principali listini azionari, incorporando i commenti ufficiali sull’evoluzione della spirale inflazionistica, hanno chiuso la scorsa ottava con segno rosso diffuso un po’ ovunque, con l’S&P 500 in difesa di quota 3900, l’Eurostoxx 600 in tenuta del livello 400, mentre il domestico FtseMib è riuscito a strappare in chiusura un lieve segno positivo, grazie soprattutto al contributo decisamente performante del



FIDEURAM
INTESA SANPAOLO PRIVATE BANKING
Asset Management

comparto bancario (sul fronte orientale, infine, il Topix giapponese e lo Shanghai Composite si sono allineati alla debolezza generalizzata del comparto azionario).

In termini di rendimenti decennali governativi, settimana decisamente improntata al rialzo con la componente americana in ascesa fino a testare 3.30% e la corrispettiva tedesca oltre 1.60%, mentre lo **spread Btp-Bund si è spinto intorno ai 240 punti base** sempre sotto l'occhio vigile della BCE, così come il mercato del credito si è adeguato ai diffusi rialzi di rendimenti, senza comunque alimentare particolari tensioni. La moneta unica ha vissuto una settimana sostanzialmente "lateralizzante" in quanto ai primi tre giorni di recupero oltre la parità sono seguite due sessioni "ritraccianti", mantenendo comunque intatto il minimo del 23 agosto a 0.99. Settimana di debolezza, infine, anche per il petrolio (sotto quota 90 da un massimo relativo a 97), dopo che il direttore generale della società irachena di marketing petrolifero (nota come SOMO) ha precisato che i disordini in corso nel Paese non incidono in alcun modo in termini di esportazioni della materia prima in Europa.



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"), 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.