

WEEKLY UPDATE

13 maggio 2024



L'INDUSTRIA PETROLIFERA E IL DILEMMA DELLA TRANSIZIONE VERDE

L'accordo raggiunto dalla Conferenza ONU lo scorso dicembre a Dubai in occasione del COP 28 sul clima è sintetizzabile nella seguente norma comportamentale, secondo la quale "è necessario allontanarsi dai combustibili fossili in modo ordinato ed equo": peccato che, nella realtà non è esattamente quello che accade, anzi. Secondo un recente report a cura del Global Energy Monitor, "lo scorso anno i produttori di petrolio e gas hanno scoperto e dato luce verde allo sfruttamento dell'equivalente di tutte le riserve di greggio accertate in Europa" (ed entro la fine del decennio i valori saranno "quadruplicati"). In pratica, mentre gli investimenti in eolico e solare accelerano (pur faticando a tenere il passo necessario per la transizione verde) e mentre in Europa la spinta del *Green Deal* cede sotto le resistenze delle lobby, la produzione di combustibili fossili avanza nonostante "il consenso scientifico sul fatto che lo sviluppo di nuovi giacimenti sia incompatibile con l'obiettivo di frenare l'aumento delle temperature globali a 1.5 gradi" a fine secolo.

Stando sempre ai dati del rapporto, almeno venti giacimenti di petrolio hanno raggiunto lo stadio finale di autorizzazione nel 2023, sancendo l'estrazione di otto miliardi di barili di petrolio equivalente (Boe) ed entro la fine del decennio si dovrebbe raggiungere quota 31.2 miliardi di Boe (dove per Boe si intende la conversione dei volumi di idrocarburi gassosi - espressi in metri cubi o piedi cubici - in volumi equivalenti di idrocarburi liquidi al fine di poterli sommare con questi ultimi per darne un aggregato), in 64 nuovi giacimenti. La crisi energetica innescata dall'invasione russa, peraltro, ha consegnato nuovi argomenti al settore Oil & Gas, fermo restando che Cina e India continuano a spingere addirittura sul carbone, la più sporca delle fonti

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

fossili, per soddisfare la loro fame di energia; ora, premesso che, secondo l'*International Institute for Sustainable Development*, "molteplici modelli climatici ed energetici mostrano che lo sviluppo di nuovi giacimenti di petrolio e gas è incompatibile con la lotta al riscaldamento globale" (mentre per il Global Energy Monitor sono già stati annunciati 50 nuovi progetti Oil & Gas e per 45 è già stata presa la decisione finale di sfruttamento), la posizione ufficiale dell'AIE (Agenzia Internazionale per l'Energia) non dà adito ad alcun dubbio interpretativo, in quanto "non c'è spazio per nuovi giacimenti negli scenari di transizione ecologica coerenti con il tetto di 1.5 gradi, oltre il quale gli effetti climatici diventano sempre più catastrofici": non solo, ma come sentenziato da Fatih Birol (direttore dell'AIE), "l'industria petrolifera dovrà affrontare il momento della verità; i grandi produttori di energia devono prendere profonde decisioni sul loro ruolo futuro nel settore energetico globale in funzione di un'economia fondata sull'energia pulita".

Un monito decisamente severo ed inequivocabile che, però, non fa i conti con i principali attori del palcoscenico mondiale che certamente non sono (né hanno alcuna intenzione di essere) dei semplici comprimari; secondo quanto emerso, ad esempio, al CERWeek di Houston a fine marzo, tradizionale appuntamento che raduna nel Texas tutti i big planetari dell'industria petrolifera, tutti i buoni propositi esternati dall'AIE sono stati rispediti al mittente, per usare un eufemismo: in altri termini, nel corso dell'attesissima conferenza, è stato fermamente ribadito che "qualsivoglia dibattito sull'energia in questi giorni è spesso presentato come una scelta tra combustibili fossili e alternative a basso contenuto di carbone, ma in realtà deve essere chiaro che ora il mondo ha bisogno di entrambe le fonti energetiche; soprattutto perché l'attuazione della rivoluzione tecnologica guidata dall'intelligenza artificiale avrà bisogno di enormi contributi in termini di energia".

L'Opec, a sua volta, interpretando al meglio il pensiero di 40 Paesi produttori, i cosiddetti "petrostati", che entro il 2040 potrebbero vedere le entrate derivanti dall'Oil & Gas ridursi quasi della metà rispetto alle attese, ha decisamente fatto pesare un parere poco conciliante con la sostenibilità climatica, prevedendo al contrario una crescita della domanda di petrolio fino a 116 milioni di barili al giorno entro il 2045. Sulla stessa scia, tra l'altro, si è accordato anche un accademico dell'Università di Oxford (Dieter Helm, professore di politica economica), per il quale "gli investimenti suggeriscono che l'industria petrolifera è ancora fiduciosa sulla sua redditività futura", con piena conferma da parte dell'ex presidente della Petroleum Industry Research (L. Goldstein) che non ha avuto difficoltà ad ammettere che "la domanda di petrolio in volumi sarà piuttosto elevata per almeno i prossimi 20-25 anni: anche perché c'è una grande differenza tra quello che le grandi compagnie petrolifere credono sia il futuro del petrolio e ciò che pensano i governi di tutto il mondo".

In più, altri addetti ai lavori fanno notare che "siamo abbastanza bravi a pianificare l'offerta, ma sempre in errore a stimare correttamente la domanda", per non dire poi del fatto che comparti specifici quali il trasporto aereo e navale, per quanto possano ingegnarsi in termini di efficienza, non dispongono comunque di alternative in termini di carburante.



Più in generale, comunque, va rilevato che non tutte le Big Oil sono uguali; alcune compagnie, dopo aver assunto posizioni “negazioniste” sul cambiamento climatico, hanno optato per un approccio più possibilista (pur continuando ad investire massicciamente negli idrocarburi sostenendo che continueremo ad averne bisogno in quantità ingente anche nel lungo termine), mentre altre hanno intrapreso una lungimirante politica di diversificazione con l’obiettivo di trasformarsi da società petrolifere in società energetiche con particolare enfasi ai settori *low carbon*; in sostanza, anche a livello di impiego tecnologico, si va da società (quali BP ed Exxon Mobile) molto sensibili alle opportunità offerte dai computer quantistici, di fondamentale importanza per aumentare la comprensione della geologia del sottosuolo, ad altre fortemente impegnate a favorire il processo di decarbonizzazione, con riguardo a due applicazioni in particolare: la geotermia e la cattura e stoccaggio sotterraneo della CO₂.

Per quanto riguarda la prima fattispecie, si tratta di una tecnologia che può essere assimilata a una caldaia che viene continuamente riscaldata dal calore endogeno della terra (negli Stati Uniti, in particolare, si sta affermando la riconversione, a uno sfruttamento geotermico, di pozzi petroliferi già esistenti consentendo di risparmiare i costi di perforazione); in merito poi alla seconda tecnica applicativa, l’intervento consiste nel catturare la CO₂ prodotta dalla combustione di fonti fossili e in seguito stoccarla in depositi sotterranei coperti da formazioni geologiche impermeabili che ne evitano il ritorno in superficie. Quale che sia l’opzione strategica scelta dalle singole aziende (a vantaggio ancora dei combustibili fossili o in favore della decarbonizzazione), comunque, resta il fatto che l’anno 2019 ha rappresentato una pietra miliare nella storia dell’industria petrolifera poiché, come indicato da Ian Bremmer, *“gli Stati Uniti, grazie al contributo decennale della fracking industry e la rivoluzione dello shale oil, hanno conseguito ufficialmente l’indipendenza energetica, al punto che attualmente gli USA producono più petrolio di qualsiasi altro Paese nella storia”*. Dalla seconda metà del 2021, poi, la più grande immissione di scorte strategiche (USA) di sempre sul mercato ha radicalmente cambiato il quadro di riferimento; nello specifico, il presidente Biden, consapevole del fatto che la rivoluzione dello *shale oil* aveva fatto schizzare verso l’alto la produzione statunitense (fino a rendere gli USA esportatori netti), ha fatto largo uso delle scorte strategiche con la promessa di ricostituire le riserve medesime: senonché gli acquisti sono stati sempre rimandati in seguito alla risalita delle quotazioni del greggio dai minimi a 65 dollari agli attuali valori (intorno agli 80), fermo restando che prima o poi le scorte medesime andranno ricostituite e quindi andranno ad aggiungere nuova domanda al totale della domanda mondiale. In ultima istanza, quindi, una buona ragione, dal nostro punto di vista, per essere positivamente costruttivi sull’intera industria petrolifera, anche in virtù del fatto che l’Opec ha sempre una grande prerogativa nell’indirizzo del prezzo dell’oro nero in funzione della quadratura dei propri conti pubblici: senza dimenticare poi, ovviamente, come anticipato dai commenti degli addetti ai lavori al convegno di Houston, che l’avvento e l’implementazione dell’intelligenza artificiale giocheranno un ruolo di prim’ordine nel pilotare i prezzi delle commodities nei prossimi anni.



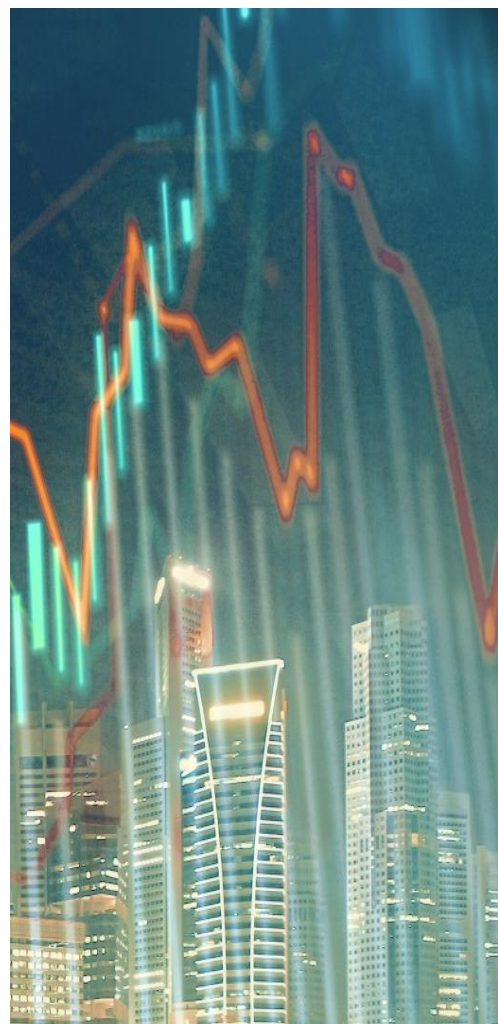
L'ANDAMENTO DEI MERCATI

Seconda settimana di maggio iniziata (lunedì 6) decisamente sotto buoni auspici per il mercato azionario cinese, grazie ai numeri favorevoli del PMI servizi che nel mese di aprile ha confermato la fase espansiva per il 16esimo mese consecutivo: con grande beneficio per i comparti *Financials* e *InfoTech* e un rinnovato vigore per il renminbi, la cui oscillazione negli ultimi mesi ha alimentato forti speculazioni in merito all'operato della banca centrale nella dinamica della gestione valutaria anche se, a dire il vero, quest'ultima variabile continua a tenere banco a livello mediatico, su scala globale, in relazione alle quotazioni dello yen, che continua ad ostentare un'intrinseca debolezza nonostante i ripetuti interventi a sostegno da parte della *Bank of Japan*. In effetti, nel Sol Levante (e non solo), si dibatte molto in merito all'opportunità che la valuta locale si rafforzi dopo un triennio abbondante di persistente deprezzamento (pur apprezzato dalle aziende *export-oriented*) ma, come rilevato da qualche osservatore, se lo yen ha testato un minimo a 160 (valore più basso degli ultimi 34 anni) e il supporto della banca centrale è riuscito a produrre solo un rimbalzo minimale (e temporaneo), è verosimile supporre che, come già accadde nel 2022 con l'utilizzo di 60 miliardi di riserve valutarie per difendere inutilmente la divisa nipponica, un sostegno mirato e pilotato dalle autorità monetarie serva a poco o nulla: anche perché il gap tra i rendimenti USA-Giappone è noto a tutti e gli investitori ritengono che la possibilità di restringimento dello spread sia minimale.

Perché? Anzitutto per la semplice ragione che, finché la BOJ non segue a ruota la FED, *"i traders hanno buone ragioni per vendere yen e comprare dollari"* (dato che bassi tassi d'interesse implicano inevitabilmente una valuta debole) e, secondariamente, per ragioni intrinseche più profonde: il Giappone, cioè, è il più grande creditore al mondo, con enormi investimenti esteri e ritorni sui medesimi pari a 400 miliardi di dollari (anno su anno) e tende fortemente a reinvestire i propri guadagni non certo entro le mura domestiche ma altrove dove i ritorni sono ben più consistenti, con buona pace dello yen che, di conseguenza, langue e si indebolisce.

Il governo giapponese, peraltro, sovente si prodiga in richiami mediatici tesi a riconsiderare lo stato di salute della moneta nazionale, ma per lo più ciò avviene in quanto vi è la ferma consapevolezza che una moneta troppo debole pesi sull'import di energia, i costi della quale si ripercuotono sulla popolazione che poi, ovviamente, nelle tornate elettorali tende a premiare chi propone politiche economiche meno austere e coercitive; per altro verso, però, è innegabile che uno yen storicamente su valori minimali sia una manna per il turismo, che in effetti nel giro di un anno è salito di quasi il 90%, annullando di fatto i tempi bui del periodo pandemico e, anzi, registrando tangibili aumenti rispetto all'epoca pre-Covid.

Tante e complesse ragioni, insomma, per attendersi *"uno yen ancora debole in futuro, a meno di non impegnare ancora inutili sprechi di riserve per difenderlo"* (nel mentre, il PMI servizi è cresciuto al ritmo più forte in otto mesi, confermando la fase espansiva della congiuntura economica).



Sul versante occidentale, buone notizie anche per l'Eurozona, secondo gli ultimi indicatori macro: numeri alla mano, il Vecchio Continente può ritenersi fuori dalla recessione, con un rimbalzo migliore del previsto, grazie al traino delle migliori economie, a cominciare dalla Germania che torna alla crescita: resta inteso, una crescita verosimilmente fiacca per tutto il 2024, ma quell'inatteso +0.20 del PIL nel primo trimestre è bastato a evitare la ghigliottina della recessione tecnica, che sarebbe inevitabilmente scattata in caso di un altro segno negativo dopo il calo dello 0.5% registrato nel quarto trimestre 2023; secondo le stime degli economisti, nello specifico, a riaccendere la locomotiva d'Europa saranno soprattutto i consumi privati alimentati dall'aumento dei salari (il clima delle imprese tedesche, certificato dall'indice IFO è in continuo miglioramento) e dal taglio dei tassi. Ma questi ultimi, si sa, dipendono dalla volontà (o meno) della BCE di dare segnali forti nella direzione attesa dalla comunità internazionale, fermo restando che l'univocità di intenti non è mai il punto forte e distintivo dei banchieri centrali; secondo De Guindos, ad esempio, *"il taglio dei tassi è certo"*, mentre Wunsch, nel corso di una conferenza a Francoforte proprio pochi giorni fa, ha sottolineato che *"restano rischi significativi per la traiettoria della crescita salariale e dell'inflazione nei servizi ad alta intensità di manodopera e non è il momento di impegnarsi su una linea d'azione prefissata"*, così come il noto "falco" Nagel non si ritiene ancora *"del tutto convinto che l'inflazione ritornerà effettivamente al target in modo tempestivo e duraturo; ciò detto, sarei favorevole ad un taglio dei tassi a giugno, ma tale passo non sarebbe necessariamente seguito da una serie di altri tagli in quanto, data l'attuale incertezza, non possiamo impegnarci anticipatamente su un particolare percorso dei tassi"*.

Il capo economista Lane, a sua volta, ha voluto richiamare l'attenzione sul fatto che *"l'economia statunitense e i tassi di interesse negli USA influenzano l'area euro in modi diversi e, sostanzialmente, questi diversi meccanismi lavorano in direzioni opposte"* mentre, come sovente è accaduto negli ultimi mesi, l'assist più conciliante è arrivato da Fabio Panetta, secondo il quale *"è di fondamentale importanza che la BCE agisca con tempismo, tenendo in considerazione anche piccoli tagli dei tassi"*. Dettagliando meglio, il governatore di Bankitalia si attende che la banca centrale europea agisca sulla base di tre considerazioni: anzitutto, non sottovalutare il contesto che vede *"modeste prospettive di crescita ed elevata incertezza politica"*, secondariamente entrare nell'ordine di idee che la politica monetaria va gestita con la *"stessa logica con cui si governa una petroliera la quale, se non si agisce con largo anticipo si schianta in porto"*, senza dimenticare, in terzo luogo, che *"la politica dei piccoli passi è la ricetta ideale per una domanda debole"*.

In ultima istanza, il "Panetta pensiero" è così sintetizzabile: la politica monetaria è troppo restrittiva se finisce per causare una profonda recessione, ma lo è anche se spinge l'inflazione al di sotto del target e causa una stagnazione prolungata e quest'ultima circostanza in particolare *"non può essere ancora esclusa"*.

I mercati europei, peraltro, non sembrano così preoccupati, anche perché le valutazioni sono relativamente basse e, in termini relativi,



ad un significativo sconto rispetto agli USA e, benché il *momentum* macro e la dinamica degli utili sia ancora meno brillante rispetto a oltreoceano, si assiste ad una progressiva stabilizzazione del settore manifatturiero che già nella seconda metà dell'anno potrebbe regalare soddisfazioni in termini di profitti; inoltre, secondo gli analisti, le valutazioni dei listini UE sarebbero ai minimi da 30 anni rispetto a quelli americani e sovente, quando si verificano disallineamenti di una certa rilevanza sotto il profilo storico-statistico, sui mercati finanziari tende ad attivarsi la potente legge del "*mean revert*", ovvero quella tendenza che il tempo ha a riportare le valutazioni fuori dalle deviazioni standard e più in linea con le medie storiche.

Il saldo dei principali listini azionari ha evidenziato ancora un diffuso ottimismo nella scorsa ottava, con l'S&P 500 al recupero della soglia 5200 (con vista su nuovi record), l'Eurostoxx 600 saldamente ben oltre quota 500 e, sul versante orientale, Topix e Shanghai Composite sempre a spron battuto oltre i rispettivi livelli critici a 2700 e 3100 (con buona compartecipazione anche dell'Msci Emerging Market, nel quale la componente Information Technology si è ben distinta nel corso della settimana).

Universo obbligazionario prevalentemente "adirezionale", con i rendimenti decennali americani inchiodati nello stretto range 4.4-4.5% e i corrispettivi tedeschi tra 2.4% e 2.5%, a fronte di uno spread Btp-Bund sempre oscillante nell'intorno dei 130 punti base. Moneta unica fortemente "lateralizzante", con minimo a 1.0724 e tentativo (non riuscito) di evolvere oltre quota 1.08, mentre lo yen, nonostante i buoni propositi di intervento della banca centrale a supporto, è di nuovo scivolato oltre 155, con gran beneficio per le aziende export-oriented.

In tema di commodities, il petrolio si è mosso in tendenziale rialzo alla riconquista degli 80 dollari, scontando le aspettative Opec di tagli alla produzione per il prossimo semestre, ma molta attenzione da parte dei traders resta focalizzata sul rame che da metà febbraio ha registrato un'ascesa dei prezzi quasi esponenziale e, a detta degli analisti, la "*febbre sul metallo rosso*" potrebbe continuare: non solo per una scommessa sulla ripresa della domanda globale ma anche, o forse maggiormente, per problemi strutturali riguardanti l'offerta.

Nello specifico, il mercato del rame potrebbe essere vicino a una situazione di deficit a causa delle recenti interruzioni dal lato dell'offerta e vari fattori, tra cui i tagli all'attività mineraria, il boom dell'intelligenza artificiale, la ripresa del settore manifatturiero cinese e la massiccia spesa infrastrutturale dell'India, potrebbero continuare a sostenere i prezzi del metallo rosso. Non solo, ma le scorte visibili globali sono rimaste del 41% al di sotto della media stagionale degli ultimi cinque anni e si prevede che le scorte globali diminuiranno in questo trimestre a causa di fattori stagionali, mettendo ulteriore pressione a un'offerta già limitata.



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.