



SANFELICE 1893

MERCATI

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

FEBBRAIO 2023

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

Rallentamento globale 2023: prevista una "recessione" modesta ... necessaria e (forse) sufficiente.

Secondo L'EIU (TABELLA 1), l'area EURO, dopo un -6,4% nel 2020, è cresciuta nel 2021 del +5,3%. Nel 2022 crescerà del +3,1% ma rallenterà a 0 (era +0,5%) nel 2023; il 2024 è previsto a +1,7% (+1,6% secondo la Banca Mondiale, in TABELLA 2; era +1,80%). In USA il 2020 ha registrato una contrazione del -3,7%. Nel 2021 si è registrato un notevole +5,9% per poi scendere a +2,2% (+1,9% secondo Banca Mondiale; era +1,60%) nel 2022 e a +0,2% (o +0,5%; era +1,0%) nel 2023 e +1,6% (era +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 +3,8% (era +3,2%) nel 2022 e da un 2023 a +0,4% (era -0,20%). Nel 2024 l'Italia crescerà del +1,2% (era +1,30%) (fonte Banca d'Italia).

La TABELLA 1 (aggiornata a gennaio 2023) indica l'evoluzione della crescita e dell'inflazione fino al 2027. Il 2023 costituisce un minimo ciclico (crescita mondiale del +1,7%, dal +3,0% e +5,8% del 2022 e 2021). L'inflazione tocca il suo picco nel 2022 e rimane alta anche nel 2023, per poi ritornare progressivamente poco sopra il 3%. Per i paesi OCSE, dopo un +3,6% nel 2021 e un +9,0% (era +8,8%, si badi bene) nel 2022 - rimane a +5,4% (era +5,1%) nel 2023, per tendere progressivamente a 2% negli anni successivi.

La Francia, ha registrato un -8,2% del 2020, un +7% del 2021, e un +2,5% (era +2,5%) previsto 2022. Scende a livello -0,1% (era +0,70%) nel 2023, per tornare a +1,3% (era +1,60%) nel 2024. Per la Germania il 2020 si è chiuso a quota -4,9%. Nel 2021 la crescita è stata del +2,8%; nel '22 è prevista del +1,6% (era +1,5%). Nel 2023 si prevede un segno negativo: -0,60% (era -0,30%) e nel 2024 un +1,5%. La Cina è stato 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 +2,7% (era +3,2%) e +4,3% (era +4,4%). Il 2024 per la Cina è previsto a quota +5,0 (era +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 +6,9% (era +6,8%) e +6,6% (era +6,10%) nel 2022 e nel 2023. Nel 2024 ancora un +6,1% (era +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: -3,5% (era previsto -3,4%). Il 2023, secondo le previsioni, dovrebbe portarsi a -3,3% (era -2,3%). Secondo queste difficili previsioni, il 2024 tornerebbe positivo a +1,6% (era +1,5%).

Il Brasile registra nel 2020 un -4,1% ed è tornato a crescere del +4,6% nel 2021. Crescerà del +3,0% (era 2,8%) e +0,8% (era +1,0%) nei due anni successivi. Nel 2024: +2,0% (era +1,90% la previsione tre mesi or sono).

Il Regno Unito chiude il 2020 a -11%. Il 2021 ha registrato un +7,5%; seguirà, secondo le previsioni, un 2022 a +4,4% (era +3,6%) e un -1,1% (era +0,3%) nel 2023. Nel 2024: un modesto +0,9% (ma era +0,6%).

Ricordiamo che secondo l'aggiornamento dei dati FMI (ottobre 2022), 6 paesi (erano 5 su 58 censiti lo scorso trimestre) non

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Real GDP growth (PPP exchange rates)										
World	3.0	2.7	-2.8	6.3	3.4	3.4	3.3	3.3	3.3	3.2
OECD	2.4	2.3	-4.0	5.6	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.7
Non-OECD	4.7	3.0	-1.3	5.5	3.9	3.9	4.3	4.2	4.2	4.1
Real GDP growth (market exchange rates)										
World	3.0	2.3	-3.5	5.8	3.0	3.7	2.6	2.7	2.7	2.7
OECD	2.3	1.8	-4.4	5.4	2.7	3.4	2.7	2.9	2.9	2.9
Non-OECD	4.3	3.4	-1.9	5.5	3.5	3.8	4.1	4.0	3.9	3.9
North America	2.9	2.3	-3.0	5.9	2.2	3.2	2.8	2.9	2.9	2.9
Europe*	2.2	1.8	-5.6	5.6	2.6	3.4	2.9	2.9	2.9	2.9
Euro area	1.8	1.6	-6.4	5.3	2.1	3.0	2.7	2.7	2.7	2.7
Asia & Australia	4.5	3.1	-1.4	5.8	3.4	3.7	3.6	3.7	3.7	3.6
Latin America	3.8	3.7	-4.7	6.6	3.4	3.2	2.2	2.5	2.5	2.2
Middle East & North Africa	1.7	1.3	-3.4	4.3	5.5	3.0	3.1	3.1	3.1	3.1
Sub-Saharan Africa	2.6	2.3	-1.8	4.5	3.2	2.9	3.6	3.6	3.6	3.6
Inflation (av)										
World*	3.3	3.5	3.4	5.3	9.3	6.3	4.8	3.4	3.2	3.0
OECD	2.3	1.9	1.2	3.6	6.0	5.4	3.8	2.2	2.1	2.0
Non-OECD*	4.5	5.2	5.6	9.9	9.6	7.1	5.4	4.3	4.3	4.1

TABELLA 1 - (Fonte: Economist Intelligence Unit, 24 gennaio 2023)

	2022	2023	2024	2025	2026	2027
World						
World	-3.2	5.9	2.6	3.7	3.7	3.7
Advanced economies						
Advanced economies	-4.9	5.8	2.8	3.8	3.8	3.8
United States	-2.8	5.9	1.8	3.5	3.5	3.5
Euro area	-6.1	5.9	0.0	3.0	3.0	3.0
Japan	-4.2	4.2	1.2	3.0	3.0	3.0
Emerging market and developing economies						
Emerging market and developing economies	1.2	7.2	3.0	4.3	4.3	4.3
East Asia and Pacific	2.2	6.1	2.7	4.3	4.3	4.3
China	2.3	6.1	2.7	4.3	4.3	4.3
Indonesia	-0.1	3.7	3.2	4.8	4.8	4.8
Thailand	-6.2	5.8	3.4	3.6	3.7	3.7
Europe and Central Asia						
Europe and Central Asia	-1.7	6.7	3.0	3.1	3.1	3.1
Russian Federation	-9.7	4.8	-0.5	-0.5	1.8	1.8
Turkey	1.8	11.4	4.7	2.7	2.7	2.7
Poland	-0.0	8.8	4.4	3.7	3.7	3.7
Latin America and the Caribbean						
Latin America and the Caribbean	-6.2	6.8	3.6	1.9	2.4	2.4
Brazil	-4.1	5.9	3.0	1.6	2.0	2.0
Mexico	-6.0	4.7	2.6	3.9	3.9	3.9
Argentina	-9.9	10.4	5.2	2.6	2.6	2.6
Middle East and North Africa						
Middle East and North Africa	-3.6	3.7	3.7	3.5	3.7	3.7
Saudi Arabia	-4.1	3.2	3.9	3.7	3.7	3.7
South Asia						
South Asia	1.9	4.7	2.9	2.2	2.2	2.2
India	1.5	3.3	3.0	4.3	4.3	4.3
Sub-Saharan Africa						
Sub-Saharan Africa	-4.0	7.9	3.1	3.5	3.5	3.5
Kenya	-8.9	5.7	3.0	3.0	3.0	3.0
Pakistan*	-3.4	9.8	7.2	3.2	3.2	3.2
Sub-Saharan Africa	-3.0	4.3	3.4	3.6	3.6	3.6

TABELLA 2 - (Fonte: World Bank, Global Economic Prospects, gennaio 2023)



FIGURA 1



FIGURA 2

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. 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 e le restrizioni monetarie, 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 -5% nel 2020; è seguito un +10,8% nel 2021. Si proseguirà con un **+4,0%** (era +3,7%) e un **+1,4%** (era +2,5%) nel 2022 e 2023. Nel 2024 è previsto un +3,3% (era+3,6%).

I PMIs (Purchasing Managers Index) sono aggiornati a dicembre 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 **47,1** (era 49,3): **47,2** (era 49,6) il non manufacturing e **47,3** (era 50,1) il manufacturing. Per le economie emergenti, il livello del composito è a **50,1** (da 50,1): non manufacturing a 50,1 (era 50,7); manufacturing a **49,8** (era 49,4). 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 (8 dicembre 2022), la crescita economica mondiale è in ulteriore rallentamento: "Growth losing momentum" per tutti i paesi, fatta eccezione per il Giappone e per la Cina (stabile).

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 a dicembre 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 86,3 (era 94,4 dollari il trimestre precedente). Nell'ultimo anno la variazione è ora negativa del -2,2% (era a +13% nel trimestre precedente). Nell'ultimo mese è aumentato del +2,7% (fonte Economist, 24/1/2023).

La politica monetaria deve affrontare un dato di inflazione persistente, ma il calo è iniziato. La FED continua la riduzione del proprio bilancio, associata a tassi in aumento, anche se la fase più acuta dei rialzi è verso la fine.

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 e ha comunicato che a partire dagli inizi di marzo 2023, il portafoglio del Programma di acquisto di attività (PAA) sarà ridotto a un ritmo misurato e prevedibile, in quanto l'Eurosistema reinvestirà solo in



FIGURA 3



FIGURA 4

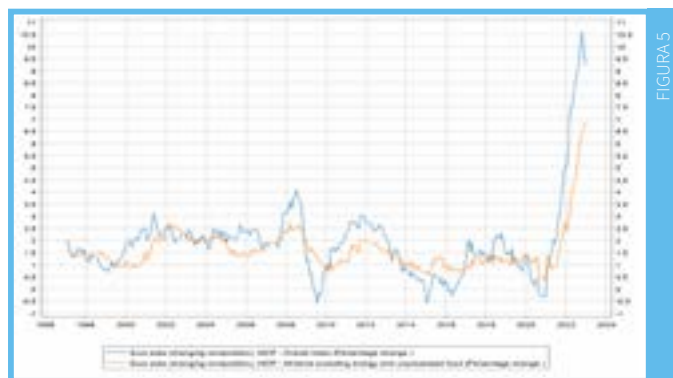


FIGURA 5



FIGURA 6

parte il capitale rimborsato sui titoli in scadenza. Ha aumentato di 50 punti base e di 75 punti base a luglio e a settembre; poi di altri 75 a novembre e di 50 a dicembre. 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 (terza settimana del 2023) è pari a 7,959 trilioni di euro (da 8,772 del trimestre precedente). La terza 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).

Le aspettative di inflazione migliorano: forse le Banche Centrali hanno fatto un piccolo miracolo.

"L'inflazione continua a essere di gran lunga troppo elevata e, secondo le proiezioni, si manterrebbe su un livello superiore all'obiettivo per un periodo di tempo troppo prolungato" (BCE, 15 dicembre 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) l'ascesa si è arrestata. L'inflazione totale (compresi cibo ed energia) in area EURO ha raggiunto il **+9,2%** (da +9,9% del trimestre precedente); quella core il **+6,9%** (da +6,0%).

Sono dati impressionanti, anche se in leggero miglioramento. 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 +6,9% di inflazione core, pur nell'ottica della simmetria rispetto al +2%, richiede alla BCE un delicato ulteriore intervento restrittivo. Le aspettative stanno però mutando progressivamente.

In FIGURA 4 è riportata l'inflazione USA (dati di settembre): **+6,5%** (da +8,2%) l'inflazione totale; **+5,7%** da +6,7% quella core. La FED ha ancora di fronte crescita robusta, disoccupazione bassa e inflazione molto alta, ma il rallentamento economico è una realtà. Ulteriori interventi sui tassi sono necessari e scontati dal mercato, ma la curva dei rendimenti segnala che la svolta è vicina. Per gli USA - peraltro - la guerra è lontana, anche economicamente.

FED e BCE combattono una battaglia simile ma non uguale. Hanno di fronte la sfida di una inflazione che va ridotta anche a costo di soffocare la crescita economica, forte in USA, ma appena iniziata e ancora necessaria in area EURO, teatro di guerra.



FIGURA 7



FIGURA 8

EVOLUZIONE TASSI A BREVE GOVERNATIVI AAA EURO

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI	15 MESI
12/01/22	-0,65%	-0,66%	-0,67%	-0,67%	-0,66%
12/04/22	-0,68%	-0,65%	-0,55%	-0,42%	-0,29%
12/07/22	-0,28%	-0,11%	-0,01%	0,09%	0,16%
12/10/22	0,76%	1,26%	1,53%	1,67%	1,74%
12/01/23	2,19%	2,46%	2,56%	2,59%	2,56%

TABELLA 3

EVOLUZIONE TASSI EURIBOR

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI
12/01/22	-0,563%	-0,529%	-0,502%	-0,475%
12/04/22	-0,433%	-0,320%	-0,158%	0,005%
12/07/22	-0,058%	-0,379%	0,653%	0,926%
12/10/22	1,363%	1,998%	2,329%	2,659%
12/01/23	2,288%	2,818%	3,072%	3,325%

TABELLA 4

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 +3,52% (era +4% lo scorso trimestre) e +1,19% (era +1,59%) - si attestano dunque al **+2,33%** (da +2,34%; dati al 27 gen-naio 2023).

Tassi di interesse EURO a breve termine: la curva suggerisce che presto il rialzo finirà.

Il futuro livello dei tassi di interesse governativi area EURO (così come quello degli altri paesi) è ancora 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 a 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 crescita ormai più lenta, per raggiungere il loro massimo a luglio 2023. 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. Lo spread tra tasso EURIBOR e AAA a tre mesi si è ridotto allo 0,09% del 12/1/2023 dallo 0,60% del 12 ottobre 2022 (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. Il "debito comune" si afferma prudentemente: dopo la crisi pandemica, quella energetica potrebbe spingere di nuovo in questa direzione, anche in risposta alle azioni di intervento "protezionistico" del governo USA. 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, del rialzo dei tassi sul valore degli attivi e della seppur blanda recessione.

Tassi EURO lungo termine: la curva si inverte. In tassi si fermano ... è ancora presto?

In questo trimestre la curva dei tassi EURO (governativi AAA) ha registrato un tipico movimento di incrocio sulla curva del trimestre precedente: si tratta di un segnale di rallentamento economico e di previsioni in mutamento sul fronte dei tassi a breve. I dati di inflazione (soprattutto core) non sono molto incoraggianti, ma, se includiamo l'energia, l'inflazione sembra aver toccato i massimi. L'aspetto della curva è dunque mutato. I tassi sono crescenti

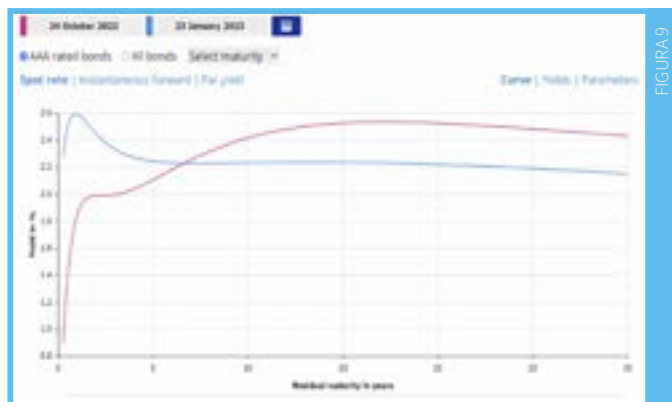


FIGURA 9



FIGURA 10



FIGURA 11

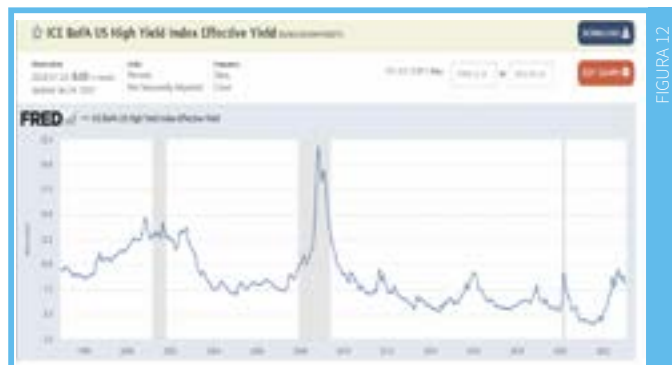


FIGURA 12

all'origine, toccano il 2,6% e poi scendono, appiattendosi sul 2,2% (lo scorso trimestre arrivavano al 2,5%). La politica dei tassi reali negativi continua, considerando le aspettative di inflazione.

Anche i tassi USA, rispetto al trimestre precedente, mostrano il tipico incrocio, sia pure su livelli più alti. Il mercato prevede tassi in salita, ma ormai quasi "arrivati".

I tassi a 10 anni in Germania sono ormai superiori al 2% ma si sono fermati (+2,20%; erano a +2,36% lo scorso trimestre) e sono più alti dei tassi giapponesi: +0,18% (era +0,24%). Il tasso italiano 10 anni si attesta a quota +4,098% (era +4,675%), quello USA è a livello +3,519% (era +4,005%) (fonte Refinitiv Eikon, 27/01/2023).

Lo «spettro» dei rendimenti (dal 3 mesi ai 30 anni, FIGURA 10) mostra una curva che torna a "raggrupparsi", con i tassi più lunghi che si mescolano a quelli più brevi. La "riemersione" dei tassi EURO – almeno in termini nominali – è avvenuta e non si torna indietro. Un'aspettativa di (blanda) recessione ha fermato la crescita convinta; la Banca Centrale potrebbe riaccenderla, soprattutto riducendo il proprio attivo a suon di vendite di titoli di stato. Ha annunciato l'inizio di questa azione di "normalizzazione" per primavera. Ma non sarà aggressiva.

In questo contesto, l'aumento dei tassi AAA, iniziato sei mesi addietro, ha raggiunto il suo limite. 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 sono più tranquilli.

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



FIGURA 13

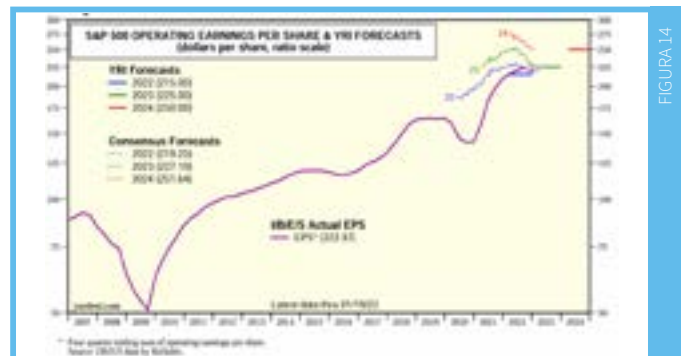


FIGURA 14



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 13/01/23	SPREAD 13/01/23	SPREAD 14/10/22	Variazione SPREAD
Germania	71,1	59,7	1,5	-0,3	-2,5	2,13	0	0	
Olanda	48,3	48,1	4,5	0,8	-1,3	2,42	0,29	0,26	0,04
Francia	111,8	118,5	2,5	0,7	-5,6	2,61	0,49	0,53	-0,04
Austria	78,5	71,6	4,7	1	-1,6	2,76	0,63	0,72	-0,09
Belgio	103,9	115,1	2,4	0,4	-4,8	2,72	0,59	0,65	-0,06
Italia	147,2	142,5	3,2	-0,2	-3,9	4,01	1,89	2,32	-0,43
Spagna	113,6	109,6	4,3	1,2	-4,4	3,17	1,04	1,16	-0,12
Irlanda	47	31,3	9	4	0,5	2,56	0,43	0,53	-0,10
Portogallo	114,7	97	6,2	0,7	-1,4	3,00	0,87	0,95	-0,08
Grecia	177,6	149,9	5,2	1,8	-1,9	4,34	2,22	3,03	-0,81
USA	122,1	134,9	1,6	1	-5,7	3,51	1,39	1,65	-0,26
Giappone	263,9	263,4	1,7	1,6	-3,6	0,42	-1,71	-2,12	0,41
UK	87	68	3,6	0,3	-2,3	3,37	1,24	1,96	-0,72

Fonte FMI (OCT 2022)

Fonte Datastream

TABELLA 5

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, ma la narrativa in questa direzione si rafforza.

La tabella «condizioni di solvibilità» (TABELLA 5) accoglie alcuni dati macroeconomici previsionali (fonte FMI ottobre 2022) 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 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 una diminuzione significativa (considerando il periodo) a **189 bp** (da 232 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 **139 bp** (era 137 bp lo scorso trimestre) con una deviazione standard di **106 bp** (era 107 bp). Siamo dunque a **0,47** (era 0,88) deviazioni standard (nella "norma" potremmo dire). Lo spread attuale è inferiore solo a quello della Grecia (**222 bp** da 303 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. L'evoluzione di questa sfida è da seguire con estrema (e preoccupata) attenzione. Abbiamo di fronte le scelte sul fronte energetico e una crescita modesta: 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 tre crisi (pandemia, guerra, energia) 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. La BCE rimarrà sempre più neutrale su questo fronte, pronta ad agire solo in caso di effettiva emergenza.

Il rischio di credito e gli spread sulle obbligazioni corporate: anche gli spread corporate si sono stabilizzati.

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 trentatré mesi addietro. Al 19/4/2021 lo spread sui governativi



FIGURA 16



FIGURA 17



FIGURA 18



FIGURA 19

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 ed era a livello 525 ad ottobre (13/10/2022). Oggi si è ridotto a 427 (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 all'**8%** (era 9,50% il trimestre precedente).

Ai livelli di tasso complessivo attuale, questa asset class continua ad essere interessante.

I mercati azionari vedono normalizzazione monetaria e reale. Il ciclo economico è tornato.

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. 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 (rivista al ribasso): **+5,1%** (era +7,1%) fino a **219,25** dollari per azione (erano 223,34 dollari). Nel 2023 arriveremo (secondo le previsioni) a **227,19** dollari, su di un modesto **+3,6%** (erano 240,97 dollari, ossia +7,9%). Le previsioni di Yardeni Research sono peggiori: 215 e **225** (era 235, ossia +3,1% e **+4,7%** da +9,3%) 2022 e 2023 (primo e secondo trimestre 2023, crescita negativa). Quanto al 2024, gli utili arriveranno a **251,64** (250 secondo Yardeni), registrando dunque un **+10,8%** (+11,1%).

In FIGURA 14 la linea rossa rappresenta l'andamento degli utili per azione S&P500 effettivi dal 2007 (fonte Yardeni Research, aggiornamento fine 19 gennaio 2023). Le linee tratteggiate rappresentano l'andamento delle previsioni degli analisti (consensus) per 2022, 2023 e 2024. Vediamo le revisioni al rialzo ed i risultati acquisiti del terzo trimestre 2022 (Q3 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. Guerra, energia e inflazione hanno finalmente convinto gli analisti 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 si è ridotto (per effetto del rimborso dei rifinanziamenti bancari). 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, che ora, però, devono trovare la loro strada. 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 in ripresa, mentre gli utili attesi a 12 mesi sono stati ulteriormente rivisti al ribasso. Il resto è aritmetico. Il mercato più "caro" rimane quello USA (17,6 contro 16,5 del trimestre precedente); il più "economico" (escludendo lo UK) è l'indice dei paesi emergenti (12,1 da 10,5). Il PE è funzione di tre elementi: il tasso privo di rischio (stabile), il premio per il rischio (in diminuzione, quindi PE più alto) e la crescita degli utili (rivista al ribasso, quindi PE più basso). Gli utili "scontati" in questo momento sono ancora buoni (recessione blanda). Una visione nella quale l'ottimismo di una rapida chiusura "economica" della guerra si rafforza, chiusa (almeno nella percezione) la vicenda pandemica. I mercati sono sempre più legati all'avveramento delle "profezie" ed ogni dubbio si traduce in volatilità (in diminuzione). L'inflazione è una realtà (probabilmente) sotto controllo, i tassi sono saliti (forse abbastanza) e i mercati hanno già 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 12,5 (era 10,7 tre mesi addietro), dunque sulla linea dello "angelo azzurro" che moltiplica per 12 gli utili attesi. Gli utili hanno cessato la crescita e mostrano (quanto meno) una stabilità.

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 ora sopra 12 (era 11 tre mesi or sono), gli utili sono ancora superiori al livello del 2007, ma i mercati sono appena più "alti". Gli utili (previsti) sono stati (finalmente) rivisti al ribasso, ma senza drammi.

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 _ info@sanfelice1893.it