

# WEEKLY UPDATE

14 MARZO 2022



## CON IL DEBITO RUSSO A LIVELLO “SPAZZATURA” SI RISCRIVE LA MAPPA DEI RISCHI

La Russia appare sempre più a rischio default, suffragato dall'agenzia di rating Fitch che ha declassato il rating Paese da “B” a “C”, ovvero alla stregua di una “dichiarazione di insolvenza” che renderebbe irreversibile l'isolamento finanziario di Mosca, quale diretta conseguenza delle sanzioni del mondo occidentale seguite all'invasione dell'Ucraina.

Putin, nella giornata di lunedì 7 marzo, ha fatto approvare un decreto che consente di ripagare in rubli i creditori di obbligazioni in valuta estera ma, ovviamente, questo è il solo convincimento del numero uno del Cremlino: sul mercato, al contrario, valgono i contratti e i regolamenti, ragion per cui, se la valuta russa non è contemplata quale forma di rimborso nei contratti medesimi, si potrebbe verificare un “effetto scatenante” in grado di innescare il default; **tra i bond che non consentono il pagamento in rubli ne figurano alcuni per i quali, mercoledì 16 marzo, si attendono pagamenti di cedole per 117 milioni di dollari.**

Peraltro, non vanno sottovalutate le reali volontà della Russia, che potrebbe anche rifiutarsi per ritorsione di onorare i propri impegni pur essendo ancora in condizione di farlo. In tema di insolvenze, non si può certo dire che Mosca sia in grado di esibire una “fedina” pulita e il precedente del 1998 ha, se non altro, diversi punti in comune con la situazione presente: a partire dal precedente crollo del rublo e della Borsa locale, anche se allora lo scenario di riferimento non si interfacciava con un conflitto bellico, ma era riconducibile ai temi della “crisi valutaria asiatica”.

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



**FIDEURAM**  
INTESA SANPAOLO PRIVATE BANKING  
Asset Management

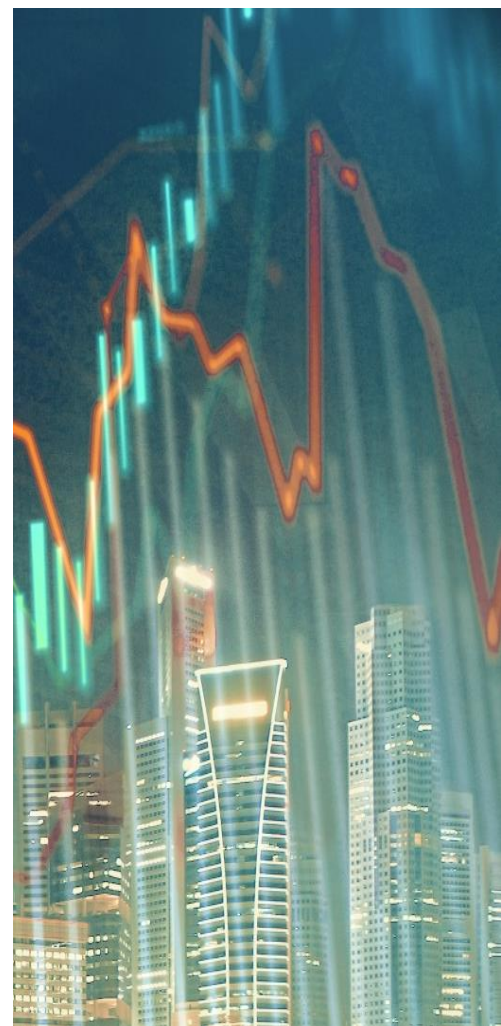
Ciò detto, stavolta in ballo ci sono cifre non proprio indifferenti per gli investitori esteri, che secondo i dati della banca centrale russa detenevano a inizio febbraio titoli di stato in valuta locale (OFZ) per l'equivalente di quasi 30 miliardi di dollari ed Eurobond sovrani per circa 20 miliardi e all'inizio di aprile dovrà essere rimborsato un titolo da 2 miliardi.

In aggiunta a quanto si prospetta sui mercati finanziari, ovviamente anche l'economia reale sta cominciando a fare i conti con eventuali modifiche di scenario; ecco perché **la Mappa dei rischi 2022 di Sace** presentata nei giorni scorsi (che ogni anno delinea i profili di rischio di 194 mercati esteri) **non poteva prescindere dall'impatto del conflitto russo-ucraino, ben sintetizzato nel report che pone l'accento sia sul peggioramento del rischio di credito in Russia** (a causa del pacchetto sanzionatorio imposto) **sia sui riflessi politici evidenziando, anzitutto, l'incremento del rischio di trasferimento per via delle limitazioni collegate alla disponibilità di ingenti riserve valutarie del Paese, che potrebbero acuirsi per l'esclusione del sistema finanziario russo da SWIFT**, il canale principale usato per i pagamenti transfrontalieri, nonché per l'aumento *"del rischio di esproprio sulla scia delle eventuali possibili ritorsioni sugli investitori internazionali per le sanzioni imposte a Mosca"*.

All'interno dei confini domestici, come ovvio, è appena il caso di sottolineare che l'attacco russo all'Ucraina rischia di cambiare radicalmente anche le prospettive dei conti pubblici italiani, che prima delle note vicende belliche puntavano a un orizzonte di ripresa solida nonostante le incognite inflattive; oggi nessuno è in grado di misurare l'entità dello smottamento, che dipenderà dalla durata della crisi, dalle possibilità residue di riaprire la via diplomatica (chiusa bruscamente il giorno 24 febbraio), dall'architettura delle sanzioni e dalla conseguente reazione di Mosca.

Nel mentre, una tra le fonti internazionali più autorevoli in fatto di previsioni macroeconomiche (*Oxford Economics*), ha pubblicato i primi calcoli sul ribasso delle prospettive della crescita mondiale causate dall'invasione in Ucraina; **il colpo principale sarebbe per la Russia, ma anche l'Eurozona soffrirebbe un taglio dello 0.3% di PIL quest'anno, quindi di un ulteriore 1% abbondante tra il 2023 e 2024** (e secondo la Nota mensile Istat il PIL italiano subirà una flessione dello 0.7%, solo per effetto del caro-energia): in buona sostanza, **è verosimile supporre che quanto di buono prodotto entro fine 2021 possa ora tradursi in una riduzione della crescita attesa del PIL medesimo, in ragione di più fattori concomitanti.**

A livello domestico, peraltro, qualche segnale tangibile di rallentamento e disagio è già manifestamente ravvisabile in alcuni contesti specifici; **l'Istat ha rilevato per il mese di gennaio un calo della produzione del 3.4% ed erano quasi due anni che l'indice non registrava due mesi consecutivi di contrazione**, giustificando la convocazione d'urgenza del consiglio direttivo di Confindustria martedì 8 in ragione *"dell'aggravarsi sempre maggiore degli impatti*



**FIDEURAM**  
INTESA SANPAOLO PRIVATE BANKING  
Asset Management

sull'industria italiana dei prezzi energetici e delle materie prime e dei preoccupanti segnali di riduzione e sospensione temporanea della produzione”.

Per non parlare della **meccanica strumentale** dove, **secondo gli analisti di settore, sarebbe a rischio un mercato di impianti e attrezzature che verso Mosca vale 2.1 miliardi di euro** (con primi ordini bloccati e stop produttivi), **mentre non meno preoccupante risulterebbe la situazione delle fonderie, ora ferme senza ghisa, posto che il 20% proviene dalla Russia** (Mosca e Kiev insieme rappresentano oltre il 53% dell'export globale di ghisa, per cui oggi l'Italia è a caccia di 5.4 milioni di tonnellate di forniture).

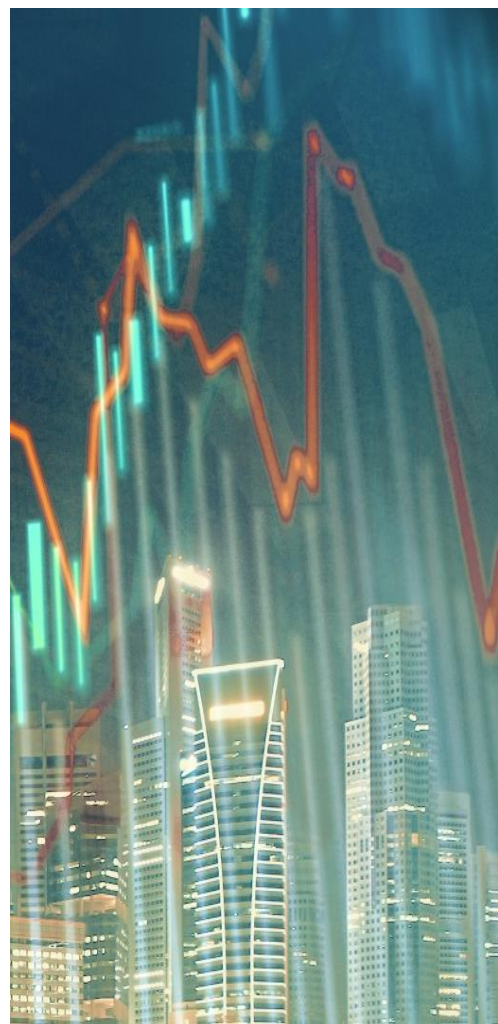
Infine, **lacrime amare anche per il comparto “Arredo”, poiché quella dei buyer russi è tradizionalmente la delegazione più numerosa al Salone del Mobile di Milano e la guerra in corso sta colpendo quasi 450 milioni di commesse:** in altri termini, premesso che i mobili sono la quinta voce di export italiano in Russia, *“ci aspettiamo un impatto sulle esportazioni, con tutti i problemi legati agli aspetti finanziari di questa guerra, ma anche alla logistica, ai trasporti o ai problemi doganali”* (M. Porro, Presidente del Mobile e Assarredo).

## L'ANDAMENTO DEI MERCATI

Seconda settimana di marzo sempre all'insegna dell'incertezza sui mercati azionari globali, con particolare enfasi sul versante asiatico dove, nello specifico, Cina e Hong Kong hanno chiuso un'ottava decisamente in sofferenza scontando il mancato accordo tra la Russia e l'Ucraina sul cessate il fuoco e i continui timori di un'accelerazione dell'inflazione (oltrechè, nel caso di Hong Kong, le persistenti problematiche legate alla quinta ondata Covid).

Lunedì 7, peraltro, i primi eventi di esordio settimana non lasciavano presagire aspettative particolarmente favorevoli in quanto, su ipotesi di un embargo imposto dall'Occidente alla Russia su petrolio e gas, entrambe le materie prime hanno testato livelli record di quotazione, con il **petrolio oltre i 130 dollari e il gas olandese** (benchmark di riferimento) **a segnare un massimo assoluto pari a 345 euro al megawattora** (+80%), alimentando nella comunità internazionale forti timori per un possibile *“shock da stagflazione”*, soprattutto dopo le dichiarazioni del vicepremier russo Novak, secondo il quale *“conseguenze catastrofiche colpirebbero il mondo se l'Occidente ricorresse all'embargo sul petrolio e sul gas russi”*.

Martedì 8 i mercati hanno recuperato un pò di vena positiva, soprattutto nel Vecchio Continente, galvanizzando gli investitori a motivo dell'indiscrezione sulle emissioni del debito UE: in sostanza, è stata molto apprezzata la notizia secondo cui l'Unione europea starebbe preparando emissioni di **Eurobond per finanziare investimenti in difesa ed energia** in quanto, come argomentato da un'importante casa di investimento, *“utilizzare emissioni di debito comune per finanziare anche l'aumento della bolletta energetica e*



**FIDEURAM**  
INTESA SANPAOLO PRIVATE BANKING  
Asset Management

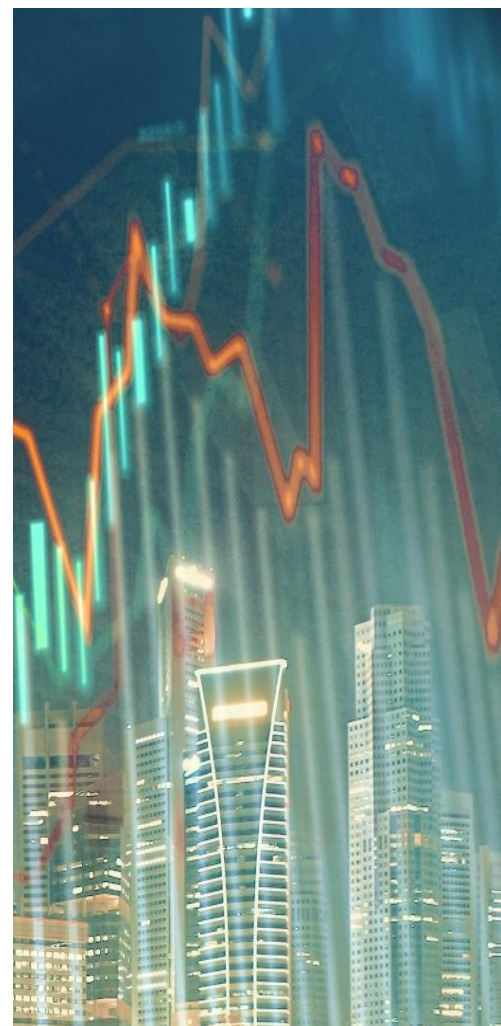
delle spese militari europee sarebbe dirimpante perché dimostra come l'Europa sia finalmente unita e soprattutto utilizza la leva della defiscalizzazione come strumento complementare alla politica monetaria". In effetti, anche nella giornata successiva hanno prevalso le ali dell'entusiasmo in termini di quotazioni degli indici borsistici, con recuperi giornalieri anche del 7-8% (Milano, Francoforte), in attesa dei dati sull'inflazione americana e della riunione della BCE che, a maggior ragione in un contesto belligerante quale quello attuale, non potevano che catalizzare l'attenzione della comunità internazionale, alquanto incerta su quali sarebbero state le prossime mosse di politica monetaria.

Per quanto riguarda i dati d'oltreoceano, **l'indice dei prezzi al consumo, termometro cruciale del trend delle pressioni inflazionistiche, è balzato del 7,9%** su base annua, al nuovo massimo degli ultimi 40 anni, attivando l'immediata reazione della segretaria al Tesoro Usa ed ex numero uno della Fed Janet Yellen, che ha avvertito sul rischio di "*una inflazione molto alta*" a causa della guerra russo-ucraina, e dunque a causa dei timori legati all'offerta di importanti commodities come petrolio, grano, gas naturale; in merito poi alle **principali tematiche emerse nella riunione (molto attesa) della BCE**, esse possono così sintetizzarsi:

1. **La banca centrale accelera il tapering** (del programma APP, con stop agli acquisti aggiuntivi in Q2) e **lascia la porta aperta ad un rialzo dei tassi entro fine anno**;
2. Viene focalizzata l'attenzione su un approccio improntato alla "**massima agilità di azione**", in modo da non sottovalutare i possibili effetti distorsivi della crisi russo-ucraina sulla congiuntura economica;
3. La politica monetaria procede verso il proprio "**iter di normalizzazione**", dunque senza alcuna pausa dettata dagli eventi esogeni;
4. **La volontà della BCE è di privilegiare il controllo dell'inflazione e la stabilità finanziaria** più che la crescita in senso stretto, fermo restando, appunto, di riservarsi una flessibilità comportamentale in base all'evolvere degli eventi.

Ciò detto, mentre gli indici asiatici sono scesi a testare i livelli 1800 (Topix) e 3300 (Shanghai Composite) e Wall Street, pur senza brillare, ha conservato quota 4200 (S&P 500), **l'Europa, dal canto suo, ha esibito numeri decisamente più confortanti, con tutti i principali indici in saldo positivo: l'Ibex spagnolo addirittura con un brillante +5.5%, il Dax tedesco +4% e l'indice domestico (FtseMib) in gran recupero di quota 23000 e un apprezzabile +2.57%.**

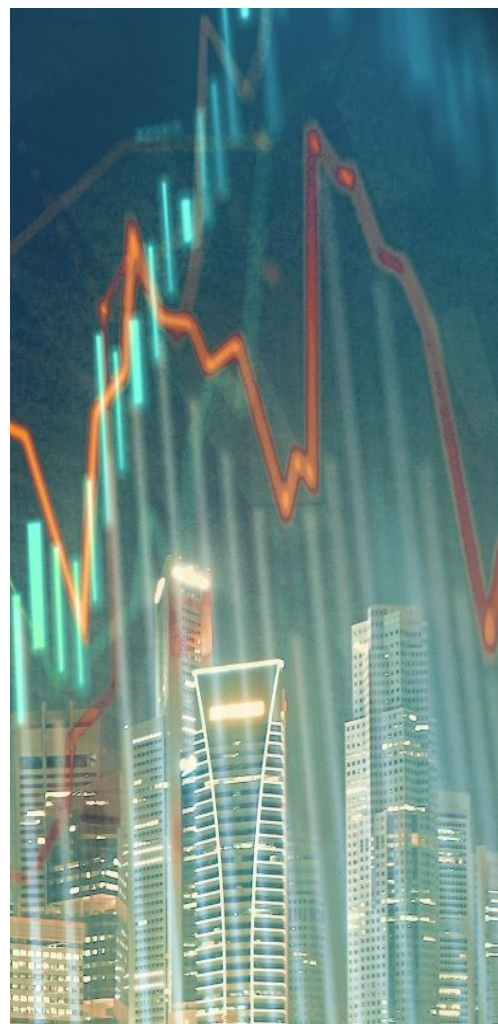
L'universo obbligazionario si è mosso uniformemente al rialzo in termini di rendimenti (con scontata accelerazione dopo i dati sull'inflazione), con il decennale governativo americano a testare il livello 2% (da minimi settimanali a 1.66%) così come il corrispettivo



tedesco si è spinto oltre 0.30% dal livello zero di inizio ottava; **il comportamento dello spread Btp-Bund è stato alquanto altalenante** (sotto i 150 punti base inizialmente, per poi testare i 172pb nella giornata di giovedì) **ma, nella sostanza, senza alimentare alcuna specifica pressione da “rischio-Paese”**, così come il mercato del credito, pur ampliando a sua volta il proprio spread, non ha mai ingenerato presso gli investitori possibili tensioni in termini di liquidità.

Sul **versante valutario** la moneta unica ha registrato un minimo di periodo a inizio settimana (Euro Dollaro a 1.08) per poi rimbalzare sino oltre 1.11, mentre si è sostanzialmente confermata la forza della valuta cinese (renminbi), malgrado l'infelice settimana del mercato azionario locale, così come il rublo russo, pur sempre debole, è riuscito in parte a calmierare la forte pressione in vendita di inizio settimana.

A livello **commodities**, infine, **mercoledì 13 il petrolio ha subito una correzione del 13%** (pur stazionando sempre abbondantemente oltre i 100 dollari) a motivo delle trattative che gli Stati Uniti avrebbero avviato con alcuni Paesi (Iraq) per sopperire all'offerta da parte della Russia a seguito dell'imbarco imposto, mentre rimangono sempre forti le tensioni su grano e avena dopo la decisione dell'Ucraina di bloccare le esportazioni a motivo di “*rischio crisi umanitaria*” (con conseguente allarme implicito sui prezzi di pasta e pane).



**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.*