

WEEKLY UPDATE

28 ottobre 2024



DALLA CRISI DEL MEDIO-ORIENTE POSSIBILI IMPATTI SULLE QUOTAZIONI DEL PETROLIO?

Scommettere sulla direzione dei prezzi del petrolio, secondo (persino) gli addetti ai lavori, rappresenta qualcosa di assimilabile al gioco d'azzardo ma, senza alcun dubbio, mai come ora gli occhi dei consumatori e del mondo politico sono puntati sulle quotazioni dell'oro nero e sulle loro potenziali evoluzioni attese nei prossimi mesi.

L'allargamento del conflitto Israele-Hamas, con coinvolgimento di Hezbollah (Libano) e Iran, apre nuovi scenari geopolitici in tutto il Medio Oriente, anche alla luce del fatto che l'intera regione produce un terzo del petrolio sul totale globale e poche materie prime possono vantare un'ingerenza così tangibile sulla congiuntura economica.

La domanda d'obbligo che agita i governi di mezzo mondo allora è una sola: dove può spingersi il prezzo del greggio al barile? Anzitutto, occorre sgombrare il campo da possibili equivoci di fondo; l'Iran è certamente una potenza petrolifera, ma non ne va enfatizzato troppo il ruolo nello scacchiere dei produttori mondiali: basti pensare che l'export iraniano si quantifica in due milioni di barili al giorno (circa il 2% dell'offerta globale), a fronte dei 5 milioni di barili esportati dalla Russia.

Inoltre, fattore certamente non secondario, lo scenario globale di riferimento è piuttosto differente rispetto a quello del 2022, quando la Russia invase l'Ucraina: allora vi era una gran fame di energia in ragione di un ritorno alla normalità dopo il blackout pandemico mentre oggi, come efficacemente rilevato da uno strategist, *"il mondo sta*

**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**

nuotando nel petrolio"; in effetti, numeri alla mano, a tutt'oggi circa il 60% della produzione di greggio arriva da Paesi al di fuori del cartello dell'Opec e, grazie alla *fracking industry (shale oil)*, spetta agli USA il primato di maggior produttore al mondo, ragion per cui un veloce ripasso degli avvenimenti recenti può essere d'aiuto per formulare stime prospettiche in merito a quale possa essere, probabilisticamente, l'evoluzione attesa in termini di quotazioni.

Da quando, un anno fa (il 7 ottobre 2023), Hamas ha attaccato Israele, il timore più grande sui mercati petroliferi è stato che le tensioni potessero degenerare in una vera e propria guerra regionale che contrapponesse Israele all'Iran; il rischio per ora è stato evitato, ma la recente avanzata di Israele nei territori del Libano (con relative azioni belliche contro l'Unifil, cioè il presidio militare delle Nazioni Unite) ha alzato decisamente il livello di allerta in funzione di quali possano essere le intenzioni di Netanyahu, anche perché restano ignote quali siano le contromosse pianificate dall'Iran: di certo si sa che, quando l'Iran, in data 1° ottobre, ha puntato circa 200 missili in direzione di Israele le quotazioni del greggio sono schizzate di oltre il 10% sino a toccare i 78 dollari al barile.

Ora, per capire fino a che punto il petrolio possa risentire (o meno) di un'escalation che la diplomazia internazionale vorrebbe evitare ma che ha pur sempre concrete possibilità di verificarsi in termini probabilistici, occorre considerare le varie opzioni alternative che Israele potrebbe perseguire a livello di possibile rappresaglia.

Una prima ipotesi è che Israele decida di attaccare le strutture petrolifere iraniane che trasformano il greggio in prodotti petroliferi, puntando direttamente alla raffineria di Abadan, che fornisce il 13% della benzina al mercato interno: in tal caso, l'Iran potrebbe compensare le eventuali perdite attraverso nuove forniture di barili dal Kurdistan iracheno, dunque contenendo gli effetti finali sull'offerta.

Se poi Israele optasse per una linea più dura ed incisiva per penalizzare le esportazioni iraniane, potrebbe colpire i terminali petroliferi dell'isola di Khang (nel Golfo Persico), da cui vengono spediti nove decimi di tutti i barili iraniani; in questo caso il rischio avrebbe connotazioni diplomatiche, poiché, in prossimità delle elezioni USA, l'amministrazione Biden sarebbe parecchio irritata per un'eventuale abnorme impennata dei prezzi (e lo stesso varrebbe per la Cina, grande importatrice di greggio iraniano). Ciò premesso, comunque, quand'anche il conflitto si inasprisse, le ricadute globali sarebbero verosimilmente contenute poiché, come sottolineato dagli addetti ai lavori, *"l'offerta è abbondante e la domanda fiacca"*.

Non a caso, lo stesso Opec, proprio a metà ottobre, pur contando ancora su una crescita della domanda di petrolio nel 2024 e 2025, ha tagliato le stime valutando che *"la domanda globale di petrolio nel 2025 punta a 1.6 milioni di barili al giorno"*. Detto in altro modo, l'ultimo declassamento della domanda di petrolio da parte dell'Opec sta cominciando a riconoscere parte della pressione ribassistica sui prezzi del greggio.



Ovviamente, all'interno del cartello le tensioni fra i vari membri sono palpabili e tutt'altro che di facile soluzione; l'Arabia Saudita, ad esempio, secondo fonti autorevoli, sarebbe consapevole del fatto che il petrolio intorno ai 100 dollari sia un miraggio alle attuali condizioni di mercato, il che alimenterebbe non poco la sua insofferenza poiché tali livelli di quotazioni sarebbero ritenuti indispensabili per far quadrare i conti del regno e garantire coperture ad una serie di megaprogetti.

Una terza opzione poi, decisamente estrema, si fonderebbe sull'intraprendenza dell'Iran che, messo alle corde, potrebbe voler cercare di scatenare il caos globale chiudendo lo stretto di Hormuz, attraverso il quale transita il 30% del greggio marittimo mondiale e il 20% del gas naturale liquido; quest'ultima ipotesi, peraltro, è stata bollata dagli esperti di geopolitica come un "suicidio economico", dato che l'Iran non sarebbe in grado non solo di spedire petrolio e altre esportazioni, ma anche di far affluire molti prodotti di importazione: senza contare che, a questo punto, la Cina diverrebbe ben più che solo irritata in ragione del fatto che almeno il 50% del proprio fabbisogno arriva dal Golfo.

Una mossa disperata, dunque, per la quale è del tutto proibitivo immaginare come il mercato potrebbe reagire ad un tale scenario, anche perché chiaramente non è dato sapere quali potrebbero essere le reazioni a catena innescate dal governo israeliano: in ogni caso, esercitandosi con numeri e tattiche, gli *strategist* di settore hanno stimato che, nell'ipotesi in cui le interruzioni siano abbastanza grandi da provocare una carenza di greggio che si protragga per un certo periodo, i prezzi del petrolio probabilmente salirebbero fino al punto di frenare l'appetito per il petrolio medesimo, dopodiché inizierebbero a scendere. Gli analisti ritengono che tale "distruzione della domanda" si verificherebbe per valori del greggio intorno ai 130 dollari al barile, più o meno il top raggiunto nel 2022; senonché, il recente rialzo della commodity non appare così eclatante e tale da ingenerare un' "ansia da ricoperture" da parte dei trader, anche perché *"il conflitto di un anno in Medio Oriente ha confuso molte aspettative, ma perché i prezzi del petrolio raggiungano di nuovo la tripla cifra molte cose devono ancora andare molto, molto male"*.

Al di là delle citate argomentazioni, comunque, sarebbe riduttivo relegare il petrolio ad un ruolo marginale, o comunque non più da protagonista del palcoscenico energetico mondiale, poiché le variabili in gioco non sono solo quelle imponderabili che fanno riferimento allo scacchiere geopolitico ma anche quelle, decisamente più oggettive e ben visibili, legate all'intelligenza artificiale (AI) generativa.

Qui c'è poco da illudersi: ad essere energivori sono i data center, che sono le infrastrutture dell'immateriale, le banche in cui mettiamo i dati.

Secondo studi recenti a cura dell'Università di San Diego, il fabbisogno di energia dei data center dovrebbe crescere di tre volte entro il 2030, arrivando a consumare tutta l'energia a nostra disposizione entro il 2040.



Dunque che fare? Il problema se lo stanno ponendo tutte le Big Tech, ma mentre qualcuno (ad esempio l'OpenAI di Sam Altman) corre verso opzioni energetiche sostenibili, altri manager del settore non hanno difficoltà a rivalutare i combustibili fossili per soddisfare la domanda attuale e futura.

Per non dire poi di chi, come Microsoft, ha scelto di riattivare le centrali nucleari decommissionate, prima fra tutte quelle della Pennsylvania, anche se la questione è ben più complessa, poiché *“in questo momento circa 440 centrali nucleari nel mondo producono il 10% dell'energia elettrica, ma se volessimo produrre tutta l'energia elettrica mondiale dovremmo costruirne altre 4000”*.

Per non dire poi del supporto indispensabile che il greggio dovrà dare in un contesto industriale di più ampio respiro, dove è diffusamente risaputo che il processo di transizione energetica (verso il solare, l'eolico e l'idroelettrico) necessita di impianti che necessariamente dovranno essere costruiti utilizzando, ancora una volta, i combustibili fossili.

Come dire, il petrolio avrà i suoi alti e bassi dettati dagli umori del Medio Oriente, ma nell'arco del prossimo decennio appare alquanto improbabile che qualsivoglia evento possa scalfire il suo ruolo, insieme all'oro, di regina delle commodities.

L'ANDAMENTO DEI MERCATI

Terza settimana di ottobre iniziata (lunedì 21) all'insegna dell'ottimismo sul mercato azionario cinese, ben supportato dagli ultimi dati sul PIL comunicati venerdì 18 ottobre; la crescita del Dragone si è attestata sul +4.6% (inferiore al 5% auspicato dalla nomenclatura), ma tanto è bastato per dare ulteriore linfa ai listini nella convinzione che l'operato della People's Bank of China in termini di stimoli monetari e fiscali sia la strada giusta per uscire dall'*impasse* originata, *in primis*, dalla bolla immobiliare.

Gli stimoli attesi, dunque, hanno surclassato le evidenze di una crescita più deludente rispetto al consenso, ancora una volta imputabile al fatto che la contrazione del comparto immobiliare, epicentro della crisi deflazionistica che sta avvolgendo l'economia del Dragone, fatica a trovare il suo *turning point* (punto di svolta): in effetti, a settembre i prezzi nelle case nelle principali settanta città sono scesi del 5.7% su base annua, peggio del mese precedente (-5.3%).

Ormai sono quindici mesi i mesi di fila in cui questo dato si contrae e ovviamente è questa la ragione principale per cui le autorità si stanno attivando freneticamente con pacchetti di incentivazione mai visti prima; in tal senso, proprio venerdì 18 la banca centrale cinese ha lanciato due programmi che prevedono un'immissione di liquidità (fino a 112 miliardi di dollari) nel mercato azionario e lunedì 21 i tassi LPR a 1 e 5 anni sono stati tagliati di 25 punti base.



In più, la PBoC ha energicamente esortato le istituzioni ad aumentare il supporto creditizio per l'economia reale, lasciando anche intendere di essere disponibile per un'ulteriore riduzione del tasso di riserva obbligatoria per le banche, che potrebbe essere tagliato di 25-50 punti base entro la fine dell'anno a seconda delle condizioni di liquidità.

In pratica, come sottolineato da un analista, *“è un altro segnale che i regolatori sono pienamente consapevoli della diminuzione della fiducia dei consumatori; tuttavia, è probabile che gli investitori, specialmente quelli esteri, si concentreranno di più su cifre precise e sulla tempistica di implementazione di uno stimolo fiscale”*. Peraltro, va subito precisato che, nel complesso, il movimento rialzista partito a fine settembre, quando le autorità hanno cominciato a varare nuovi stimoli, ha portato lo Shanghai Composite ad apprezzarsi di ben oltre il 20%, anche se al momento pare prevalere un approccio prudentiale, in ragione del concomitante concorso di svariati fattori esogeni ed endogeni che inducono la comunità internazionale a “stare alla finestra”, seguendo l'evoluzione degli eventi settimana per settimana.

Uno studio di una primaria casa di investimento, ad esempio, ha evidenziato come *“un nuovo conflitto commerciale potrebbe ridurre la crescita del PIL cinese 2025 di 2 punti percentuali e una guerra delle tariffe 2.0 potrebbe accelerare il ripensamento delle catene globali di forniture”*: senza contare che, oggi più che mai, il lusso in Cina rimane debole.

In altri termini, se il mercato del lusso per anni ha identificato la Cina come una sorta di gallina dalle uova d'oro (percezione che tuttora permane), è doveroso comunque precisare che la situazione a fine 2024 è quella di un Paese che consuma meno prodotti e, semmai, li acquista molto spesso all'estero dove il prezzo è inferiore.

Nello specifico, si può tranquillamente parlare di *“un vero cambio di paradigma: mentre la spesa del segmento degli aspirazionali continua a contrarsi, gli high spender stanno aumentando la spesa del 15%, concentrandosi su categorie considerate “rifugio”, cioè quei beni percepiti come duraturi e ad alto valore di investimento, e facendo scelte d'acquisto sempre meno dettate dalle mode del momento”*.

Oltreoceano, è appena il caso di ribadirlo, si respira altra aria: aria da buyback si potrebbe dire, che in buona misura è anche sinonimo di liquidità e benessere.

Del resto, i numeri parlano da soli: nel 2024 i buyback autorizzati a Wall Street ammontano a 988 miliardi di dollari, il 21% in più rispetto all'ammontare stanziato nel 2023, e si tratta del massimo di tutti i tempi che, tra l'altro, stando alle stime degli analisti, verrà sorpassato nel 2025 quando i buyback stessi dovrebbero portare al mercato USA oltre 1000 miliardi di dollari di liquidità. Inutile dire che sono i giganti dell'Hi-Tech e della capitalizzazione i più aggressivi e su tutti troneggia Apple, forte di un piano da buyback da 200 miliardi (il più grande della storia per un titolo azionario), nella piena



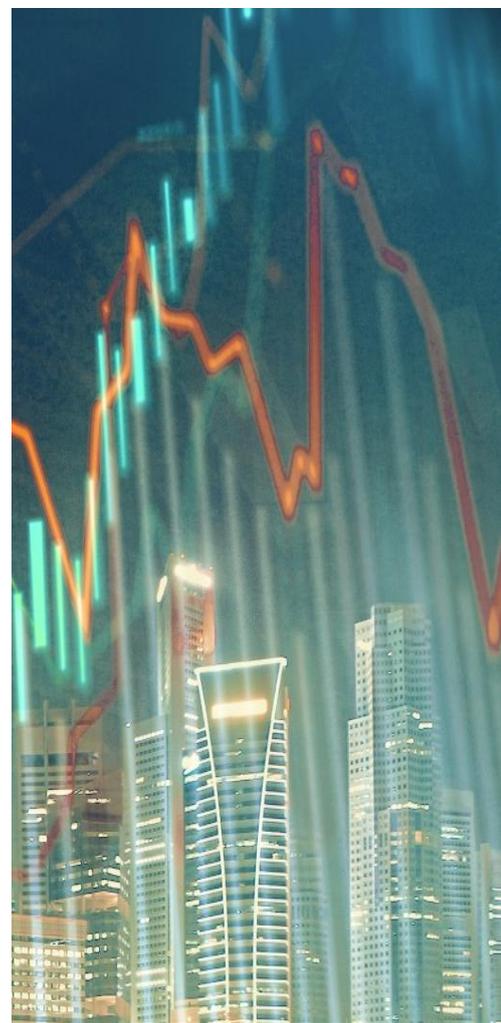
consapevolezza che lo strumento in questione sia molto gradito agli investitori in ragione del fatto che sostiene le quotazioni e, di norma, le tasse sulle plusvalenze finanziarie sono più basse rispetto a quelle sui dividendi.

Ciò detto, le riflessioni di fondo sul versante americano sono semmai indirizzate ad un tema scottante che divide sempre la platea degli economisti: ovvero, il debito USA è sostenibile? Qui la faccenda si complica, anche se un recente studio in merito tende a trasmettere, in realtà, forti ventate di ottimismo, per la semplice ragione che *“grazie al ruolo del dollaro come valuta di riserva globale e grazie al ruolo di leadership finanziaria e tecnologica degli Stati Uniti, il debito USA è assolutamente sostenibile”*: per lo meno di certo nel breve periodo, mentre nel medio-lungo termine molto dipenderà dalla capacità degli Stati Uniti di restare al centro dell’architettura finanziaria globale e dell’innovazione (*“se il Paese dovesse un giorno perdere la leadership tecnologica anche la sostenibilità del suo debito pubblico verrebbe messa in discussione”*).

Perché questo? Il nesso tra la leadership tecnologica e il debito pubblico è presto detto: *“gli USA devono vincere la competizione tecnologica con la Cina perché, se così non fosse, investire in America diventerebbe meno attrattivo per il resto del mondo creando vendite anche sui titoli di stato: insomma, oggi la stabilità c’è, a prescindere dall’esito elettorale, ma nei prossimi anni non la si può dare per scontata”* (a titolo esemplificativo, basti pensare che la Germania detiene oggi una quantità di azioni USA pari a circa il 70% del PIL: la qual cosa offre guadagni e dividendi ma, se il trend si invertisse, anche la sostenibilità del debito americano verrebbe messa a dura prova; senza contare che la Cina ci sta già provando, avendo ridotto la detenzione di titoli di stato USA e spingendo sul nuovo yuan digitale per cercare di scalfire la supremazia valutaria del “re dollaro”).

Comunque, resta il fatto che ora Wall Street è focalizzata su ben altri temi di interesse (utili societari, consumi delle famiglie), ragion per cui tutto ciò che è debito interessa più da vicino il Fondo Monetario Internazionale (FMI) il quale, peraltro, non ha mancato proprio pochi giorni fa, di richiamare l’attenzione su numeri e circostanze che necessitano di attento monitoraggio: se non altro perché quest’anno il debito pubblico mondiale sarà al 93% del PIL e salirà al 100% entro il 2030, salvo schizzare al 115% già nel 2026 in ipotesi di crisi improvvise.

In estrema sintesi, l’istituto con sede a Washington, senza troppi giri di parole, ammonisce gli Stati Sovrani e il mondo politico che *“il debito pubblico globale è già su livelli molto elevati”*, ma se prevalessero scenari gravemente negativi, caratterizzati da crescita debole, condizioni di finanziamento più rigide e scostamenti di bilancio, *“il debito potrebbe balzare di quasi 20 punti percentuali rispetto alle proiezioni attuali”*.



Il FMI, pertanto, esorta a risanare i conti pubblici, in quanto *“ritardare sarebbe costoso e rischioso, poiché la correzione necessaria aumenta con il passare del tempo; un debito elevato e la mancanza di politiche fiscali credibili possono scatenare reazioni avverse sui mercati, limitando il margine di manovra di fronte alle turbolenze”*.

Per quanto riguarda il Vecchio Continente, la scorsa ottava si è caratterizzata per gli attesi dati sui PMI servizi e manifatturieri e il responso sul PMI Composite ha confermato una sostanziale stabilità in ottobre, salendo di un decimale a 49.7, dopo il calo di 1.4 punti di settembre che aveva sorpreso negativamente le attese; ciò premesso, ci sono degli elementi di debolezza nel dato che aprono ad una discussione da parte della BCE sull'opportunità di accelerare il ciclo di tagli a dicembre, contemplando così una riduzione di 50 pb.

A fronte di un recupero del PMI manifatturiero (grazie alla Germania), si è registrato un calo del PMI dei servizi con un indebolimento anche della dinamica occupazionale; in sintesi, gli indici PMI segnalano un'evidente perdita di forza della ripresa verso una condizione di stagnazione, con rischi recessivi che al momento escludiamo nello scenario centrale, ma che rimangono presenti.

Il saldo settimanale dei principali listini azionari non ha fornito particolari spunti riflessivi, poiché sul versante occidentale sia S&P 500 che Eurostoxx 600 hanno continuato a consolidare sui piani alti (rispettivamente in area 5800 e 520), mentre il fronte orientale ha visto uno Shanghai Composite sempre brillante oltre la soglia 3300, a fronte di un Topix giapponese in ripiegamento ma pur sempre stabile oltre quota 2600.

Universo obbligazionario lievemente penalizzato, con rendimenti decennali americani in direzione 4.3% e corrispettivi tedeschi al test del livello 2.35%, a fronte di uno spread Btp-Bund sovente intorno ai 120 punti base.

Moneta unica sempre sofferente contro dollaro e in strenua difesa di quota 1.08 mentre, in tema di commodities, il petrolio arranca intorno ai 70 dollari, confermando un'intrinseca debolezza di fondo, pienamente sancita anche dai ricavi dell'export petrolifero saudita, crollato al livello più basso degli ultimi tre anni.



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.