

WEEKLY UPDATE

3 OTTOBRE 2022



ITALIA POST-ELEZIONI: ISTAT E NADEF RIVEDONO LE PREVISIONI IN FUNZIONE DELLO SHOCK ENERGETICO

Nei conti economici nazionali pubblicati venerdì 23 settembre, l'Istat ha rivisto al rialzo (a consuntivo) i valori assoluti del PIL del 2020 e soprattutto del 2021, con il risultato che il maxi-rimbalzo dello scorso anno si attesta ora al 6.7%, ma l'archivio dei bei ricordi non è certo in grado di alleggerire le nubi che incombono sul futuro prossimo della congiuntura economica (a settembre la fiducia dei consumatori ha registrato i livelli più bassi da aprile 2021) e già qualche giorno prima l'Ufficio parlamentare di bilancio, a cui spetta la validazione del quadro macroeconomico tendenziale, aveva sentenziato che la crescita per il prossimo anno sarà del tipo "zero virgola", ovvero sotto all'1%; del resto, anche la dinamica occupazionale tenderebbe a confermare un rallentamento della spinta economica, con luglio e agosto che certificano un calo di nuovi posti di lavoro rispetto al bimestre precedente, in base alle evidenze incrociate di ministero del Lavoro, Banca d'Italia e Anpal.

Archivate le elezioni, con tutto quanto significa in termini di discontinuità politica, **è ora la continuità obbligata in termini di politica economica a tener banco e il primo vero test per il futuro governo sarà rappresentato dalle misure economiche di dicembre**, scandite da un nuovo decreto energia e dalla prima manovra della legislatura; per il primo i soldi già ci sono, con un extragettito fiscale in cui rientreranno anche i frutti, pochi o tanti che siano, della seconda rata dell'*una tantum* sui profitti delle imprese energetiche da versare entro il 30 novembre, mentre per la legge di

DOCUMENTO A CURA
DEL TEAM GESTIONE
PRODOTTI AZIONARI,
OBBLIGAZIONARI E
SOLUZIONI DI
INVESTIMENTO di
Fideuram Asset
Management SGR



FIDEURAM
INTESA SANPAOLO PRIVATE BANKING
Asset Management

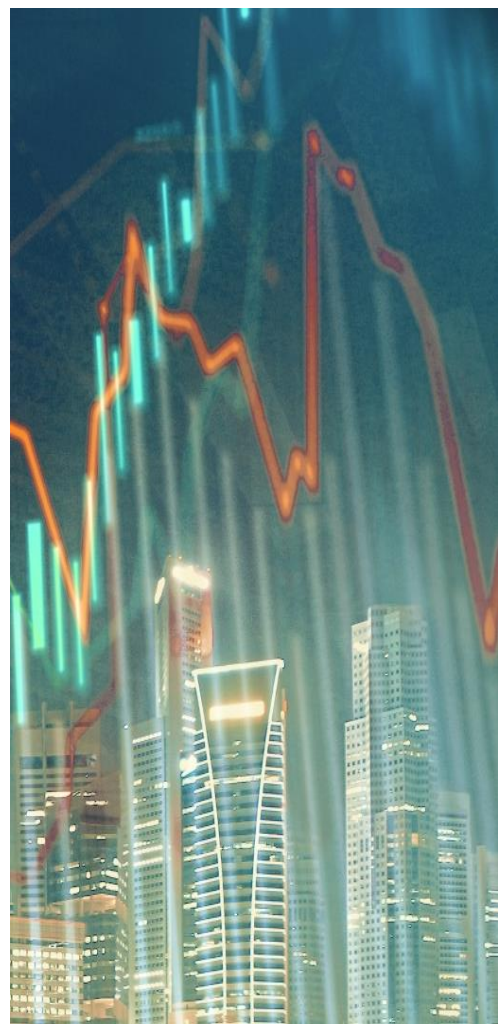
bilancio e il decreto di accompagnamento i numeri sono tutti da scrivere. In sostanza, in una fase di nuovo, drastico cambiamento del ciclo economico diventa determinante **la fotografia predisposta dal governo Draghi per la NadeF** (Nota di aggiornamento al DEF) approvata nei giorni scorsi in consiglio dei ministri, **in riferimento alla quale le cifre in gioco possono essere così sintetizzate:**

1. *In termini di crescita, il 2022 si chiuderebbe poco sopra il 3.3%* (con il risultato maturato nel primo trimestre), **mentre per il 2023 l'attesa è per un risicato +0.6% nello scenario base;**
2. **Il quadro macroeconomico peggiorato dalla crisi e le spese extra per pensioni** (indicizzazione) **e interessi sul debito porterebbero il deficit 2022 oltre il 5%, con un tendenziale a favore nel 2023 pari a 3.4%;**
3. **I crediti di imposta sugli acquisti energetici delle imprese allargati dal decreto Aiuti-ter sono quantificabili in 10 miliardi a trimestre;**
4. **L'adeguamento delle pensioni a un'inflazione tre punti sopra le stime di aprile comporta un'indicizzazione degli assegni pari a 8-10 miliardi più del previsto.**

Per quanto riguarda, peraltro, i numeri relativi alla crescita, va rilevato che **le agenzie di rating esplicitano un più marcato pessimismo in ottica 2023** (per Fitch -0.7% e S&P Global -0.1%), **mentre l'Ocse è parsa decisamente più conciliante, assegnando al Bel Paese un (pur esiguo) apprezzamento del PIL pari a +0.4%**, fermo restando che l'organismo internazionale con sede a Parigi non ha fatto alcuno sconto alla Germania (stimando una flessione dello 0.7%) e all'intera Eurozona, il cui stato di "stagnazione" non va oltre lo 0.3% in termini di PIL complessivo.

Per quanto riguarda le ragioni intrinseche addotte a giustificazione della revisione di scenario (e conseguenti azioni di politica economica), come facilmente intuibile, lo shock energetico gioca ovviamente un ruolo di primo piano; basti solo pensare che, **a livello di operatori retail gas, dal 1° ottobre potrebbe perfezionarsi un rischio default a catena per circa 100 aziende del settore**, in quanto inizia l'anno termico e scadono i contratti con cui i rivenditori al dettaglio si riforniscono da produttori e importatori: in sintesi, molti non hanno ottenuto un rinnovo o dispongono di volumi ridotti e a condizioni onerose che potranno rivelarsi insostenibili. Insomma, *"è una bomba a orologeria che nessuno ha disinnescato, anche se da mesi se ne avverte sempre più forte il ticchettio; ad un certo punto decine di società energetiche non avranno più gas a sufficienza da erogare ai clienti e cominceranno a fallire una dopo l'altra. Utilitalia (che riunisce 450 utilities) prevede almeno 70 casi di default, ma si tratta di una stima prudentiale"* (S. Bellomo).

Peggio ancora, *"questa rischia di essere la Lehman dei venditori al dettaglio"* (Union Gas Metano) e si annunciano conseguenze pesanti pure per le famiglie e imprese che da ottobre rischiano di restare orfane del fornitore abituale di gas: nessun pericolo di dover



FIDEURAM
INTESA SANPAOLO PRIVATE BANKING
Asset Management

sopportare buio e freddo (dato che la legge prevede meccanismi di protezione rigorosi), ma molto probabilmente bollette ancora più salate in quanto finiranno nel servizio di tutela, oggi tra i meno convenienti per il consumatore.

Senza contare che anche l'Ance (Associazione nazionale costruttori edili) esprime segnali di affanno e segnala a rischio 23mila cantieri con sicuri extracosti per 5 miliardi; anche qui, come nel caso precedente, *“la situazione sta diventando insostenibile finanziariamente ed economicamente per le imprese che, ad oggi, non hanno nessuna certezza di vedere effettivamente ristrate un giorno le spese già sostenute da tempo, in molti casi più di un anno e mezzo fa”*; nella sostanza, le criticità che gravano sul settore sono ascrivibili: a) **alla lentezza dei rimborsi che arrivano** (quando arrivano) con 18 mesi e oltre di ritardo; b) **alla rinuncia, da parte di molte stazioni appaltanti, a presentare la richiesta per i fondi compensativi a causa della complessità della procedura e della documentazione richiesta**; c) **alla copertura molto parziale delle compensazioni definite dalle rilevazioni del Ministero delle infrastrutture rispetto alla reale entità degli extracosti**: per farla breve, *“dal 1° gennaio rischiamo un vero black out dei cantieri”*.

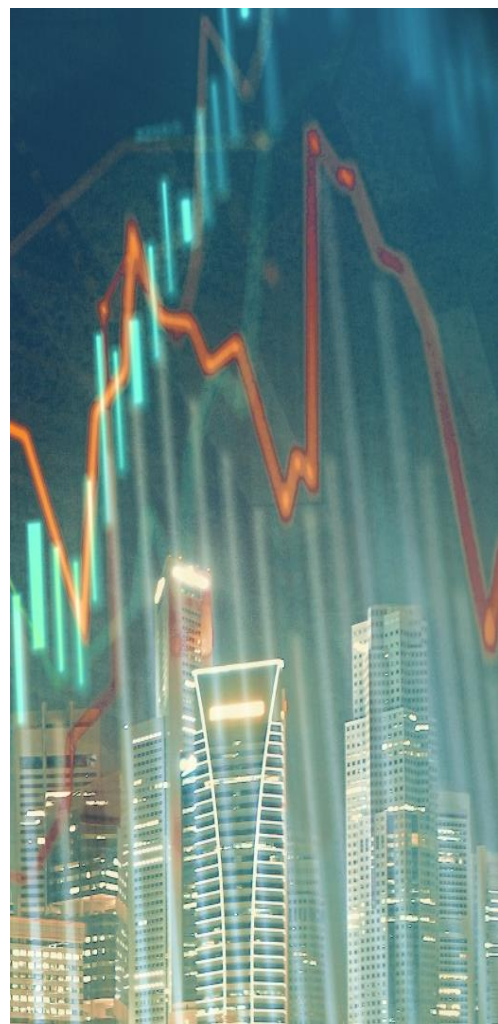
Infine, non poteva certo mancare una stima aggiornata in materia di crediti deteriorati; alla luce della nuova situazione macroeconomica e geopolitica l'Autorità Bancaria Europea (EBA) ha previsto un incremento del 33% dello stock di NPL entro la fine del 2022 in Europa, un'ondata di crediti deteriorata che nei bilanci delle banche italiane ammonterà a circa 60 miliardi.

Ciò detto, comunque, va anche rilevato, con non poco sollievo, che alcuni elementi di stabilità dell'economia italiana sapranno agire, nel complesso, come fattore “cuscinetto” in chiave calmierante: la ricchezza e il modesto indebitamento delle famiglie, la resilienza delle imprese che continuano a investire e, in particolare, il miglioramento della solidità e redditività delle banche, che già alla fine del 2021 avevano raggiunto un “Npe ratio” del 4.1%, inferiore al target EBA del 5%.

L'ANDAMENTO DEI MERCATI

All'indomani delle elezioni italiane c'era molta attesa sui mercati finanziari europei in merito alla reazione degli investitori alla nuova realtà politica del Bel Paese: ebbene, la giornata inaugurale della scorsa ottava, **lunedì 26 settembre, non ha turbato più di tanto le aspettative, con Piazza Affari addirittura “maglia rosa” del Vecchio Continente**, l'indice principale (Eurostoxx 600) sostanzialmente invariato e spread Btp-Bund in lieve risalita, ma senza alcun allarme.

In realtà però, al di là dell'appuntamento elettorale, si era subito capito che i tentacoli delle politiche monetarie avrebbero, ancora una volta, fagocitato l'interesse del mondo della finanza per tutta la settimana



FIDEURAM
INTESA SANPAOLO PRIVATE BANKING
Asset Management

conclusiva del mese di settembre. **Lagarde, in primis, non ha perso tempo a ribadire a chiare lettere che altri aumenti dei tassi seguiranno, anche nell'ipotesi in cui lo scenario di fondo dovesse peggiorare** (e l'IFO tedesco ancora in calo ha di fatto sancito lo scivolamento della relativa congiuntura economica in stato recessivo, a fronte di un'inflazione ormai salita al 10% in Germania, dal 7.9% precedente, in base alle ultime rilevazioni di settembre); più in dettaglio, *“allo stato attuale delle cose, prevediamo ulteriori aumenti dei tassi nel corso delle prossime riunioni, per smorzare la domanda e prevenire il rischio di un persistente spostamento verso l'alto delle aspettative di inflazione”*. Inoltre, **la numero uno della BCE ha approfittato per ricordare che il meccanismo con il quale acquisterebbe obbligazioni nel caso di frammentazione del mercato monetario (noto con l'acronimo TPI) è utilizzabile solo per i Paesi con i conti in ordine e non soggetti a squilibri economici, limitando dunque l'uso di questo meccanismo a situazioni non dettate “dai fondamentali o da errori di politica economica”**: particolare di non poco conto, in chiave “scudo su Btp” in quanto, come noto, i vecchi titoli di stato in scadenza non saranno ricomprati dalla banca centrale, ma sarà compito del governo italiano reperire sul mercato compratori spontanei che sostituiscano la BCE per circa 23 miliardi supplementari nel 2023.

Oltreoceano, peraltro, non si è fatto attendere l'intervento verbale della FED in chiave marcatamente restrittiva e stavolta è toccato alla presidente della FED di Cleveland (L. Mester) l'ingrato compito di esternare tutto il potenziale d'urto della banca centrale americana, ribadendo che *“la stabilità dei prezzi è necessaria per garantire un mercato del lavoro sano; ci sarà bisogno di una fase restrittiva per un po' di tempo e i costi sarebbero elevati se non riuscissimo ad agire in modo determinato. La FED è impegnata a utilizzare tutti i suoi strumenti per far scendere l'inflazione all'obiettivo del 2% e sarà risoluta nel perseguire tale scopo, anche perché in un contesto incerto è meglio agire in modo più aggressivo e un'azione preventiva può prevenire le peggiori conseguenze”*.

A dire il vero, però, la scorsa settimana ci ha pensato la Banca di Inghilterra ad alimentare un forte nervosismo sui mercati, grazie a un **debutto da brivido del nuovo Governo britannico, la cui azione di politica economica si è subito manifestata annunciando il maggior pacchetto di tagli alle tasse degli ultimi 50 anni nel tentativo di rilanciare la crescita economica mediante una scommessa ardita che spingerebbe l'indebitamento pubblico a livelli** (secondo molti autorevoli pareri) **insostenibili**: con il risultato immediato di affondare la sterlina, spingere i rendimenti dei titoli governativi inglesi ai massimi storici e scatenare un tangibile “effetto domino a catena” su tutti gli asset planetari (anche per ragioni tecniche legate ai fondi pensione inglesi, i quali hanno dovuto far fronte tempestivamente al nodo dei “margin call”, ovvero la richiesta di reintegro delle garanzie da parte delle controparti in derivati che ha costretto i fondi pensione medesimi a vendere il vendibile per fare



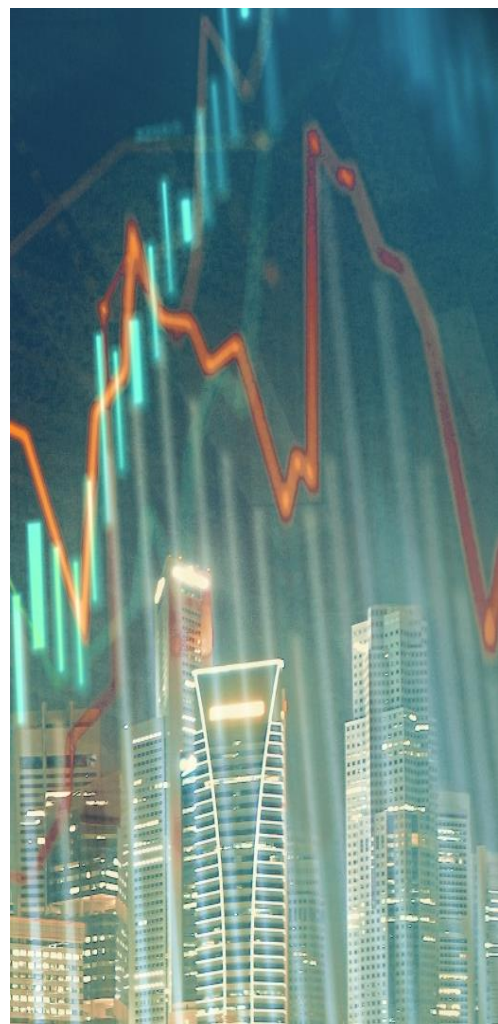
cassa e soddisfare le richieste di cash esasperando la bufera sui prezzi).

A metà settimana (nella sessione di mercoledì 28) il Sentiment generale sui mercati azionari globali è, in via del tutto temporanea, migliorato sensibilmente, in ragione dell'intervento della banca centrale inglese che ha annunciato la sospensione dell'inizio degli smobilizzi di titoli di stato pianificata per la settimana in corso, al fine di porre un freno al caos diffusamente percepito su scala globale; caos in buona misura alimentato anche dalla giornata euforica (martedì 27) del gas al TTF olandese, dove le quotazioni sono ritornate in prossimità dei 200 euro per megawattora a seguito dei danni "senza precedenti" recati al sistema di gasdotti Nord Stream che trasporta il gas russo nel Vecchio Continente.

Sul versante orientale, su Pechino si è abbattuta la scure della Banca Mondiale le cui stime, sostanzialmente in linea con quelle dell'Ocse, prevedono che la crescita cinese per il 2022 si attesterà solo al 3.2%: in altri termini, per la prima volta dal 1990, la Cina crescerà meno del resto dei Paesi emergenti dell'Asia orientale, dovendo fare i conti con le difficoltà del mercato immobiliare e soprattutto con le draconiane politiche "zero-Covid", traducibili con test di massa, quarantene, restrizioni sugli spostamenti e chiusure di impianti produttivi, come ampiamente certificato da moltissimi report.

I principali listini azionari, alle prese con le infelici iniziative del governo inglese, l'inflazione tedesca, l'indice PCE core (il più monitorato dalla FED) salito al 4.9% su base annua (oltre le stime di consenso) e la nuova impennata delle quotazioni del gas hanno reagito di conseguenza, evidenziando saldi in rosso sui due versanti orientale e occidentale, dove il Topix giapponese è sceso sotto quota 1900, lo Shanghai Composite ha testato il livello psicologico a 3000, mentre Wall Street ha archiviato un nuovo minimo relativo di periodo (S&P 500 a 3584) e il Vecchio Continente (Eurostoxx 600) ha violato al ribasso il livello 400 (con strenua difesa di 20000 da parte del FtseMib domestico).

L'universo obbligazionario non ha prodotto sostanziali apprezzamenti in termini di rendimenti, in quanto l'accelerazione dei medesimi nella prima parte della settimana (rendimenti decennali americani al test del 4% e corrispettivi tedeschi in direzione 2.40%) è stata poi compensata dalla fase correttiva occorsa nella seconda parte della scorsa ottava, mentre **lo spread Btp-Bund si è assestato intorno al range 240-250 punti base**. La moneta unica, dopo un minimo a 0.9536, si è riportata oltre la soglia 0.98 proprio in chiusura di mese, mentre il renminbi cinese, oltre 7,20, ha registrato il livello più basso dal 2008, così come la sterlina, schiacciata dal dollaro sino ad un minimo a 1.0350, ha recuperato qualcosa solo in chiusura di settimana. In tema di commodities, petrolio al recupero della soglia 80 su attese di taglio della produzione da parte dell'Opec+, con quotazioni del grano ancora in ascesa in ragione di persistenti preoccupazioni legate al difficile transito della materia prima agricola attraverso i corridoi del Mar Nero.



FIDEURAM
INTESA SANPAOLO PRIVATE BANKING
Asset Management

DISCLAIMER

Il presente documento, è pubblicato da Fideuram Intesa Sanpaolo Private Banking Asset Management SGR S.p.A. ("Fideuram Asset Management SGR"), società iscritta all'albo delle Società di Gestione del Risparmio tenuto dalla Banca d'Italia ai sensi dell'articolo 35 del d.lgs. 58/1998 (TUF), al n. 12 nella sezione gestori di OICVM e al numero 144 della sezione gestori di FIA e sottoposta alla direzione e coordinamento di Intesa Sanpaolo S.p.A. e appartenente al Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, iscritto all'Albo dei Gruppi Bancari ed è destinato alla distribuzione al pubblico.

*Il presente documento è stato predisposto sulla base di dati elaborati da Fideuram Asset Management SGR (ed eventualmente da altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo) e sulla base delle informazioni pubblicamente disponibili o di altre fonti di terze parti. Le informazioni, le opinioni e i dati contenuti in questo documento non costituiscono in alcun modo ricerca, raccomandazione, consiglio di investimento, consulenza all'investimento, consulenza legale, fiscale o altra forma di consulenza. Le informazioni sono soggette a modifiche. Tali informazioni non intendono sostituire in alcun modo le autonome e personali valutazioni che il destinatario è tenuto a svolgere prima della conclusione di una qualsiasi operazione attinente a strumenti e prodotti finanziari. Prima di qualunque investimento, prendere attenta visione della documentazione relativa allo strumento finanziario oggetto dell'operazione. **I dati, ove non diversamente specificato, non tengono conto del regime fiscale applicabile.***

Questo documento non costituisce un'offerta di acquisto o vendita o una sollecitazione all'investimento in alcun prodotto finanziario citato e non costituisce un messaggio promozionale o sollecitazione all'investimento rivolto a persone residenti negli USA, in Canada o a soggetti residenti in paesi in cui i prodotti non sono autorizzati o registrati per la distribuzione o in cui Prospetto non è stato depositato presso le competenti autorità locali.

Si declina qualsiasi responsabilità in caso di qualsivoglia perdita diretta o indiretta, derivante dall'affidamento alle opinioni o dall'uso delle informazioni ivi contenute.

Se non diversamente specificato, tutte le informazioni contenute nel presente documento sono aggiornate alla data che appare sulla prima pagina di copertina.