



DICEMBRE 2023

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

Il rallentamento globale 2023 procede molto lentamente.

La TABELLA 1 e la TABELLA 2 rappresentano in forma grafica le ultime previsioni OCSE. L'area EURO, dopo un -6,4% nel 2020, è cresciuta nel 2021 del +5,3%. Nel 2022 è cresciuta del +3,1%. Rallenterà a **+0,6%** (era +0,9%) nel 2023; il 2024 è previsto a **+1,1%** (era +1,5%). 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% nel 2022 e a **+2,2%** (era +1,6%) nel 2023 e **+1,3%** (era +1,0%) 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 +3,7% nel 2022 e da un 2023 a **+0,8%** (era +1,2%). Nel 2024 l'Italia crescerà di un modesto **+0,8%** (ma era +1%). Secondo Banca d'Italia la crescita 2024 sarà del **+0,8%** (era +0,9%). La TABELLA 2 (aggiornata a settembre 2023) indica l'evoluzione dell'inflazione fino al 2024. L'inflazione in area EURO tocca il suo picco nel 2022 (+8,9%) e rimane alta anche nel 2023 (+5,52%), per poi ritornare progressivamente intorno al 3% (+2,96%). La Francia ha registrato dati di crescita del -8,2% del 2020, un +7% del 2021, e un +2,6% nel 2022. Scende a livello **+1%** (era +0,8%) nel 2023, per tornare a **+1,2%** (+1,3%) nel 2024. Per la Germania il 2020 si chiude a quota negativa -4,9%. Nel 2021 la crescita è stata del +2,8%; nel '22 è stata del +1,8%. Nel 2023 si prevede una crescita **-0,20%** (era 0%) e nel 2024 un **+0,9%** (era +1,3%). 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 si è chiuso a +3% e il 2023 sarà positivo (ovviamente) ed in evidente rafforzamento, a quota **+5,1%** (era +5,4%). Il 2024 per la Cina è previsto a quota **+4,6%** (era +5,1%). Per l'India il 2020 è stato invece brutale: -8%; è stato seguito però da un 2021 a +8,9% e successivamente con un +6,8% nel 2022. **+6,30%** (era +6%) nel 2023. Nel 2024 ancora un **+6%** (era +7%). Per la Russia 2020 la contrazione è stata del -3,1%. È seguito un 2021 a +4,7%. Ovviamente il 2022 ha risentito direttamente della guerra: -2,1%. Il 2023, secondo le previsioni, dovrebbe rimanere negativo **+0,80** (era -1,5%). Secondo queste (onestamente) difficili (e dubbie) previsioni, il 2024 rimarrebbe **+0,90** (era -0,4%). Il Brasile registra nel 2020 un -4,1% ed è tornato a crescere del +4,6% nel 2021. È cresciuto e crescerà del +2,9% e **+3,20%** (era +1,7%) nei due anni successivi. Nel 2024: **+1,7%** (era +1,2% la previsione tre mesi or sono). Il Regno Unito chiude il 2020 a -11%. Il 2021 ha registrato un +7,5%; segue un 2022 a +4,0 e un **+0,3%** (era negativo a -0,3%) nel 2023. Nel 2024: un modesto **+0,80%** (era + 1%). Secondo l'aggiornamento dei dati FMI (ottobre 2023), solo 2 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, si tratta di Ucraina e Venezuela. Il nostro Paese chiuderebbe con un **+1,68%** (dato stabile). L'area EURO presenta – secondo queste previsioni – una crescita cumulata del **+3,15%** (era +3,25%); gli USA del **+7,30%** (era +6,78%). Considerando anche quanto previsto per il 2024, Venezuela e Ucraina non riuscirebbero a recuperare i livelli pre-pandemia. A livello globale, la crescita cumulata 2020 – 2023 risulterebbe del **+10,15%** (era +9,83%) e

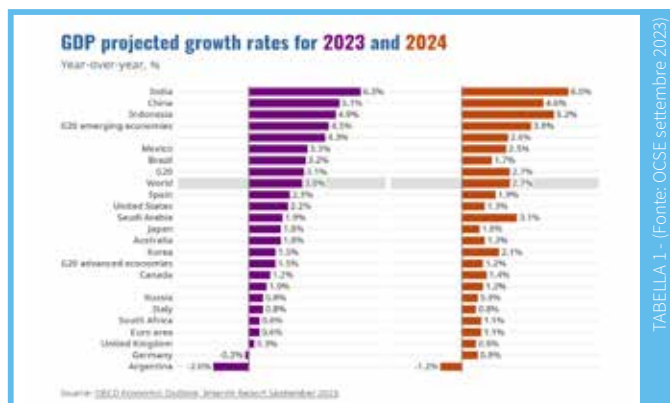


TABELLA 1 - (Fonte: OCSE settembre 2023)

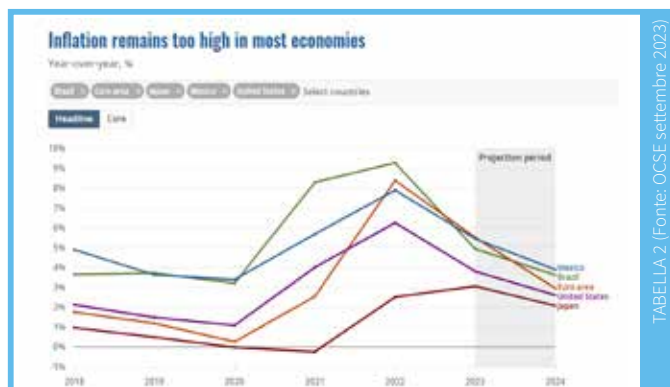
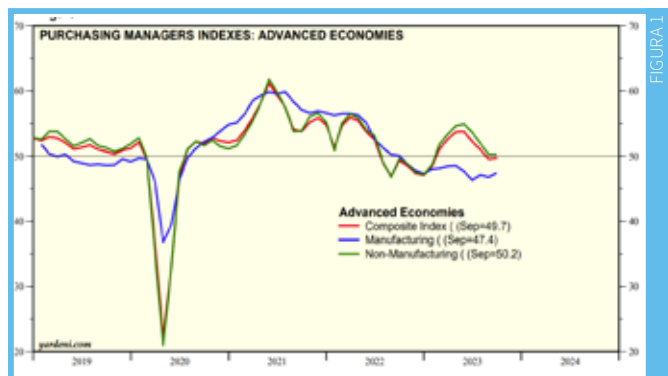


TABELLA 2 (Fonte: OCSE settembre 2023)

quella 2020 – 2024 del **+13,34%** (era +13,12%). Detto in altri termini, la fase di recupero dai minimi rimane inalterata, nonostante la guerra e le restrizioni monetarie, almeno secondo le previsioni. Si è aggiunto (purtroppo) un nuovo conflitto ma non si registrano impatti negativi a livello economico globale (almeno nelle previsioni). I PMIs (Purchasing Managers Index) sono aggiornati a settembre e segnalano un rallentamento della crescita, sia per le economie emergenti, sia per quelle avanzate (FIGURE 1 e 2). Per queste ultime, infatti, l'indice composito è a **49,7** (era 52,2): **50,2** (era 53,5) il non manufacturing e 47,4 (era 46,3) il manufacturing. Per le economie emergenti, il livello del composito è a 52 (da 53,6): non manufacturing a **51,9** (era 54,7); manufacturing a **50,9** (era 51,1). I valori sono contrastanti (sopra e sotto 50), quasi tutti in diminuzione, rafforzando l'idea di un modesto rallentamento. Intanto, secondo i Leading Indicator dell'OCSE (settembre 2023), la decrescita economica del G20 ha rallentato, segnalando un minimo alle spalle. Germania, Spagna e Italia, dopo sembrano aver superato il minimo ciclico, con qualche lieve segnale positivo. La Cina è in ulteriore recupero dal minimo, mentre l'India (che è cresciuta bene) non sembra dare segnali positivi. 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 settembre segnala ancora espansione in corso. Guerra, inflazione e politiche monetarie non sembrano al momento interrompere questa nuova fase espansiva. Ma, se questo vale per l'indicatore "coincidente", quello "leading" segnala chiaramente un rallentamento economico. 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 continuano a temere la recessione e si è aggiunto un nuovo scenario di crisi, che potrebbe avere impatto sul prezzo del petrolio. Il Brent si trova ora in area **88,2** (era 79,60 dollari il trimestre precedente). Nell'ultimo anno la variazione è ancora negativa pari al del **-5,7%** (era a -25,9% nel trimestre precedente). Nell'ultimo mese è in diminuzione del -6,2% (fonte Economist, 24/10/2023). La politica monetaria continua ad affrontare un dato di inflazione elevato, ma il lento calo prosegue. La FED continua la riduzione del proprio bilancio, associata a tassi in aumento. La fase più acuta dei rialzi sembra però finita e le ultime mosse sono di "attesa". 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 parte il capitale rimborsato sui titoli in scadenza. Ha aumentato di 50 punti base e di 75 punti base a luglio e a settembre 2022; poi di altri 75 a novembre e di 50 a dicembre 2022. Nel 2023 i rialzi non si sono fermati: 50 punti base a febbraio e 50 punti base a marzo; poi 25 + 25 a maggio e giugno. Ancora 25 + 25 ad agosto e settembre, dieci rialzi consecutivi. Poi, finalmente (26 ottobre 2023), una pausa. 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 (quarantunesima settimana del 2023) è pari a 7,057 trilioni di euro (da 7,205 del trimestre precedente). La sesta riduzione trimestrale da inizio 2022. La politica fiscale in USA inizia ad essere leggermente più attenta. Più attenzione in area EURO, almeno per la parte ordinaria. 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. E le preoccupazioni aumentano con il rialzo dei tassi. Secondo gli ultimi dati FMI (ottobre 2023), tra i grandi paesi con il più alto deficit/PIL 2023 ci sono (in verde le previsioni migliorate, in rosso quelle che sono peggiorate): India (**-8,8%**); Stati Uniti (**-8,2%**); Brasile (**-7,1%**); Cina (**-7,1%**); Giappone (**-5,6%**); Italia (**-5%**); Francia (**-4,9%**); Belgio (**-4,9%**); Regno Unito (**-4,5%**); Spagna (**-3,9%**); Russia (**-3,7%**); Germania (**-2,9%**) Media area EURO: **-3,4%**. Secondo il FMI (ottobre 2023), il rapporto debito/PIL 2023 sarà pari a **255%** in Giappone; **168%** in Grecia; **143,7%** in Italia. Rispettivamente, nel 2028 arriveremo a **252,8%**, **145,3%** e **140,10%**. Gli Stati Uniti giungeranno al **137,5%** del 2028 dal **123,30%** del 2023 (in verde le previsioni migliorate, in rosso quelle che sono peggiorate).



Continua il progressivo declino dell'inflazione, ma alcune economie sono ancora troppo forti.

“Ci si attende tuttora che l'inflazione resti troppo elevata per un periodo di tempo troppo prolungato; inoltre perdurano le forti pressioni interne sui prezzi (...) l'inflazione ha registrato un netto calo a settembre, ascrivibile anche ai forti effetti base, e gran parte delle misure dell'inflazione di fondo ha continuato a diminuire. I passati aumenti dei tassi di interesse decisi dal Consiglio direttivo seguitano a trasmettersi con vigore alle condizioni di finanziamento, frenando in misura crescente la domanda e contribuendo pertanto alla riduzione dell'inflazione” (BCE, 26 ottobre 2023). L'inflazione continua a preoccupare: in calo quella totale (che rimane comunque alta), la “core” (senza componenti volatili) resiste. La domanda post-pandemica, nonostante il rialzo dei tassi, rimane forte, in tutto il mondo. Gli indicatori di tendenza segnalano un lento rallentamento. Sia in USA (FIGURA 4), sia in area

EURO (FIGURA 5) l'ascesa si è arrestata ed è oggettivamente iniziata la discesa. L'inflazione totale (compresi cibo ed energia) in area EURO ha raggiunto il **+4,3%** (da +5,5% del trimestre precedente); quella core il **+4,5%** (da +6,8%). Sono dati in miglioramento, non c'è dubbio. I prezzi dell'energia sono i principali responsabili (nel bene nel male), ma l'aumento del livello dei prezzi (alimentato da una forte domanda e dalle aspettative) si è ormai ampiamente diffuso. Il +4,5% di inflazione core, sembra aver convinto la BCE ad evitare ulteriori interventi restrittivi, anche se si tratta di un livello ancora troppo alto. In FIGURA 4 è riportata l'inflazione USA (dati di settembre): **+3,7%** (da +3%) l'inflazione totale, un dato poco incoraggiante; **+4,1%** da +4,8% quella core. La FED ha ancora di fronte crescita robusta, disoccupazione bassa e inflazione alta, ma il rallentamento economico, sia pur modesto, è una realtà. Più decisa l'azione FED, più sensibile ai tassi la sua economia. Anche la FED si è presa una pausa e la curva dei rendimenti si è prontamente irripidita. Per gli USA – peraltro – la guerra è lontana, anche economicamente. Le crisi bancarie (e assicurative) hanno mostrato gli effetti collaterali di tassi fatti salire molto, molto in fretta e in ritardo. FED e BCE stanno combattendo 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, più forte in USA; appena iniziata e ancora necessaria in area EURO, più vicina al 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 **+4,84%** (era +3,85% lo scorso trimestre) e **+2,42%** (era +1,50%) - si attestano dunque al **+2,42%** (da +2,22%; dati al 27 ottobre 2023).

Tassi di interesse EURO a breve termine. I tassi sembrano saliti abbastanza.

Il livello dei tassi di interesse governativi area EURO (così come quello degli altri paesi) sembra arrivato ai massimi, considerando alcuni effetti positivi sull'inflazione. I tassi reali a 3 mesi sono ancora negativi in area euro, ma comunque in deciso aumento. La politica del tasso reale negativo (che ha seguito quella del tasso nominale negativo) sembra che stia volgendo al termine, soprattutto grazie alla diminuzione dell'inflazione. 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 sono stati negativi dall'11 giugno 2014 (con un minimo a livello -0,91%) ad aprile 2022. Con l'inflazione ai livelli attuali, i tassi reali sono ancora negativi, ma, come si diceva, presto dovrebbero tornare positivi. Il mercato si comporta come se i futuri tassi a tre mesi nei prossimi 12 mesi fossero destinati ad una diminuzione, avendo già raggiunto il loro massimo. I rendimenti a tre mesi impliciti (forward rate) sono riassunti in FIGURA 7. In questo contesto, i tassi EURIBOR sono ancora cresciuti. Il rischio banche (rappresentato dallo spread EURIBOR – AAA) 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 leggermente dallo 0,29% del 18 luglio 2023 allo 0,28% del 19 ottobre (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 (i cui prezzi sono in deciso calo per l'aumento dei tassi). Il tasso EURIBOR dovrebbe funzionare meglio, quale unico tasso interbancario. Se gli euro

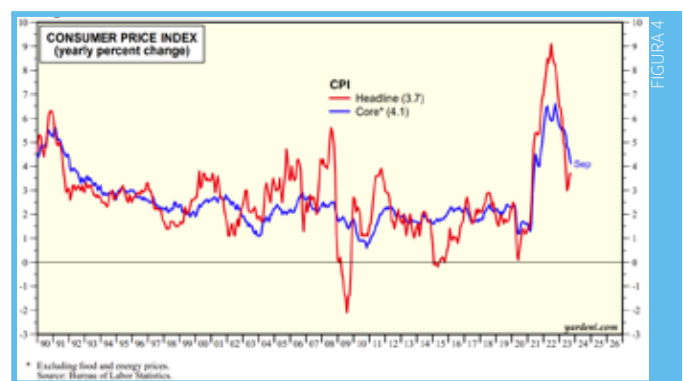


FIGURA 4

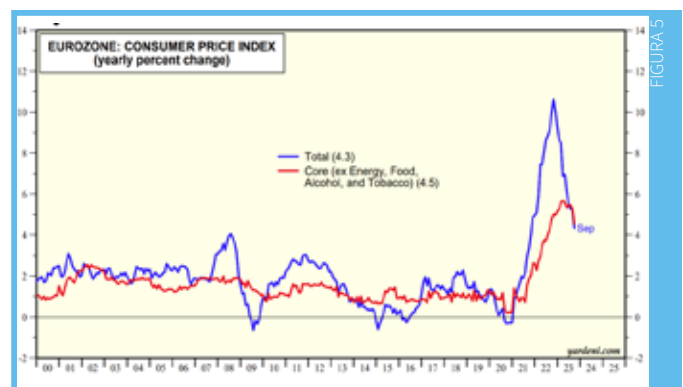


FIGURA 5

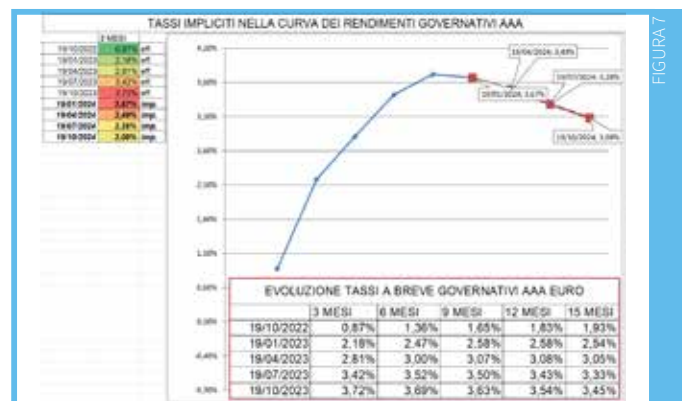


FIGURA 7

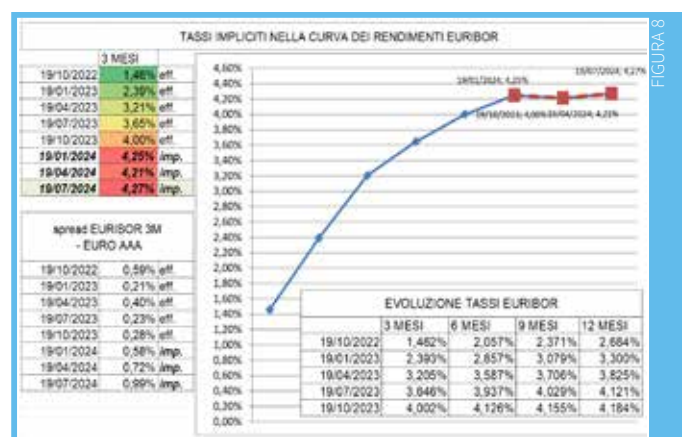


FIGURA 8

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. Ma ora il margine di interesse aiuta.

Tassi EURO lungo termine: la curva è sempre invertita, con pendenza in aumento.

In questo trimestre la curva dei tassi EURO (governativi AAA) ha registrato un rialzo sul tratto breve, stabilità fino a 3 anni e una crescita significativa (mezzo punto) nel tratto medio-lungo. È tutta decrescente fino a 5 anni (tassi previsti in diminuzione), ma torna a crescere dai 5 anni in avanti. Non è dunque di facile interpretazione. La pendenza, misurata dal differenziale 10 anni – 3 mesi è aumentata, forse anticipando minor rallentamento economico e più alta inflazione. I tassi sono ora decrescenti, partendo dal 3,77% a tre mesi, per giungere al minimo di 2,75% a 5 anni. A 10 anni giungono al 2,90%. Il massimo nel lungo termine è a quota 3,16% a 24 anni. Il mercato continua ad esprimere tassi reali negativi, considerando i dati attuali di inflazione. Anche i tassi USA, rispetto al trimestre precedente, si sono mossi in direzione del tutto analoga a quelli EURO, ma con rialzi superiori al punto percentuale nel tratto medio lungo. Valgono le stesse considerazioni, dunque. I tassi a 10 anni in Germania sono ormai superiori al 2% ma ancora inferiori al 3% (+2,851%; erano +2,461% lo scorso trimestre) e sono più alti dei tassi giapponesi: +0,813% (era +0,452%). Il tasso italiano 10 anni si attesta a quota +4,783% (era +3,981%), quello USA è a livello +3,845% (era +4,912%) (fonte Refinitiv Eikon, 20/10/2023). Lo «spettro» dei rendimenti (dal 3 mesi al 30 anni, zzzz0) mostra una curva invertita che non riesce a “raggrupparsi”, compresa tra il 2,9% e il 3,7%. La “riemersione” dei tassi EURO – almeno in termini nominali – è avvenuta e non si torna indietro. Un’aspettativa di più decisa recessione potrebbe fermare la crescita dei tassi a lungo che si è registrata; la Banca Centrale potrebbe accentuarla, soprattutto riducendo il proprio attivo a suon di vendite di titoli di stato. Ha iniziato questa azione di “normalizzazione” dalla primavera. Ma non (può essere) aggressiva. In questo contesto, l’aumento dei tassi AAA, iniziato dodici mesi addietro, può aver raggiunto il suo limite. Si conferma però anche il mantenimento di tassi reali negativi, che lasciano “espansiva” la manovra monetaria e stimolano gli investimenti; stimolo controbilanciato da un contesto così difficile ed incerto.

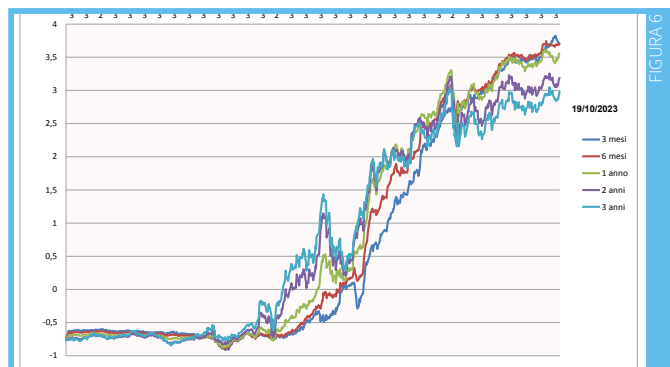


FIGURA 6

EVOLUZIONE TASSI A BREVE GOVERNATIVI AAA EURO

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI	15 MESI
19/10/2022	0,87%	1,36%	1,65%	1,83%	1,93%
19/01/2023	2,18%	2,47%	2,58%	2,58%	2,54%
19/04/2023	2,81%	3,00%	3,07%	3,08%	3,05%
19/07/2023	3,42%	3,52%	3,50%	3,43%	3,33%
19/10/2023	3,72%	3,69%	3,63%	3,54%	3,45%

TABELLA 3

EVOLUZIONE TASSI EURIBOR

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI
19/10/2022	1,462%	2,057%	2,371%	2,684%
19/01/2023	2,393%	2,857%	3,079%	3,300%
19/04/2023	3,205%	3,587%	3,706%	3,825%
19/07/2023	3,646%	3,937%	4,029%	4,121%
19/10/2023	4,002%	4,126%	4,155%	4,184%

TABELLA 4

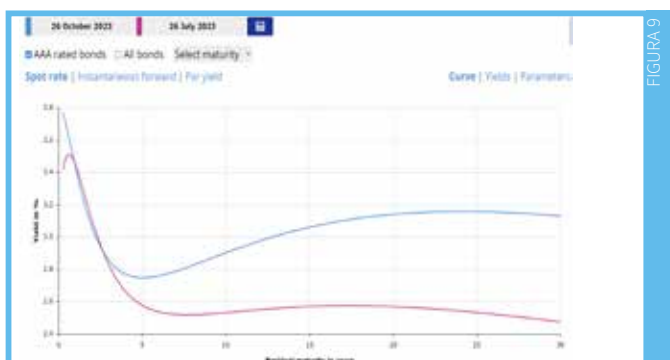


FIGURA 9

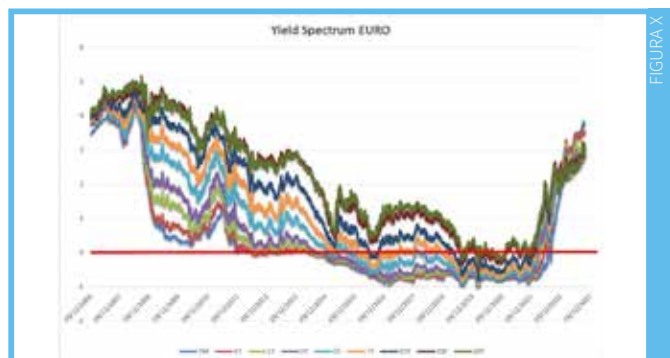


FIGURA X

I tassi di interesse nei diversi Paesi dell'area EURO: gli spread denotano qualche nervosismo.

L'evoluzione dei tassi di interesse nei diversi paesi EURO - tutti impegnati sul contenimento di un deficit e di un debito post-pandemico, che risente degli interventi per far fronte alle conseguenze economiche di breve periodo della guerra e al contestuale 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. Si è aggiunto a questo scenario il peso del servizio del debito, causato dai rialzi dei tassi di interesse. La tabella «condizioni di solvibilità» (TABELLA 5) accoglie alcuni dati macroeconomici previsionali (fonte FMI ottobre 2023) e l'andamento degli spread rispetto alla Germania. 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 un rallentamento economico nel 2023, collocano l'Italia prima di Germania, Austria, Olanda; nel 2024 il +0,7% italiano è un dato modesto (il peggiore tra i paesi in tabella se escludiamo UK). 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 aumento a **193 bp** (da 153 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 **145 bp** (era 143 bp lo scorso trimestre) con una deviazione standard di **104 bp** (era 105 bp). Siamo dunque a **0,46** (era 0,10) deviazioni standard (nella "norma" potremmo dire). Lo spread attuale è inferiore solo a quello della Grecia (**206 bp** da 249 bp). Secondo le previsioni FMI (ottobre 2023), 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 il dato era un 147,7% che diventerà **143,70** nel 2023 (secondo le

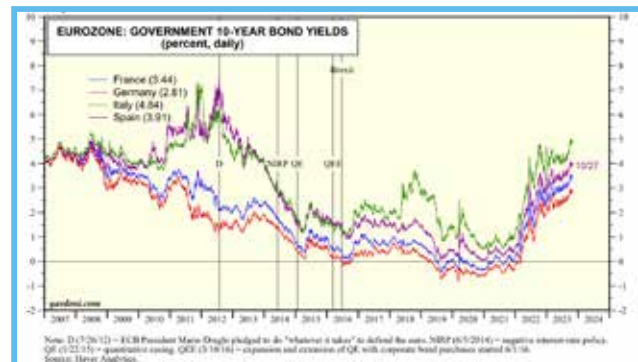


FIGURA 11



FIGURA 13



FIGURA 12

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

	Debito PIL 2023	Debito PIL 2028	Crescita PIL 2023	Crescita PIL 2024	Deficit PIL 2023	Tassi a 10 anni 20/10/2023	SPREAD 20/10/2023	SPREAD 20/07/2023	Variazione SPREAD
Germania	65,90	57,50	-0,5	0,9	-2,9	2,85	0,00	0,00	
Olanda	49,50	50,30	0,6	1,1	-2,1	3,25	0,40	0,36	0,04
Francia	110,00	110,80	1,0	1,3	-4,9	3,42	0,57	0,52	0,04
Austria	74,80	68,20	0,1	0,8	-2,4	3,53	0,68	0,66	0,02
Belgio	106,00	115,90	1,0	0,9	-4,9	3,55	0,70	0,68	0,01
Italia	143,70	140,10	0,7	0,7	-5,0	4,78	1,93	1,53	0,40
Spagna	107,30	103,80	2,5	1,7	-3,9	3,95	1,10	0,98	0,12
Irlanda	42,70	29,50	2,0	3,3	1,7	3,30	0,45	0,42	0,03
Portogallo	108,30	89,70	2,3	1,5	-0,2	3,51	0,66	0,66	0,00
Grecia	168,00	145,30	2,5	2,0	-1,6	4,91	2,06	2,49	-0,44
USA	123,30	137,50	2,1	1,5	-8,2	4,91	2,06	1,40	0,67
Giappone	255,20	152,80	2,0	1,0	-5,6	0,81	-2,04	-2,00	-0,04
UK	104,10	108,20	0,5	0,6	-4,5	4,66	1,80	1,82	-0,02

Fonte FMI (OCT 2022)

Fonte Datastream

TABELLA 5

previsioni) e nel 2028 è previsto raggiungere il **140,1%**. Il deficit/PIL 2023 per l'Italia si attesterebbe, secondo le previsioni, ad un livello **-5%** (era -3,7%) (meglio solo di Stati Uniti e Giappone; 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 e nuova 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. 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: su livelli medio-bassi.

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 e la crisi Israeleo-palestinese, 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 quarantadue 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 prima. A luglio è salito a 553 bp ed era a livello 525 ad ottobre (13/10/2022). Oggi si è in aumento a **450** da 389 di tre mesi or sono (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 **9,38%** (era 8,04% il trimestre precedente). Ai livelli di tasso complessivo attuale, questa asset class continua ad essere interessante.

I mercati azionari sono in affanno, nonostante le buone previsioni sugli utili.

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



FIGURA 14



FIGURA 15

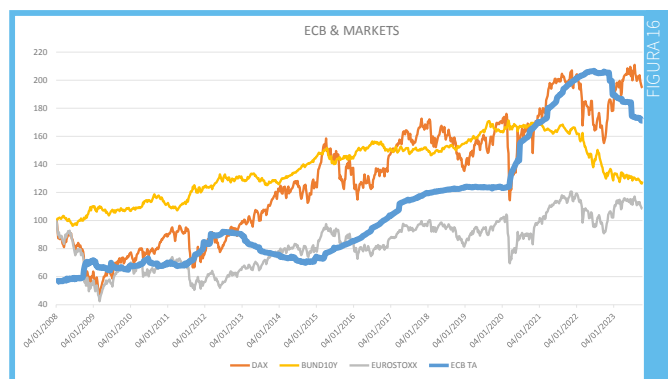


FIGURA 16

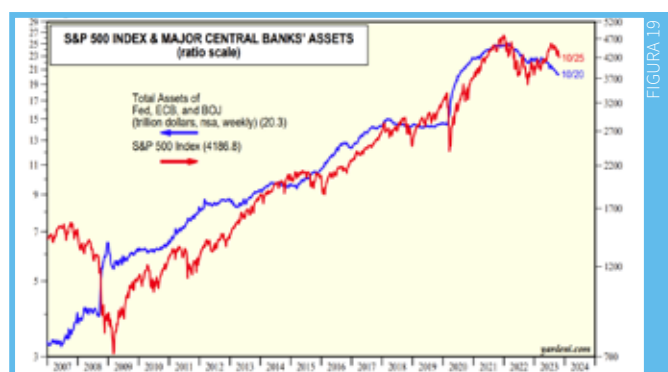
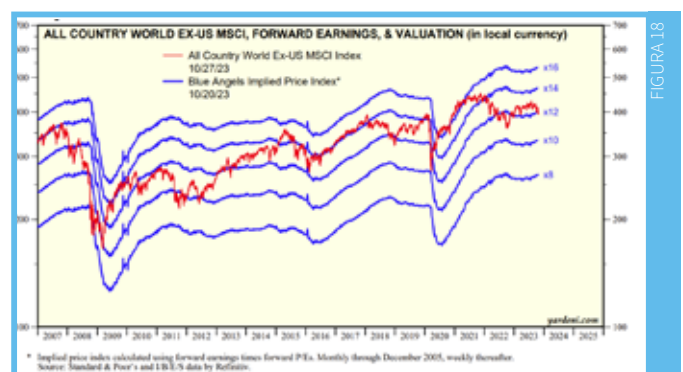


FIGURA 19

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 (la previsione era +47,4% a 205,98 dollari), che ha superato di slancio il livello 2019. Per il 2022 (dati effettivi) nuova crescita: +4,6% a 218,09 dollari per azione. Nel 2023 arriveremo (secondo le previsioni) a **219,74** (era 217,28 dollari la previsione di tre mesi addietro), in aumento di **+0,8%** (era -0,4%). Le previsioni di Yardeni Research sono migliori per il 2023: 225 (era 225, ossia **+3,2%** stabile). Si noti un primo e secondo trimestre 2023 con crescita negativa, dopo una diminuzione degli utili anche nel quarto trimestre del 2022. Quanto al 2024, gli utili arriveranno a **246,91** (era 244,74 tre mesi fa) (250 secondo Yardeni), registrando dunque un **+12,4%** (era +12,6%) Secondo Yardeni: +11,1%. Per il 2025 le prime previsioni di consenso sono **+12,1%** (era +11,8%) a **276,8** (era 273,51) dollari. In FIGURA 14 la linea rossa rappresenta l'andamento degli utili per azione S&P500 effettivi dal 2007 (fonte Yardeni Research, aggiornamento al 19 ottobre 2023). Le linee tratteggiate rappresentano l'andamento delle previsioni degli analisti (consensus) per 2023, 2024 e 2025. Vediamo le revisioni al ribasso ed i risultati acquisiti del secondo trimestre 2023 (Q2 nel grafico). Vengono inoltre riportate le 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 avevano convinto gli analisti ad una riduzione delle previsioni (che il mercato aveva anticipato). Il minimo sembra ora alle spalle, con previsioni 2024 e 2025 in miglioramento. 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, stanno trovando la loro strada nel nuovo contesto di normalizzazione. 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 questo caso, però, si osserva una interessante "divergenza". Un segnale positivo. 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 una fase difficile, mentre gli utili attesi a 12 mesi sono migliorati. Il resto è aritmetico. Il mercato più "caro" rimane quello USA (18,3 contro 19,8 del trimestre precedente); il più "economico" (escludendo lo UK) è l'indice dei paesi emergenti (11,5 dal 12,1 del trimestre precedente). Il PE è funzione di tre elementi: il tasso privo di rischio (aumentato), il premio per il rischio (di nuovo in aumento, quindi PE più basso) e la crescita degli utili (rivista al rialzo, quindi PE più alto). Gli utili "scontati" in questo momento sono ancora

buoni (e in miglioramento dai minimi). Una visione nella quale occorre adesso inserire l'incertezza del nuovo scenario di guerra. I mercati sono sempre più legati all'avveramento delle "profezie" ed ogni dubbio si traduce in volatilità (in aumento: VIX a livello **21,27** il 27/10/2023; media ultimi tre mesi **16,45** da 15,57 di tre mesi addietro). L'inflazione è una realtà scomoda ma probabilmente sotto controllo, i tassi sono ancora saliti (abbastanza a questo punto) e i mercati hanno già ceduto vistosamente, anche scontando una blanda recessione, ma la nuova guerra introduce elementi di incertezza. In FIGURA 17, vengono rappresentate le determinanti del PE del mercato azionario EMU. Il mercato presenta un PE di 11,3 (era 12,0 tre mesi addietro), dunque sotto la linea dello "angelo azzurro" che moltiplica per 12 gli utili attesi. Gli utili attesi (forward 12 mesi) continuano – inaspettatamente e in modo solido – a crescere. 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 intorno a 12 (era 13), gli utili sono superiori al livello del 2007 e sembrano avere il minimo alle spalle, ma i mercati sono appena più "alti".



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