



SANFELICE 1893

# MERCATI

Periodico di informazione ad uso interno per soci e dipendenti a cura di SANFELICE 1893 Banca Popolare.

NOVEMBRE 2022

con la collaborazione tecnica di Ruggero Bertelli - Professore di Economia degli Intermediari Finanziari presso l'Università di Siena.

## Rallentamento globale 2023: verso un minimo ciclico per combattere l'inflazione.

Secondo il Fondo Monetario Internazionale (TABELLA 1, nella quale i paesi sono ordinati per variazione del PIL 2023), l'area EURO, dopo un -6,6% nel 2020, è cresciuta nel 2021 del +5,3%. Nel 2022 crescerà del +3,1% (era +2,2% la previsione Economist nel precedente trimestre) ma del +0,5% (era +1,6%) nel 2023; il 2024 è previsto a +1,80%. In USA il 2020 ha registrato una contrazione del -3,7%. Nel 2021 si è registrato un notevole +5,6% per poi scendere a +1,60% (era +2,3%) nel 2022 e a +1,0% (era +1,3%) nel 2023 e +1,2% nel 2024. L'Italia ha chiuso il 2020 con un -8,9%. Per il nostro paese il 2021 ha visto una crescita notevole del +6,6% seguita da +3,2% (era +2,7%) nel 2022 e da un 2023 a -0,20% (era +1,4%). Nel 2024 l'Italia tornerà a crescere del +1,30%. La TABELLA 2 (aggiornata a settembre 2022) indica l'evoluzione della crescita e dell'inflazione fino al 2027. Il 2023 costituisce un minimo ciclico (crescita mondiale del +1,7%, dal +2,6% e +5,7% del 2022 e 2021). L'inflazione tocca il suo picco nel 2022 e rimane alta anche nel 2023, per poi ritornare poco sopra il 3%. Per i paesi OCSE, dopo un +3,6% nel 2021 e un +8,8% (era +7,8%, si badi bene) nel 2022 - rimane a +5,1% (era +3,8%) nel 2023, per tendere progressivamente a 2% negli anni successivi. La Spagna si è contratta del -11% nel 2020 ed è cresciuta del +5,1% nel 2021. Secondo le previsioni: +4,3% (era +4%) nel 2022; +1,2% (era +3,2%) nel 2023; +2,6% nel 2024. Per la Francia, rispettivamente, dopo il -8,2%, +7%, +2,5% (era +2,7%). Si scende a +0,70% (era +1,4%) nel 2023 per tornare a +1,60% nel 2024. Per la Germania il 2020 si chiuse a -4,9%. Nel 2021 la crescita è stata del +2,8%; nel '22 sarà del +1,5% (era +1,3%). Nel 2023 si prevede un -0,30% (era +0,9%) e nel 2024 un +1,5%. La Cina è uno dei pochi paesi con un dato positivo nel 2020: +2,3%. Anche il 2021 si è presentato forte: +8,1%. Il 2022 e il 2023 saranno ancora positivi, ma in evidente rallentamento, a quota +3,2% (era +4%) e +4,4% (era +5,5%). Il 2024 per la Cina è previsto a quota +4,5%. Per l'India il 2020 è stato invece brutale: -8%; è stato seguito però da un 2021 a +8,9% e proseguirà con un +6,8% (era +6,9%) e +6,10% (era +5%) nel 2022 e nel 2023. Nel 2024 ancora un +6,8%. Per la Russia 2020 la contrazione è stata del -3,1%. È seguito un 2021 a +4,7%. Ovviamente il 2022 risente direttamente della guerra: -3,4% (era previsto -10%). Il 2023, secondo le previsioni, dovrebbe portarsi a -2,3% (era -2%). Secondo queste difficili previsioni, il 2024 tornerebbe positivo a +1,5%. Il Brasile registra nel 2020 un -4,1% ed è tornato a crescere del +4,6% nel 2021. Crescerà del +2,8% (era 1,3%) e +1,0% (era +1,1%) nei due anni successivi. Nel 2024: +1,90%. Il Regno Unito chiude il 2020 a -9,9%. Il 2021 ha registrato un +7,4%; seguirà, secondo le previsioni, un 2022 a +3,6% (era +3,6%) e un 0,3% (era +0,5%) nel 2023. Nel 2024: un modesto +0,6%. Secondo l'aggiornamento dei dati FMI, 6 paesi (erano 5 su 58 censiti lo scorso trimestre) non riescono a recuperare i livelli del PIL precedenti alla pandemia a fine 2023. Iniziando dal peggiore (escludendo l'Ucraina per la quale non ci sono dati, purtroppo), si tratta di Venezuela, Russia, Spagna, Messico, Italia e Germania.

CATEGORIA	INF. DATA REAL GDP GROWTH			Australia			Lussemburgo		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
World	3,2	2,7	3,2	4,00	1,90	1,80	1,00	1,80	3,80
OCSE	3,2	2,7	3,2	5,70	1,80	2,80	5,20	1,80	2,20
Non-OCSE	3,2	2,7	3,2	5,70	1,70	3,00	2,50	1,80	5,80
USA	3,2	2,7	3,2	1,70	1,60	1,30	3,30	1,50	1,60
India	3,2	2,7	3,2	1,80	1,50	3,60	1,30	1,50	3,90
Italia	3,2	2,7	3,2	1,90	1,20	1,80	1,20	1,20	1,80
Francia	3,2	2,7	3,2	1,20	1,20	2,60	1,60	1,10	2,50
Germania	3,2	2,7	3,2	2,10	1,10	1,30	1,80	1,10	2,80
UK	3,2	2,7	3,2	1,50	1,00	1,20	2,80	1,00	1,20
China	3,2	2,7	3,2	2,80	1,00	1,90	4,70	1,00	1,90
Japan	3,2	2,7	3,2	4,50	0,80	1,70	2,20	0,80	1,80
South Korea	3,2	2,7	3,2	2,20	0,80	1,80	2,50	0,70	1,60
Canada	3,2	2,7	3,2	2,60	0,70	2,40	2,60	0,60	1,90
EURO AREA	3,2	2,7	3,2	3,80	0,50	3,10	3,10	0,50	1,80
Spain	3,2	2,7	3,2	2,10	0,50	1,10	2,70	0,40	1,60
Germany	3,2	2,7	3,2	2,20	0,40	1,40	2,20	0,30	1,60
France	3,2	2,7	3,2	3,60	0,30	0,60	3,60	0,20	1,30
UK	3,2	2,7	3,2	2,60	-0,10	2,10	3,20	-0,10	1,50
China	3,2	2,7	3,2	2,50	-1,00	2,00	2,50	-1,00	2,00
India	3,2	2,7	3,2	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00

TABELLA 1 - Fonte Economist 20 gennaio 2022

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
<b>Real GDP growth (PPP exchange rates)</b>										
World	3.0	2.7	-2.9	6.0	3.0	2.4	3.2	3.3	3.2	3.0
OECD	2.4	1.3	-4.2	3.4	2.3	0.6	1.8	2.0	2.0	1.8
Non-OECD	4.6	3.6	-1.8	6.5	3.5	3.8	4.2	4.2	4.0	3.8
<b>Real GDP growth (market exchange rates)</b>										
World	3.0	2.3	-3.6	5.7	2.6	1.7	2.6	2.7	2.7	2.5
OECD	2.3	1.7	-4.6	5.2	2.3	0.5	1.7	1.9	2.0	1.8
Non-OECD	4.3	3.5	-1.9	6.5	3.2	3.2	4.0	4.0	3.8	3.6
North America	2.9	2.2	-3.6	5.6	1.7	0.6	1.8	2.0	2.1	1.8
Europe*	2.2	1.8	-5.4	5.8	2.0	0.1	1.8	2.0	2.0	1.8
Euro area	1.0	1.6	-6.4	5.2	2.7	-0.4	1.5	1.7	1.7	1.5
Asia & Australasia	4.5	3.5	1.4	5.8	3.5	3.7	3.8	3.7	3.5	3.3
Latin America	0.8	0.7	-7.0	6.5	3.3	0.0	2.1	2.3	2.3	2.3
Middle East & North Africa	1.6	1.6	-3.6	3.9	4.5	3.5	3.0	2.9	3.1	3.0
Sub-Saharan Africa	2.6	2.3	-2.8	4.5	3.1	3.2	4.2	4.0	4.0	4.1
<b>Inflation (av)</b>										
World	3.5	3.5	3.4	5.3	9.5	6.4	4.0	3.4	3.1	3.2
OECD	2.5	1.9	1.2	3.6	8.8	5.1	2.7	2.3	2.2	2.1
Non-OECD	4.5	5.2	5.6	6.9	10.5	7.8	5.5	4.5	4.1	4.3
<b>Trade in goods</b>										
World	3.8	0.2	-4.9	10.9	3.7	2.3	3.6	3.6	3.7	3.7
OECD	3.4	0.8	-1.6	10.2	5.0	2.4	3.4	3.5	3.4	3.2
Non-OECD	4.4	-0.1	-3.1	12.6	2.6	3.6	4.8	4.3	4.3	4.6

TABELLA 2 - Fonte EU 18 gennaio 2022

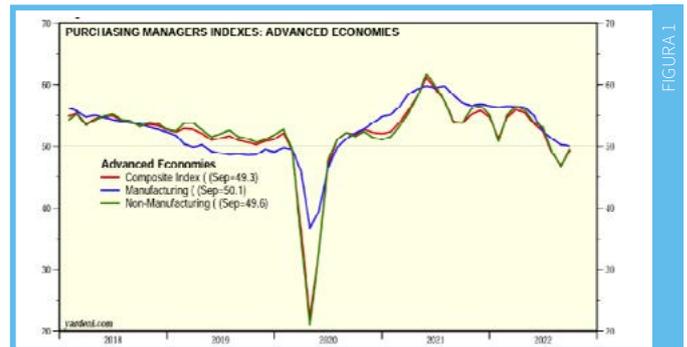


FIGURA 1

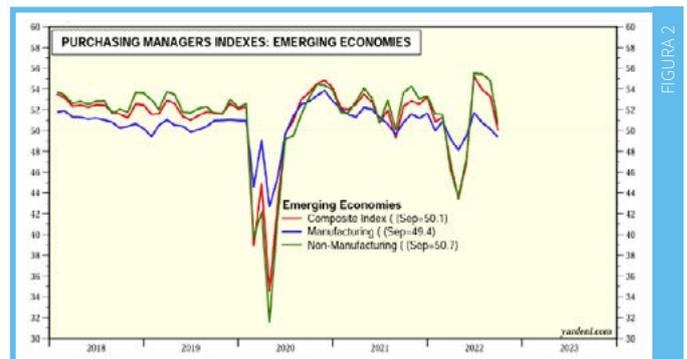


FIGURA 2

Il nostro Paese chiuderebbe con un  $-0,09\%$  (era  $+0,85\%$ ). L'area EURO presenta - secondo queste previsioni - una crescita cumulata del  $+2,35\%$  (era  $+1,83\%$ ); gli USA del  $+4,78\%$  (era  $+5,50\%$ ). Considerando anche quanto previsto per il 2024, solo il Venezuela non riuscirebbe a recuperare i livelli pre-pandemia. A livello globale, la crescita cumulata 2020 - 2023 risulterebbe del  $+8,98\%$  e quella 2020 - 2024 del  $+12,46\%$ . Detto in altri termini, la fase di recupero dai minimi rimane ancora possibile nonostante la guerra, secondo le previsioni. Tuttavia, i tempi del conflitto si allungano e le relative conseguenze economiche (dovute alle sanzioni e all'impatto su prezzi e disponibilità di energia) si aggravano. Una soluzione deve essere trovata. Il commercio mondiale secondo l'Economist è diminuito di un significativo  $-4,9\%$  nel 2020; è seguito un  $+10,5\%$  nel 2021. Si proseguirà con un  $+3,7\%$  (era  $+4,3\%$ ) e un  $+2,5\%$  (era  $+4,2\%$ ) nel 2022 e 2023. Nel 2024 è previsto un  $+3,6\%$ . I PMIs (Purchasing Managers Index) sono aggiornati a settembre e segnalano un rallentamento sia nelle economie emergenti sia nelle economie avanzate (FIGURE 1 e 2). Per queste ultime, infatti, l'indice composito è a  $49,3$  (era  $52,5$ ):  $49,6$  (era  $53,1$ ) il non manufacturing e  $50,1$  (era  $52,5$ ) il manufacturing. Per le economie emergenti, il livello del composito è a  $50,1$  (da  $55,2$ ): non manufacturing a  $50,7$  (era  $55,6$ ); manufacturing a  $49,4$  (era  $51,7$ ). I valori sono scesi sotto 50 o sono al valore limite, considerato lo spartiacque tra crescita e recessione. Intanto, secondo i Leading Indicator dell'OCSE (11 ottobre 2022), la crescita economica mondiale è in ulteriore rallentamento: "Growth losing momentum" per tutti i paesi, fatta eccezione per il Giappone e per l'India (stabile). Il report non manca - di nuovo - di segnalare prudenza nell'interpretare questi dati, vista l'incertezza legata alle misure di contenimento della pandemia e - ora - alla guerra. La FIGURA 3 la commentiamo ormai da tempo: dopo la fase di "recovery" dalla crisi del 2008, l'economia americana si trovava in una fase di "expansion" di lungo periodo fino a marzo 2020 compreso. Yardeni Research indica chiaramente la violentissima interruzione del percorso di espansione avvenuta a febbraio e la successiva ripresa. Ma indica anche la durata della fase di recovery: 20 mesi, la più breve dal 1959. Chiuso questo periodo con ottobre 2021, il dato coincidente aggiornato ad agosto segnalava ancora espansione in corso. Vedremo se guerra e inflazione (e politiche monetarie) interromperanno questa nuova fase espansiva. Quanto al petrolio (e alle altre materie prime) la forza della ripresa sembrava aver sorpreso tutti i mercati. Ma le vere sorprese sono arrivate dopo, purtroppo. Ora le materie prime temono la recessione. Il Brent si trova ora in area  $94,4$  (era  $99,5$  dollari il trimestre precedente). Nell'ultimo anno è ora in aumento del  $+13\%$  (era a  $+30\%$  nel trimestre precedente). Nell'ultimo mese è aumentato del  $+1,2\%$  (fonte Economist, 11 ottobre 2022). La politica monetaria deve affrontare un dato di inflazione persistente. Le conferme degli ultimi numeri non lasciano spazio a tentennamenti e la FED si è mossa e si muoverà di conseguenza, sia interrompendo l'espansione del proprio bilancio, sia agendo sui tassi di interesse, aumentandoli aggressivamente. La BCE - come previsto - ha interrotto gli acquisti di titoli nell'ambito del PEPP (Pandemic Emergency Purchase Program). Il Consiglio direttivo ha deciso di porre fine agli acquisti netti di attività nell'ambito del PAA a partire dal 1° luglio 2022. Continuerà però a mantenere il totale rinnovo dei titoli in scadenza per un "prolungato periodo di tempo" anche dopo l'inizio dei rialzi dei tassi di interesse, che ha aumentato di 50 punti base e di 75 punti base a luglio e a settembre. Il bilancio della BCE aveva raggiunto i 3 trilioni di euro a fine 2012 (crisi dell'EURO); a fine 2015 era a 2,8 trilioni; l'ultimo dato (quarantesima settimana

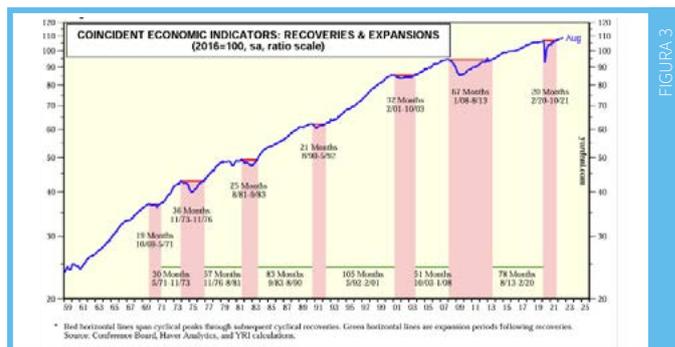


FIGURA 3

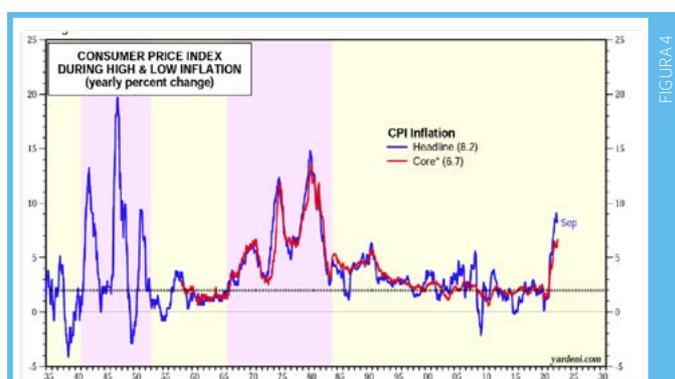


FIGURA 4

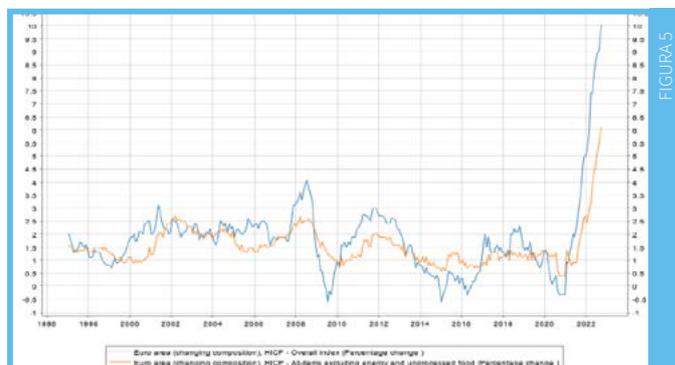


FIGURA 5

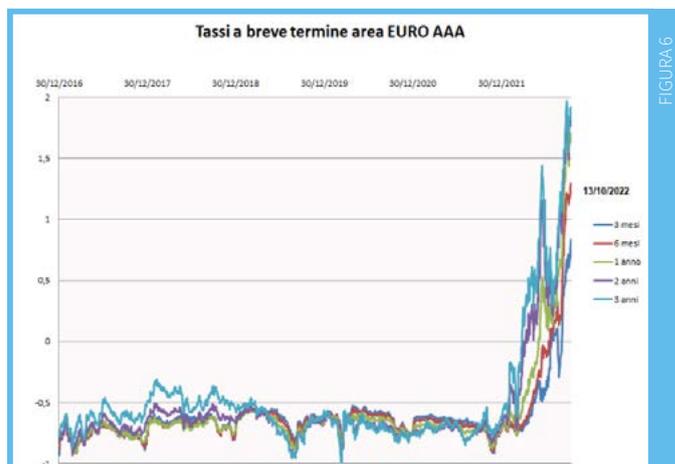


FIGURA 6

del 2022) è pari a 8,772 trilioni di euro (da 8,774 del trimestre precedente). La seconda (sia pur lieve) riduzione trimestrale da inizio 2022. Anche la politica fiscale appare in una nuova fase. I dati USA mostrano un rallentamento dell'espansione della spesa pubblica. Il rallentamento economico rende più difficile mantenere sotto controllo il rapporto deficit/PIL, anche se l'inflazione aiuta. In area EURO, con la fine del PEPP e del PAA e sebbene la BCE rassicuri che agirà con "flessibilità", dopo il varo del "Next generation EU" c'è una maggiore attenzione all'aumento della spesa. Le preoccupazioni per la massa di debito pubblico accumulata in questo periodo sono sempre più presenti. Secondo gli ultimi dati FMI, tra i grandi paesi con il più alto deficit/PIL 2022 ci sono: India (-9,9%); Cina (-8,9%); Giappone (-7,9%); Brasile (-5,8%); Italia (-5,4%); Francia (-5,1%); Spagna (-4,9%); Belgio (-4,7%). La Germania è a -3,3%; gli USA a -4%. Secondo il FMI (ottobre 2022), nei paesi avanzati si passerà dal 103,9% di rapporto debito PIL del 2019 e 117,9% del 2021 e al 112,4% nel 2022 (nel 2020 era 123,2%). Il nuovo debito passerà dal 2,9% del PIL del 2019 e 7,2% del 2021 al 3,6% nel 2022 (era 10,4% nel 2020).

## L'inflazione: in alto stabile ... si fermerà con politiche monetarie aggressive mirate al rallentamento economico.

"L'inflazione seguita a essere di gran lunga troppo elevata ed è probabile che si mantenga su un livello superiore all'obiettivo per un prolungato periodo di tempo" (BCE, 9 settembre 2022). L'inflazione preoccupa perché dalle materie prime si è rapidamente diffusa nell'economia, alimentata dalle aspettative: una pericolosa "spirale". D'altra parte, la domanda post-pandemica rimane forte, in tutto il mondo. Ma le aspettative stanno mutando. Sia in USA (FIGURA 4), sia in area EURO (FIGURA 5) continua l'ascesa, confermato dai dati più recenti. L'inflazione totale (compresi cibo ed energia) in area EURO ha raggiunto il +10% (da +8,6% del trimestre precedente); quella core il +6,1% (da +3,7%). Sono dati impressionanti, in peggioramento, ai quali non siano certamente più abituati. I prezzi dell'energia sono i principali responsabili, ma l'aumento del livello dei prezzi (alimentato da una forte domanda e dalle aspettative) si è ampiamente diffuso. Certamente il +6,1% di inflazione core, pur nell'ottica della simmetria rispetto al +2%, richiede alla BCE un delicato ulteriore intervento restrittivo. Le aspettative devono cambiare. In FIGURA 4 è riportata l'inflazione USA (dati di settembre): +8,2% (da +9,1%) l'inflazione totale; +6,7% da +5,9% quella core. La FED ha di fronte crescita robusta, disoccupazione bassa e inflazione molto alta. Ulteriori interventi sui tassi sono necessari e scontati dal mercato. Per gli USA - peraltro - la guerra è lontana, anche economicamente. FED e BCE combattono adesso una battaglia simile ma non uguale. Hanno di fronte la sfida di una inflazione che va combattuta anche a costo di soffocare la crescita economica, forte in USA, ma appena iniziata e ancora necessaria in area EURO, teatro di guerra. Le aspettative di inflazione in USA - calcolate come differenza tra rendimento nominale del decennale e rendimento del decennale indicizzato all'inflazione (il TIPS) rispettivamente pari a +4% (era +2,99% lo scorso trimestre) e +1,59% (era +0,67%) - si attestano dunque al +2,34% (da +2,32%; dati al 13 ottobre 2022).

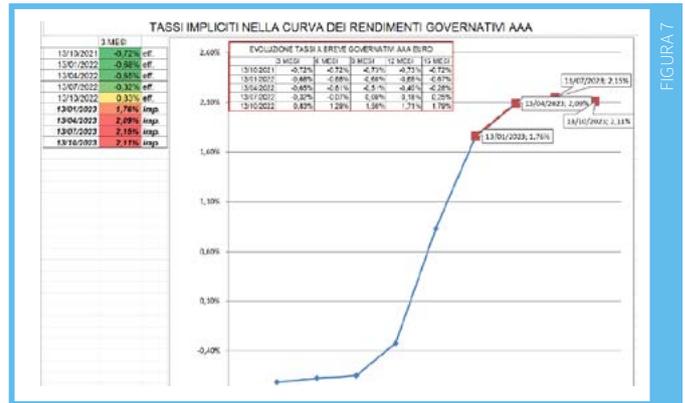


FIGURA 7

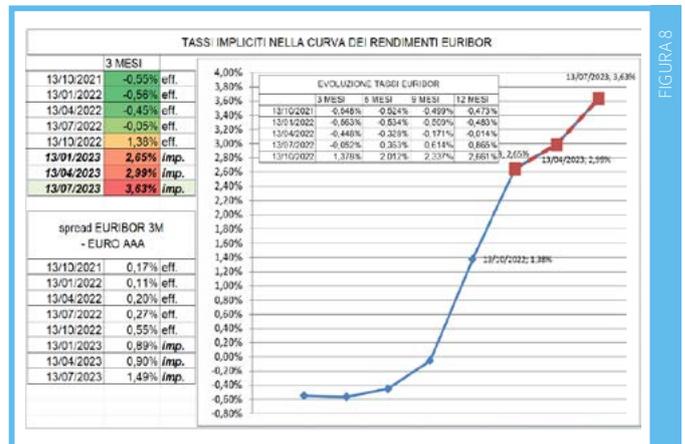


FIGURA 8

EVOLUZIONE TASSI A BREVE GOVERNATIVI AAA EURO

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI	15 MESI
13/10/21	-0,72%	-0,72%	-0,73%	-0,73%	-0,72%
13/01/22	-0,68%	-0,68%	-0,68%	-0,68%	-0,67%
13/04/22	-0,65%	-0,61%	-0,51%	-0,40%	-0,28%
13/07/22	-0,32%	-0,07%	0,08%	0,18%	0,25%
13/10/22	0,83%	1,29%	1,56%	1,71%	1,79%

TABELLA 3

EVOLUZIONE TASSI EURIBOR

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI
13/10/21	-0,548%	-0,524%	-0,499%	-0,473%
13/01/22	-0,563%	-0,534%	-0,509%	-0,483%
13/04/22	-0,448%	-0,328%	-0,171%	-0,014%
13/07/22	-0,052%	0,363%	0,614%	0,865%
13/10/22	1,378%	2,012%	2,337%	2,661%

TABELLA 4

### Tassi di interesse EURO a breve termine: la curva “chiama” ulteriori aumenti dei tassi... ma quelli reali rimangono ampiamente negativi.

Il futuro livello dei tassi di interesse governativi area EURO (così come quello degli altri paesi) è al rialzo, perché occorre combattere l'inflazione. I tassi reali sono negativi a livelli mai visti. Dalla politica del tasso nominale negativo (ormai decisamente alle spalle) si passa alla politica del tasso reale negativo (comunque espansiva, a ben vedere). Il livello dei tassi di interesse a breve termine AAA dell'area EURO si è ormai lasciato alle spalle il territorio negativo. (FIGURA 6 e TABELLA 3). I tassi dodici mesi erano negativi dall'11 giugno 2014 (con un minimo a livello -0,91%). Con l'inflazione ai livelli attuali, i tassi reali sono profondamente negativi anche in presenza di tassi nominali positivi. Il mercato si comporta come se i futuri tassi a tre mesi nei prossimi 12 mesi fossero destinati ad una “rapida” crescita. I rendimenti a tre mesi impliciti (forward rate) sono riassunti in FIGURA 7. In questo contesto, i tassi EURIBOR sono cresciuti. Il rischio banche continua ad essere sotto controllo, grazie alla prontezza con la quale BCE è intervenuta anche sul fronte vigilanza. Non mancano però nuove preoccupazioni, e lo spread tra tasso EURIBOR e AAA a tre mesi è passato dallo 0,17% dello scorso anno allo 0,55% del 13 ottobre ed è implicitamente previsto in ulteriore crescita (FIGURA 8). L'unione bancaria europea (vigilanza unica, il meccanismo unico di risoluzione delle crisi bancarie, riforma del MES) ha reso meno correlato il rischio “banche” rispetto a quello dei titoli governativi dei diversi paesi dell'EURO. Il tasso EURIBOR dovrebbe funzionare meglio, quale unico tasso interbancario. Se gli euro depositati nelle banche “non sono tutti uguali”, l'unione bancaria non esiste. La BCE sta vincendo questa battaglia, ma all'orizzonte ci sono nuove nubi. Il “debito comune” si afferma prudentemente: dopo la crisi pandemica, quella energetica potrebbe spingere di nuovo in questa direzione. L'evoluzione dell'EURIBOR negli ultimi 12 mesi è riassunta nella TABELLA 4. L'effetto del rischio banche (sul fronte dei prestiti bancari) deve ora affrontare l'incognita delle conseguenze della guerra e del rialzo dei tassi sul valore degli attivi.

### Tassi EURO lungo termine: un poderoso rialzo ancora compresso da BCE.

In questo trimestre la curva dei tassi EURO (governativi AAA) ha registrato un deciso movimento verso l'alto, aumentando ulteriormente la propria inclinazione nel primo tratto (FIGURA 9). I dati di inflazione europea hanno alimentato aspettative di rialzo, nonostante i problemi derivanti all'economia europea dalla guerra. L'aspetto della curva è ancora mutato. I tassi sono fortemente cresciuti sin dall'origine, arrivando oltre il 2,5% nel lungo termine (erano a 1,5% lo scorso trimestre). La politica dei tassi reali negativi continua, considerando le aspettative di inflazione. I tassi USA, rispetto al trimestre precedente, mostrano un aumento parallelo. La curva rimane “paurosamente” verticale solo nel tratto 0 - 1 anno, poi è decrescente. Il mercato ha preso atto che i tassi saliranno ancora, certamente e velocemente, con effetti “sicuri” sul rallentamento economico. I tassi a 10 anni in

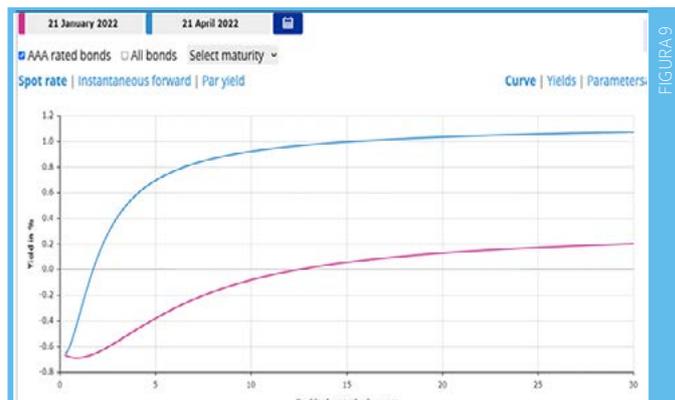


FIGURA 9

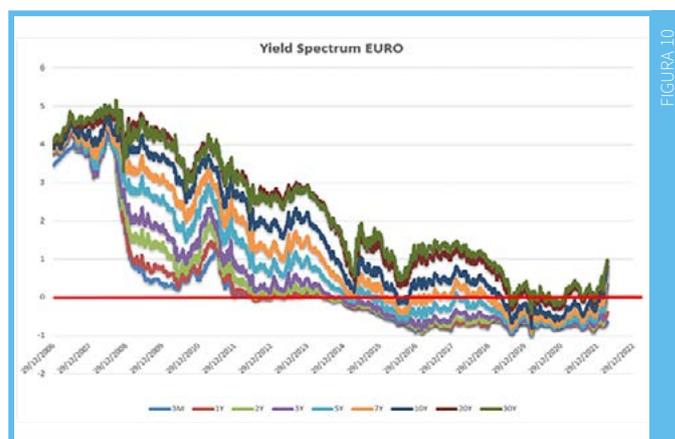


FIGURA 10

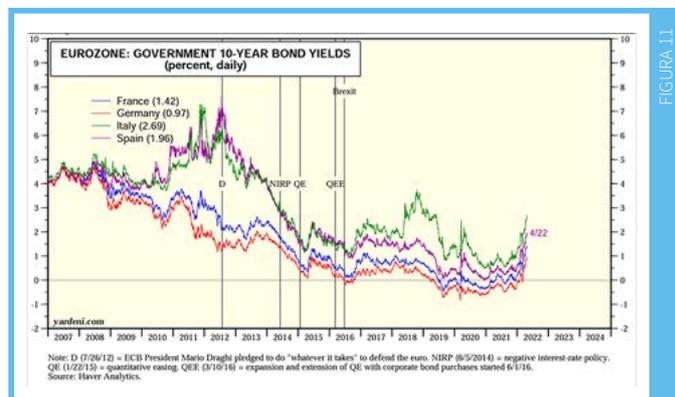


FIGURA 11

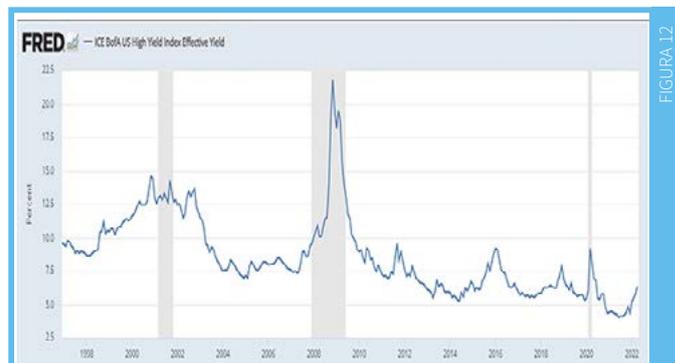


FIGURA 12

Germania sono ormai superiori al 2% (+2,36%; erano a +1,15% lo scorso trimestre) e ormai più alti dei tassi giapponesi: +0,24% (era +0,21%). Il tasso italiano 10 anni si attesta a quota +4,675% (era +3,146%), quello USA è a livello +4,005% (era +2,91%) (fonte Refinitiv Eikon, 14/10/2022). Lo «spettro» dei rendimenti (dal 3 mesi al 30 anni, FIGURA 10) mostra una curva che torna a respirare, con i tassi tutti rivolti verso l'alto (e positivi). La «riemersione» dei tassi EURO – almeno in termini nominali – è avvenuta e non si torna indietro. Solo una forte aspettativa di recessione potrebbe impattare sul rialzo dei tassi, contenendo il «ricarico» dei prezzi delle materie prime sugli altri prezzi. In questo contesto, l'aumento dei tassi AAA, iniziato tre mesi addietro, è una tendenza che si confermerà. Si confermerà però anche il mantenimento di tassi reali ampiamente negativi, che lasciano «espansiva» la manovra monetaria e stimolano gli investimenti, anche in un contesto così difficile ed incerto.

## I tassi di interesse nei diversi Paesi dell'area EURO: gli spread si confermano «nervosi».

L'evoluzione dei tassi di interesse nei diversi paesi EURO - tutti impegnati sul fronte del mantenimento delle sanzioni alla Russia (che richiedono interventi in deficit per far fronte alle conseguenze economiche di breve periodo), del problema della dipendenza energetica dalla Russia e contestualmente dell'utilizzo intelligente dei fondi del piano Next Generation EU - dipende dal punto di partenza del livello DEBITO/PIL e dagli effetti sulla crescita del DEFICIT/PIL. In particolare, «spendere bene» significa creare le condizioni per crescere di più e quindi per porre le basi per la sostenibilità dell'enorme debito in accumulazione. Pare quasi impossibile, nell'odierno contesto. La tabella «condizioni di solvibilità» (TABELLA 5) accoglie alcuni dati macroeconomici previsionali e l'andamento degli spread rispetto alla Germania (il paese maggiormente dipendente dalla Russia). L'ipotesi è che lo spread sia funzione dal rapporto Debito/PIL; dalla crescita del PIL e dal rapporto Deficit/PIL. Vengono riportati come confronto i dati di USA, UK e Giappone. In area EURO, le previsioni di una più modesta

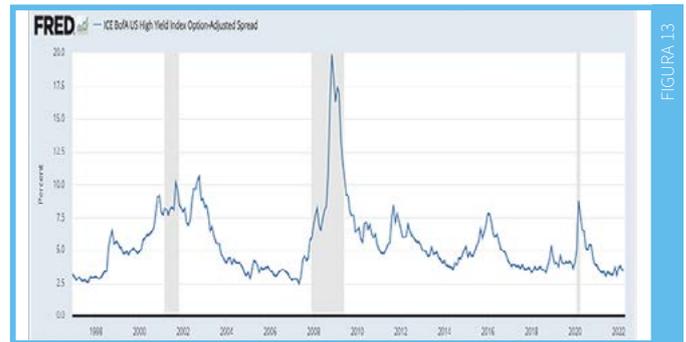


FIGURA 13



FIGURA 14

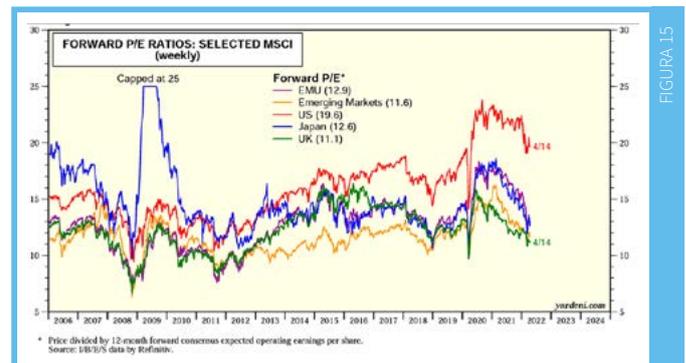


FIGURA 15

### CONDIZIONI DI SOLVIBILITÀ DI ALCUNI PAESI DELL'EURO E SPREAD RISPETTO ALLA GERMANIA

	Debito PIL 2022	Debito PIL 2027	Crescita PIL 2022	Crescita PIL 2023	Deficit PIL 2023	Tassi a 10 anni 14/10/22	SPREAD 14/10/22	SPREAD 06/07/22	Variazione SPREAD
Germania	71,1	59,7	1,5	-0,3	-2,5	2,36	0	0	
Olanda	48,3	48,1	4,5	0,8	-1,3	2,62	0,26	0,41	-0,15
Francia	111,8	118,5	2,5	0,7	-5,6	2,89	0,53	0,44	0,09
Austria	78,5	71,6	4,7	1	-1,6	3,08	0,72	0,61	0,1
Belgio	103,9	115,1	2,4	0,4	-4,8	3,01	0,65	0,71	-0,06
Italia	147,2	142,5	3,2	-0,2	-3,9	4,68	2,32	1,99	0,32
Spagna	113,6	109,6	4,3	1,2	-4,4	3,52	1,16	1,12	0,04
Irlanda	47	31,3	9	4	0,5	2,89	0,53	0,14	0,39
Portogallo	114,7	97	6,2	0,7	-1,4	3,31	0,95	1	-0,06
Grecia	177,6	149,9	5,2	1,8	-1,9	5,39	3,03	2,18	0,85
USA	122,1	134,9	1,6	1	-5,7	4,01	1,65	1,76	-0,11
Giappone	263,9	263,4	1,7	1,6	-3,6	0,24	-2,12	-0,94	-1,17
UK	87	68	3,6	0,3	-2,3	4,32	1,96	0,94	1,02

Fonte FMI (OCT 2021)

Fonte Economist 16/10/2021

Fonte Datastream

TABELLA 5

crescita economica 2022, collocano l'Italia prima di Germania, Francia, Belgio; nel 2023 il -0,2% italiano è un dato molto modesto (ma migliore di quello della Germania). Il debito pubblico (una "certezza" negativa) costituisce il noto punto debole e determina l'andamento dello spread: lo spread italiano ha registrato rispetto al trimestre scorso un nuovo aumento a 232 bp (da 199 bp). Vale la pena di ricordare che il 9/11/2011 lo spread ha raggiunto il suo massimo a quasi 550 bp. Il minimo degli ultimi 20 anni è 6 bp il 6/12/2005. Il valore medio degli ultimi 20 anni è 137 bp con una deviazione standard di 107 bp. Siamo dunque a 0,88 deviazioni standard (nella "norma" potremmo dire). Lo spread attuale è inferiore solo a quello della Grecia (303 bp da 218 bp). Secondo le previsioni FMI (ottobre 2022), il debito PIL italiano è aumentato a 150,90% nel 2021 (in diminuzione rispetto al dato 2020 pari ad oltre il 155%) dal già poco lusinghiero 134,1% del 2019. Per il 2022 è previsto un 147,2. Il deficit/PIL 2023 per l'Italia si porta però a -3,9% (meglio di Francia, Belgio, Spagna e USA TABELLA 5). La nostra solvibilità dipende dal modo nel quale saranno utilizzate le risorse. Una sfida accettata dal governo Draghi e da vincere con il nuovo governo. L'evoluzione di questa sfida è da seguire con estrema (e preoccupata) attenzione. Abbiamo di fronte nuove sfide sul fronte energetico, sul quale vanno dati i segnali giusti. Il ritorno a tassi "unici" (come dal 1999 al 2007, FIGURA 11) è forse più vicino, ma non scontato. Un paradosso di due crisi (pandemia e guerra) che ha costretto a mettere in comune problemi e (ancora in piccola parte) debiti. Certo, in questa situazione di incremento dei debiti, il financial risk di partenza può fare la differenza, se non viene gestito a livello politico e tecnico-monetario. Come è stato più volte detto, la BCE sta facendo tutto quanto nelle sue possibilità. Ma la sua azione "asimmetrica" e flessibile rischia di non essere abbastanza forte.

## Il rischio di credito e gli spread sulle obbligazioni corporate: tassi e debiti alti aumentano gli spread.

In FIGURA 12 sono rappresentati gli spread delle obbligazioni corporate High Yield USA. La tendenza è stata verso un improvviso ritorno a elevati spread sul credito a causa dei rischi di default legati agli interventi di contenimento pandemico. E ora ha colpito anche la guerra, fatto salvo il settore energetico più inquinante. Gli spread sui corporate hanno raggiunto il loro livello minimo nel 2014, già toccato in altre occasioni (1998, 2005, 2007). Poi sono saliti. Sono giunti a quasi 900 punti base a fine 2015, un livello già visto nel 2011 e nel 2001. Dopo il rialzo di fine 2018 (paura di una recessione improvvisa, ma "naturale"), lo spread si era stabilizzato (FIGURA 13) per poi salire a oltre 1000 bp a causa della recessione pandemica. Ha ritracciato a 737 (16 aprile 2020) dopo gli annunci monetari e fiscali, poi è sceso a 587 bp in luglio e si attestava a 454 trenta mesi addietro. Al 19/4/2021 lo spread sui governativi era pari a 325 bp (era 373 bp a gennaio). Al 16/7/2021 è ancora in diminuzione a 318 bp. Il 20/10/2021 raggiunge i 307 bp. Il 22/4/2022 è pari a 365 bp, da 329 bp di sei mesi addietro. A luglio è salito a 553 bp e oggi (13/10/2022) è a livello 525 (fonte ICE BoFA indice US HY Index H0A0). In FIGURA 13 osserviamo l'andamento dei tassi delle obbligazioni corporate high yield. Il tasso di interesse si è portato al 9,50% (era 8,59% il trimestre precedente). Ai livelli di tasso complessivo attuale, questa asset class può tornare ad essere interessante.



FIGURA 16



FIGURA 17

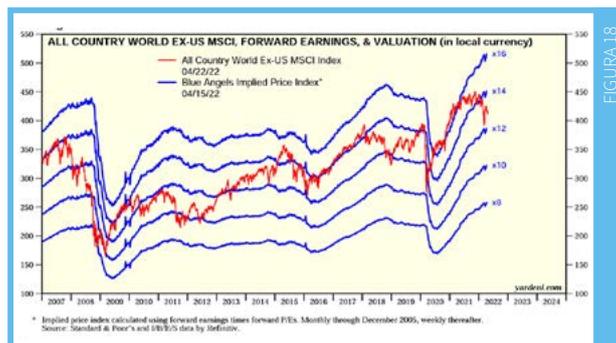


FIGURA 18

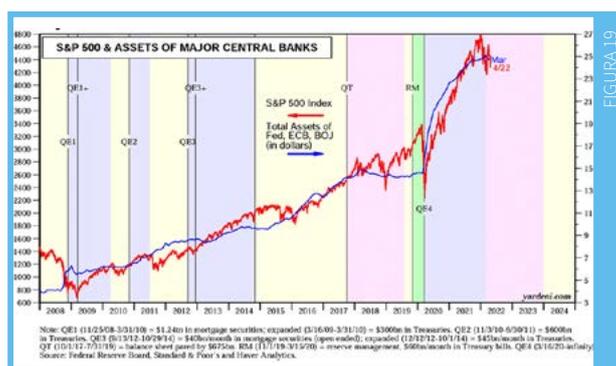


FIGURA 19

## I mercati azionari sono appesantiti dalla guerra e dalle politiche monetarie; incertezza sugli utili, già scontati dai prezzi.

Quando si è aperta la crisi del 2008 gli utili aziendali S&P500 hanno subito una violenta contrazione: sono diminuiti del -23,4%; poi -7,3% anche nel 2009, giungendo a 60,8 dollari per azione. Nel 2010, con un +40%, sono tornati sopra i livelli del 2007 (85,32). Il 2013 si è chiuso con 109,68 dollari per azione S&P 500 (+5,7% rispetto all'anno precedente; erano 97,82 nel 2011 e 85,32 nel 2010). Il 2014 si è chiuso a quota 117,86 (+7,5%). Chiusura 2015: 117,46 in diminuzione dello 0,3% rispetto all'anno precedente. Insomma, il primo anno di "fermo", dopo la corsa iniziata nel 2010. Ma il 2016 si chiude in leggero aumento a 118,04 con una crescita di +0,5%. Il 2017 si è chiuso a 131,98, con una crescita dell'11,8%. Il 2018 termina con utili a 161,93 (+22,7%). Una crescita spettacolare, seconda solo a quella del 2010, l'anno dopo la crisi. Il 2019 si è chiuso in leggero aumento a 163 dollari (quasi il doppio dei livelli del 2010). Le previsioni per il 2020 si attestavano due anni fa ad un buon +9,6% a livello 177,01. Le prime previsioni 2021 erano a 195,99. Poi la recessione da lockdown. Il 2020 ha chiuso a 139,76 (in calo del -14% rispetto al 2019) che ci riportano appena sopra agli utili 2017. Per il 2021 si è chiuso con una spettacolare crescita del +49,2% a 208,53 dollari (era +47,4% a 205,98 dollari), che ha superato di slancio il livello 2019. Per il 2022 nuova crescita: +7,1% (era +9,7%) fino a 223,34 dollari per azione (erano 228,86 dollari). Nel 2023 arriveremo (secondo le previsioni) a 240,97 dollari, su del +7,9% (erano 250,7 dollari, ossia +9,5%). Le previsioni di Yardeni Research sono peggiori: 215 e 235 (ossia +3,1% e +9,3%) nel 2022 (con terzo e questo trimestre negativi) e 2023. In FIGURA 14 la linea rossa rappresenta l'andamento degli utili per azione S&P500 effettivi dal 2007 (fonte Yardeni Research, aggiornamento fine settembre 2022). Le linee tratteggiate rappresentano l'andamento delle previsioni degli analisti (consensus) per 2022 e 2023. Vediamo le revisioni al rialzo ed i risultati acquisiti del secondo trimestre 2022 (Q2 nel grafico). Vengono inoltre riportate le più prudenti previsioni di Yardeni Research. Gli analisti non sono capaci di prevedere le recessioni (ammesso che ci siano) e possono rimanere ottimisti per troppo tempo. Non è stato il caso della recessione per decreto, una certezza. Ma la guerra non ha (ancora) convinto ad una decisa riduzione delle previsioni. In FIGURA 16 vengono presentati i dati del QE della BCE. La linea blu indica il totale attivo della BCE che ha smesso di espandersi. Nello stesso grafico sono rappresentati gli indici azionari DAX, Eurostoxx e l'indice obbligazionario tedesco (BUND 10 anni). Seguendo il modello USA, l'espansione dell'attivo BCE ha fornito un alimento per i mercati azionari. In FIGURA 19 (grafico analogo a quello ora commentato) osserviamo l'andamento dello S&P500 insieme alla crescita degli attivi della FED, di BCE e di BOJ, sommati insieme (in dollari). L'espansione monetaria mondiale ha fornito un formidabile supporto al mercato azionario. Quando gli attivi smettono di crescere e l'economia rallenta (magari in un contesto inflazionistico) si può spezzare l'incantesimo. In FIGURA 15 sono raccolti gli andamenti dei PE delle principali aree geografiche (indici MSCI). Non erano crollati ad inizio pandemia, poi sono cresciuti moltissimo. Oggi i mercati sono scesi mentre gli utili attesi a 12 mesi sono rimasti (ancora) molto generosi, sia pur rivisti

al ribasso. Il resto è aritmetico. Il mercato più "caro" rimane quello USA (16,5 contro 16,5 del trimestre precedente); il più "economico" (escludendo lo UK) è l'indice dei paesi emergenti (10,5 da 10,9). Il PE è funzione di tre elementi: il tasso privo di rischio (in aumento, quindi PE basso), il premio per il rischio (in aumento, quindi PE più basso) e la crescita degli utili (ancora in aumento, quindi PE più alto). Gli utili "scontati" in questo momento sono ancora forti, come abbiamo visto. Una visione nella quale l'ottimismo di una rapida chiusura "economica" della guerra si attenua, chiusa (almeno nella percezione) la vicenda pandemica. Tuttavia, i mercati sono sempre più legati all'avveramento delle "profezie" ed ogni dubbio si traduce in volatilità. L'inflazione è una realtà, i tassi salgono e i mercati hanno ceduto vistosamente, anche scontando una recessione, ormai conclamata nelle previsioni. In FIGURA 17, vengono rappresentate le determinanti del PE del mercato azionario EMU. Il mercato presenta un PE di 10,7 (era 10,8 tre mesi addietro), dunque sulla linea dello "angelo azzurro" che moltiplica per 10 gli utili attesi. Gli utili mostrano (ancora) una chiara tendenza alla crescita. Lo stesso grafico compare in FIGURA 18, con riferimento ai mercati azionari mondiali (indice MSCI World ex-US in valuta locale). Il forward PE è circa 11 (stabile), gli utili hanno superato il livello del 2007 ma i mercati sono più "bassi". Gli utili (previsti) sono scesi bruscamente, portandosi sotto i livelli del 2016, ma ora sono tornati a crescere in modo convincente e (pare) inarrestabile.

## FILIALI

### SEDE CENTRALE

piazza Matteotti, 23 - San Felice sul Panaro (MO) - Tel. 0535/89811

### BOLOGNA

via Borghese, 21/B - Bologna (BO) - Tel. 051/6199544

### CAMPOSANTO

via Baracca, 7 - Camposanto (MO) - Tel. 0535/87121

### CARPI

via Manzoni, 22 - Carpi (MO) - Tel. 059/650938

### GAVELLO

via Valli, 319 - Gavello (MO) - Tel. 0535/31361

### MANTOVA

via Gombrich, 2 - Mantova (MN) - Tel. 0376/355019

### MASSA FINALESE

piazza Caduti per la libertà, 1 - Massa Finalese (MO) - Tel. 0535/99131

### MIRANDOLA

viale V Martiri, 9 - Mirandola (MO) - Tel. 0535/611099

### MODENA

via Nonantolana, 351 - Modena (MO) - Tel. 059/251709

### MODENA B

strada Morane, 411 - Modena (MO) - Tel. 059/443140

### MODENA D

via Emilia Est, 339 - Modena (MO) - Tel. 059/370913

### MORTIZZUOLO

via Imperiale, 241 - Mortizzuolo - (MO) - Tel.0535/37321

### RAVARINO

via Roma, 139 - Ravarino (MO) - Tel. 059/900653

### REGGIO EMILIA

via dei Gonzaga, 18/A - Reggio Emilia (RE) - Tel. 0522/432443

### SERMIDE

via Roma, 12 - Sermide (MN) - Tel. 0386/960827

### VIGNOLA

via A. Plessi, 5, Angolo Via Gramsci - Vignola (MO) - Tel. 059/767056



**SANFELICE 1893**  
BANCA POPOLARE

### DIREZIONE GENERALE

Piazza Matteotti, 23 \_ tel. 0535 89811 \_ fax 0535 83112 \_ [www.sanfelice1893.it](http://www.sanfelice1893.it) \_ [info@sanfelice1893.it](mailto:info@sanfelice1893.it)