

# WEEKLY UPDATE

5 febbraio 2024



## DUE ANNI DI CONFLITTO RUSSO-UCRAINO: BILANCIO, FALLIMENTO DELLE SANZIONI E PROSPETTIVE

All'alba del 24 febbraio 2022 il presidente russo Putin si apprestava a invadere la confinante Ucraina e tale decisione avveniva poco dopo il riconoscimento delle repubbliche separatiste del Donbass situate in territorio ucraino (Donetsk e Lugansk) e l'invio di truppe con la motivazione ufficiale di un'iniziativa di *peacekeeping* (mantenimento della pace), dopo che le prime ostilità erano cominciate nel lontano 2014, con l'invasione e l'annessione della penisola di Crimea da parte di Mosca: oggi, a quasi due anni di distanza, pur nella difficoltà di definire un bilancio che possa essere equamente condiviso dalle controparti, gli esperti di geopolitica propendono per classificare il conflitto russo-ucraino come una guerra divisa in due fasi distinte, intese quasi come una "*prima guerra*" e una "*seconda guerra*".

La prima fattispecie si è caratterizzata per avanzate rapide e ritirate repentine da entrambe le parti, oltretutto per alcune tra le battaglie urbane più cruente dalla fine della Seconda guerra mondiale; successivamente, già dai primi mesi del 2023, dalle grandi battaglie con decine di veicoli corazzati e migliaia di uomini mossi da un posto all'altro, il conflitto si è trasformato da guerra di movimento a guerra di trincea, con tanto di fortificazioni, campi minati e postazioni per cecchini per poi evolvere in quella che oggi viene definita "*situazione di stallo con nessun negoziato in vista*"; in particolare, stando alle ultime informazioni a cura dell'*intelligence* britannica, nelle ultime settimane si rileverebbe una totale "staticità", in parte intervallata da "*avanzate russe molto graduali e locali*", tali comunque da non definire le condizioni per la vittoria militare di uno dei due contendenti, anche perché la Russia, secondo gli osservatori internazionali, sarebbe più

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

attiva dal punto di vista militare ma incapace di portare a casa risultati determinanti e decisivi per l'obiettivo finale. Insomma, Putin in questa fase del conflitto non ha i mezzi per scatenare un'offensiva conclusiva, il che rappresenta un problema non da poco per il numero uno del Cremlino alla vigilia delle elezioni presidenziali di marzo; in tale ottica si spiega perché la Russia, proprio in chiusura di 2023, abbia attaccato l'Ucraina scatenando il più vasto bombardamento dall'inizio dell'invasione, spendendo circa 1.3 miliardi di dollari per un solo attacco, con lo "Zar russo" perfettamente "calato" nel capolavoro di Lev Tolstoj (*"Guerra e Pace"*), laddove è auspicabile *"non mettersi nella situazione di chi è attaccato, ma attaccare; in una battaglia vince colui che ha fermamente deciso di vincere"*: nulla di più vicino all'attuale pensiero di Putin il quale, non avendo alcuna intenzione di abbassare l'intensità del conflitto, avrebbe anzi confidato al suo omologo cinese Xi Jinping che *"la guerra in Ucraina durerà almeno cinque anni"*. La qual cosa, secondo gli addetti ai lavori, sarebbe un'opzione tattico-strategica volutamente perseguita, anche per il sostanziale fallimento delle sanzioni comminate alla Russia da parte dell'Unione europea e in merito al mancato funzionamento del pacchetto sanzionatorio vi sarebbe almeno un triplice ordine di motivazioni. In primo luogo, la UE è partita da un punto di debolezza in quanto la dipendenza dell'Unione europea nel settore energetico ha comportato una riduzione solo parziale dei legami economici con la Russia: infatti, nel primo anno di guerra, l'Eurozona ha corrisposto all'economia russa 140 miliardi di euro per l'energia, ragion per cui il primo anno ha comportato ben poca differenza sul flusso di entrate che la Russia ha ricevuto.

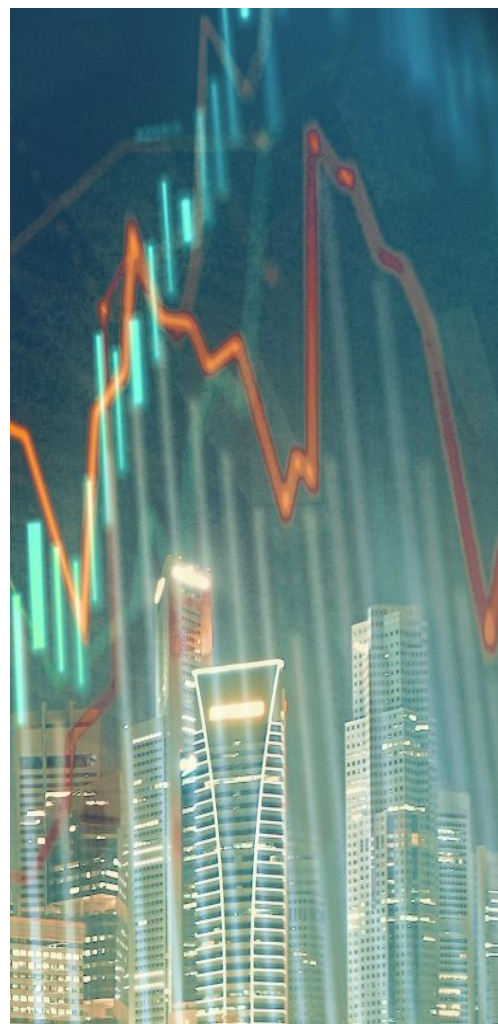
La seconda ragione che ha complicato non poco l'applicazione delle sanzioni è direttamente ascrivibile alla mancanza di alleanze; fin dalle prime votazioni del Consiglio di sicurezza delle Nazioni Unite, è apparso del tutto palese ed evidente che non tutte le nazioni avevano la ferma intenzione di condannare l'aggressione russa: molto semplicemente, pur senza sostenere Putin, molti Paesi hanno optato per una comoda (e più opportuna) soluzione di neutralità. In seguito, nel 2022, questa apparente neutralità ha ceduto il posto al risentimento dato che la guerra, percepita come un problema europeo, ha causato un'impennata senza precedenti dei prezzi energetici di cui ha sofferto tutto il mondo, in particolare i Paesi più poveri, e nessuno di questi ultimi avrebbe mai preso realmente in considerazione l'idea di tagliare i ponti con la Russia: per non dire del fatto che la Russia ha trovato in Cina, India e Turchia un "salvagente" di comodo in grado di assorbire tutto ciò (o almeno gran parte) che l'UE acquistava in precedenza, alimentando di fatto verso est un'alleanza economica che non potrà che rafforzarsi. La terza ragione dell'inefficacia delle sanzioni è che esse contribuiscono a un sistema globale già frammentato, che ne complica ulteriormente l'applicazione; dopo il congelamento degli asset della Banca di Russia, i Paesi hanno aumentato la diversificazione delle riserve estere nei loro bilanci a scapito delle valute più commerciabili: in sostanza, mentre dollaro e euro hanno mantenuto le loro posizioni





relative nelle riserve internazionali, nel 2022 si è registrata una riduzione globale delle riserve a favore di una maggiore quantità di oro, senza contare che l'interesse globale per lo sviluppo di valute digitali *wholesale* delle banche centrali è raddoppiato all'inizio della guerra.

Da ultimo, non va dimenticato che la vera difficoltà nell'imporre sanzioni è che non tutti sono concordi sulla loro legittimità: il problema, cioè, non risiede tanto nell'imporre più sanzioni, quanto piuttosto nel far sì che il maggior numero possibile di Paesi sia pienamente d'accordo sulle ragioni per cui devono essere imposte (non a caso, a conferma finale dell'inefficacia delle sanzioni, è arrivata pure la stima del Fondo Monetario Internazionale sul PIL russo per il 2023, con una sorprendente crescita al 3%, in luogo del risicato 0.3% indicato a gennaio dello scorso anno). Per quanto poi concerne gli impatti macroeconomici nel corso del biennio, la più grande crisi di rifugiati in Europa dall'epoca della seconda guerra mondiale si è tralata in ulteriore frammentazione economica, gestione del debito degli Stati Sovrani oltreché, ovviamente, gestione della spirale inflazionistica che ha interessato sia la sfera energetica che alimentare; in quest'ultimo caso, l'Ucraina ("granaio d'Europa") ha dovuto incassare un calo dell'export di cereali di circa il 30% nel 2022-2023, con effetto indotto sul rincaro dei prodotti alimentari, solo in parte calmierati grazie all'azione congiunta di UE e di Nazioni Unite mediante la realizzazione di rotte di trasporto alternative, i cosiddetti "corridoi di solidarietà", pur in un contesto complessivo altamente precario in ragione del fatto che gli umori di Putin mutano spesso circa il blocco-sblocco dei porti del Mar Nero. A tutt'oggi sembra prevalere la convinzione, soprattutto da parte del Fondo Monetario Internazionale, che se il breve periodo può ancora dar adito ad aspettative improntate alla prudenza, nel medio-lungo termine il fattore bellico non dovrebbe comunque compromettere la stabilizzazione dell'area Euro, soprattutto in virtù del fatto che i prezzi del gas sono rientrati in un range di quotazioni decisamente più "normalizzato" e, nel contempo, gli Stati-membri si sono attivati per definire nuovi canali alternativi di approvvigionamento. Peraltro, già nelle parole di Philip Lane, capo economista della BCE, il riferimento esplicito al conflitto russo-ucraino non è più all'ordine del giorno in termini di incidenza sulla crescita ma, anzi, *"ci attendiamo già per il 2024 che il miglioramento del potere di acquisto che dovrebbe coinvolgere i consumatori nei prossimi mesi nell'area euro sblocchi consumi e spese finora congelati da parte delle famiglie e che questo alimenti una qualche ripresa economica"*; oggi, pertanto, il focus sulla ripresa è tutto incentrato sul controllo di inflazione e salari, gestione del debito e del rifinanziamento a tassi più elevati, nella consapevolezza che l'attuale "guerra di trincea" in fase di stallo sia sempre deleteria a livello umanitario, ma meno incisiva sui fattori produttivi in senso stretto (ossia le materie prime): pur sapendo che *"per Putin, la sconfitta – o un'ammissione di sconfitta – è impensabile, perché il suo futuro politico è ora intrinsecamente legato a quello del conflitto e la fine di uno porta alla fine dell'altro"*, ma senza dimenticare

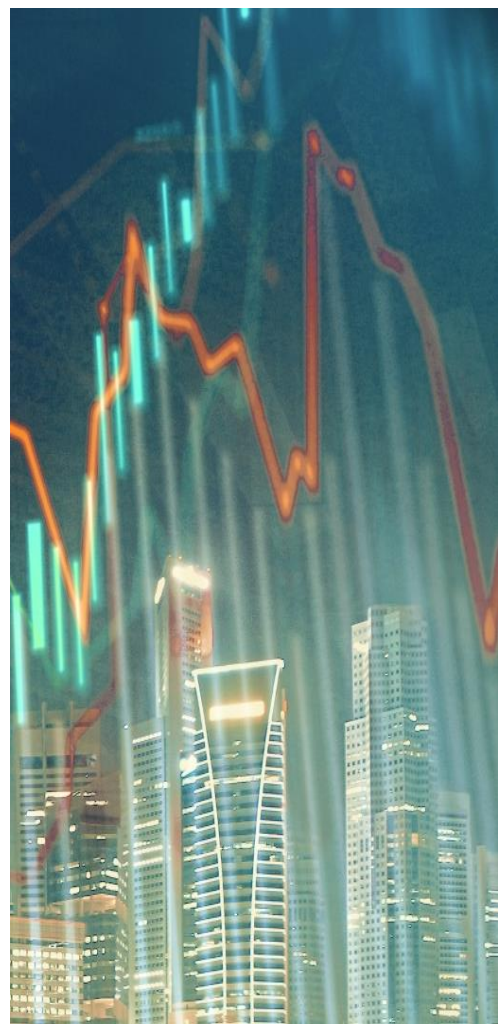


che “ogni conflitto ha una fine. Tuttavia, solo il 46% di essi si conclude con un accordo di pace o un cessate il fuoco, mentre solo il 21% delle guerre della seconda metà del XX secolo si sono concluse con una vittoria, secondo uno studio dello Hague Centre for Strategic Studies”.

## L'ANDAMENTO DEI MERCATI

Settimana conclusiva di gennaio contrassegnata da indicazioni contrastanti in avvio di ottava (lunedì 29), poiché da un lato il Topix ha ribadito subito lo stato di grazia che lo caratterizza ormai diverse settimane (così come Wall Street è ripartita col turbo, nonostante il tracollo dell'indice manifatturiero FED Dallas), mentre lo Shanghai Composite ha dovuto incassare la decisione del tribunale di Hong Kong che ha ordinato la liquidazione di Evergrande, il gigante del settore immobiliare affossato negli ultimi anni da una montagna di debiti, dopo il fallimento delle trattative con i creditori stranieri nel tentativo estremo di ristrutturare i debiti medesimi; la borsa cinese, comunque, ha anche potuto giovare di un PMI manifatturiero (Caixin) in espansione, in un contesto di dinamica congiunturale in cui il governo starebbe predisponendo un nuovo pacchetto di stimoli da 278 miliardi di dollari e le piccole e medie aziende stanno dimostrando una forte vivacità in termini di iniziative imprenditoriali, avallata dalla massiccia presenza di proposte cinesi al recente CES di Las Vegas, ossia la fiera dell'elettronica più importante a livello mondiale.

Nel complesso, quindi, nella prima metà della scorsa ottava, in attesa della riunione di esordio per l'anno nuovo della FED, i mercati respiravano un'aria ancora entusiastica, se non altro per il concorso simultaneo di alcuni fattori contingenti tutt'altro che irrilevanti: Microsoft sul tetto del mondo borsistico, con 3mila miliardi di dollari di capitalizzazione in Borsa, oltre 200 società USA (e 30 in Europa) sui massimi storici, oltretutto una Lagarde manifestamente percepita in veste di “colomba”, con probabilità elevate scontate sul mercato dei derivati (pari all'87%) circa un taglio dei tassi già ad aprile, in ragione del rientro del target dell'inflazione al 2%, atteso ben prima del 2025; resta sottinteso che l'avvio dell'allentamento dipenderà dalla durata della stagnazione e dagli aumenti dei salari (il PIL dell'Eurozona nei giorni scorsi ha evidenziato una variazione nulla, -0.1% t/t annualizzato) ma, nel contempo, le emissioni corporate negli USA (pari a 150 miliardi nell'arco di tre settimane) hanno ulteriormente alimentato l'ottimismo della comunità finanziaria, soprattutto alla luce del fatto che *“le insolvenze hanno superato le medie di lungo periodo, con un 3% in Europa e un 5% negli USA, ma riteniamo che siano già vicine al picco”*. Per quanto poi riguarda i fattori di rischio stimabili per l'intero anno 2024, diversi strategist sembrano convergere su alcuni denominatori comuni condivisibili; anzitutto, i rischi geopolitici, intesi come effetto combinato dei due conflitti in corso (Russia-Ucraina e Israele-Hamas) con le potenziali tensioni Cina-Taiwan, che potrebbero, ancora una volta, incidere sulla catena degli approvvigionamenti e sulle dinamiche dei costi energetici e, in secondo luogo, il rischio-Germania che, dopo aver deragliato da locomotiva d'Europa che era, potrebbe ancora fungere da “freno a





mano” per un pieno recupero della congiuntura economica nel Vecchio Continente: senza contare le incertezze di fondo legate alle elezioni americane di novembre, alle quali gli osservatori internazionali attribuiscono stavolta una rilevanza topica, in relazione alla particolare epoca storica contrassegnata da forti cambiamenti strutturali (si pensi, ad esempio, alla portata rivoluzionaria dell’intelligenza artificiale, ma non solo).

Inoltre, le prime trimestrali del 2024 sono monitorate come “osservate speciali” in quanto su di esse si tende a fare stime e proiezioni per l’intero anno in corso; nella fattispecie specifica, l’Europa ha confermato la bontà e la solidità di alcune realtà aziendali, quali ad esempio LVMH (proiettata su nuovi target record di fatturato), e, comunque nel complesso, pare che le società siano in grado di mantenere la capacità di battere le stime, ragion per cui il ciclo degli utili, la riduzione del rischio di recessione e la stabilizzazione dei tassi di interesse ci fanno ritenere che, quantomeno nel breve periodo, le valutazioni possano tenere, pur in un contesto in cui le *Big Tech USA*, grandi trascinatrici dell’universo azionario nel 2023, hanno rilasciato numeri e dati non univoci rispetto alle aspettative di consenso. Microsoft, *in primis*, pur migliorando in termini di utili e fatturato, non ha convinto molto Wall Street a livello di *guidance* (previsioni in merito agli obiettivi futuri), mentre Alphabet, la holding a cui fa capo Google, ha annunciato un trimestre positivo in termini di crescita ma ha deluso il consenso in merito ai dati relativi alle entrate pubblicitarie; Apple, a sua volta, ha archiviato utili e fatturato in crescita ma la reazione di Borsa non è stata felice dopo che i vertici, nel corso della conference call seguita all’annuncio della trimestrale, hanno indicato una possibile debolezza nelle vendite degli iPhone durante il trimestre in corso. Meta, poi, ha decisamente sorpreso gli analisti, con utili triplicati a \$14 miliardi e fatturato in crescita del 25% nel 4° trimestre 2023 e, sulla stessa scia, anche Amazon non ha certo deluso, grazie a utili e fatturato in forte ascesa. Mercoledì 31, intanto, tutte le antenne erano sintonizzate sul meeting della Fed, i cui punti salienti emersi sono così sintetizzabili:

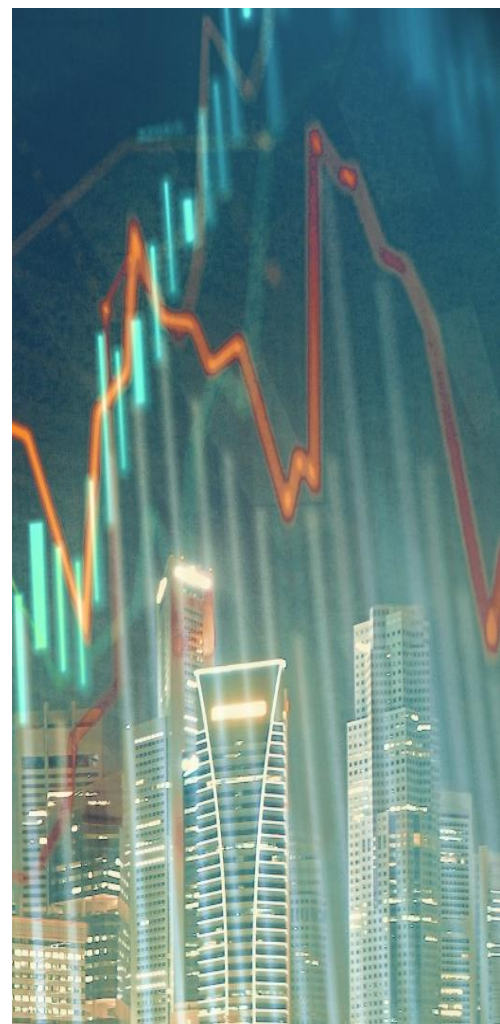
1. I tassi, come largamente atteso dai mercati, sono rimasti invariati per la quarta riunione consecutiva;
2. Il messaggio trasmesso da Powell si è caratterizzato per toni piuttosto equilibrati a livello comunicativo e i tagli dei tassi sono ragionevolmente in vista, ma la Fed vuole raggiungere un livello maggiore di confidenza sul fatto che l’inflazione si sia stabilizzata intorno all’obiettivo del 2% prima di procedere ad un primo taglio dei tassi medesimi e, pertanto, un taglio nella prossima riunione di marzo non rappresenta per il momento l’opzione principale per la FED;
3. Il comunicato emesso evidenzia una “*crescita con ritmo solido*” (e non risulta più in rallentamento, come nel comunicato di dicembre);
4. Il FOMC ha ribadito come non sia appropriato ridurre i tassi “*finché non avrà più fiducia che l’inflazione si sta muovendo in modo sostenibile verso il 2%*”;



5. Alla luce della precedente argomentazione, pertanto, il numero uno della banca centrale ha tenuto a precisare che non sussiste ancora *“un livello abbastanza elevato di fiducia che consenta di tagliare nella riunione di marzo”*;
6. Infine, a sintesi delle tematiche più rilevanti emerse nel meeting, il nostro scenario centrale continua a contemplare un primo taglio dei tassi nel primo semestre, seguito da altri 100 pb di tagli nel resto dell'anno.

La scorsa ottava, peraltro, era molto attesa anche per le diverse comunicazioni sul mercato del lavoro USA e, in primo luogo, i dati JOLTS (relativi alle offerte di lavoro) hanno registrato una nuova impennata oltre le 9000 unità (al di sopra delle attese), a fronte di una variazione dell'occupazione ADP (settore privato) in decisa flessione rispetto al consenso (107.000 unità in luogo di 150.000), anche se tutta l'attenzione degli operatori era concentrata sui *NonFarm Payrolls* di venerdì 2 dove, in effetti, non sono mancate sorprese di notevole entità; nello specifico, la crescita dell'occupazione negli USA in gennaio è risultata molto più forte delle attese, con un incremento degli occupati totali di 353 mila unità (a fronte di stime pari a 185.000 unità) e la disaggregazione settoriale mostra un'accelerazione della crescita piuttosto generalizzata, ulteriormente suffragata dall'andamento dei salari, i quali pure hanno registrato una sensibile e inattesa accelerazione.

Ciò premesso, sulla base anche dei dati particolarmente solidi del precedente PIL, pare opportuno precisare che questi dati non sono coerenti con lo scenario di rallentamento prospettato per la prima parte dell'anno (sia da noi sia dal consenso) e sembrerebbero anzi suggerire ritmi di crescita ben superiori rispetto alle nostre attuali previsioni nel breve periodo; ovviamente, va da sé che i dati di venerdì 2 azzerano sostanzialmente la probabilità di un taglio nella riunione di marzo e riducono al margine anche la probabilità di un taglio nella successiva riunione di maggio, su cui eravamo in precedenza piuttosto confidenti. Il saldo settimanale dei principali listini azionari ha ancora soddisfatto le aspettative degli investitori, con l'S&P 500 ormai proiettato a 5000, l'Eurostoxx 600 saldo sopra quota 480 e il Topix ormai con vista 2600, a fronte però di uno Shanghai Composite ancora in sofferenza in area 2700. Mercati obbligazionari in grande evidenza, con i rendimenti decennali governativi americani in direzione 3.8% e i corrispettivi tedeschi verso 2.10%, ad eccezione dell'ultima seduta borsistica quando la forza del mercato del lavoro si è immediatamente traslata in un'impennata diffusa degli yield, a fronte di uno spread Btp-Bund sovente sotto i 160 punti base. Moneta unica tendenzialmente laterale con tentativo di riaggancio di quota 1.09, mentre lo yen sopra 140 funge sempre da garanzia per le sorti del mercato azionario locale. In tema di commodities, petrolio in tendenziale flessione, dopo un top settimanale oltre i 79 dollari, in un contesto in cui l'Opec e i suoi alleati si sono impegnati a ridurre ulteriormente la produzione in questo trimestre, mentre la crescita della domanda globale rallenta e le forniture rivali, guidate dagli Stati Uniti, continuano a salire.



## **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.*