

# Guerra in Ucraina Rischio recessione, ecco gli indici spia che agitano i mercati

Curva dei tassi Usa, volatilità delle Borse e stime sul calo del Pil sono i termometri della crisi  
Europa più esposta agli effetti, ma non in crash

di Morya Longo — a pagina 3

## Sui mercati lo spettro della recessione: dai tassi alla volatilità, gli indici di rischio

**Le previsioni.** La curva dei rendimenti Usa sta per invertirsi: l'indicatore ha anticipato tutte le crisi dagli anni '60 a oggi  
L'Europa più esposta agli effetti della guerra: possibile la recessione tecnica, ma il 2022 dovrebbe chiudersi ancora in positivo

 **Affinché la crisi attuale  
mandi in negativo il Pil  
dell'intero 2022 e non di  
soli due trimestri, serve  
uno shock più forte**

**Morya Longo**

Sebbene quella passata sia stata la miglior settimana per le Borse dal lontano novembre 2020, mostrando un certo ottimismo tra gli investitori per i colloqui di pace tra Russia e Ucraina, non bisogna farsi grandi illusioni: le ferite sull'economia saranno serie. Gli analisti fanno a gara tutti i giorni a ridurre le previsioni sul Pil e ad alzare quelle sull'inflazione. E anche i mercati si stanno sempre più tarando su scenari di rallentamento economico se non - peggio del peggio - di stagflazione: quel mix di elevato costo della vita e bassa crescita. Non solo in Europa, epicentro economico di questa crisi geopolitica. Ma anche negli Stati Uniti sta avvenendo un fenomeno finanziario che solitamente prelude alla recessione economica: i **rendimenti dei titoli di Stato** a breve termine stanno per raggiungere (e qualcuno prevede il sorpasso a breve) i tassi dei titoli a lungo termine. Dagli an-

ni '60 a oggi tutte le recessioni sono state anticipate da questo fenomeno, noto come «inversione della curva dei tassi».

Accadrà ancora? Il dibattito è aperto. La realtà è che nessuno può saperlo, dato che le variabili imponderabili sono troppe. Quello che oggi si può fare, incrociando le previsioni, è però mettere qualche punto fermo. Elencare le poche certezze. Innanzitutto c'è una notizia per noi negativa: qualunque sia l'impatto economico di questa guerra, a subirne le maggiori conseguenze sarà l'Europa. Però c'è anche una notizia più positiva: per portare l'economia davvero in recessione per l'intero 2022 (un conto sono uno o due trimestri, altro conto è l'intero anno) serve uno shock ben più severo di quello attuale. Stima per esempio JP Morgan che se anche il petrolio arrivasse a 150 dollari al barile (oggi sta poco sopra i 100) e ci restasse nell'intero trimestre, la crescita economica globale del 2022 calerebbe dalle previsioni pre-guerra di 4,1% a 0,9%. Dunque allo stato attuale la recessione tecnica (due trimestri in negativo) è probabile, ma c'è ancora qualche possibilità di terminare l'intero anno con il segno più.

### Il mercato

I mercati finanziari, con i prezzi dei titoli e dei vari asset quotati, funzionano ogni giorno come giganteschi "sondaggi": incrociando domanda e offerta a livello mondiale, indicano cosa prevedono in ogni singolo momento gli investitori. Il primo messaggio che emerge dai dati è che questo shock sta colpendo tutti, ma non in modo simmetrico. La vittima numero uno (escludendo ovviamente Ucraina e Russia) è l'Europa. Si pensi al fatto che, nonostante il forte rimbalzo di settimana scorsa, dall'inizio dell'invasione in Ucraina molte **Borse europee** sono ancora **in rosso** (-6,68% Milano, -2,37% Parigi e -1,49% Francoforte), mentre quelle **statunitensi** sono abbondante-



mente **in positivo** (+4,8% Wall Street e +5,8% il Nasdaq). Oppure si pensi al **rafforzamento del dollaro**: movimento che testimonia il fatto che l'Europa è più penalizzata e che negli Stati Uniti si aspettano maggiori rialzi dei tassi da parte della Fed. Ma anche altri indicatori lanciano lo stesso messaggio. Per esempio la volatilità: l'**indice della "paura"** sulla Borsa di New York gira intorno a 25, mentre quello sulla Borsa tedesca supera i 30.

Questo non significa che gli Stati Uniti siano immuni dalla crisi economica in arrivo. Anzi: il mercato è sempre più preoccupato anche oltreoceano. E prevede sempre con maggiore probabilità una recessione, causata dal mix tra guerra, Covid, inflazione e stretta monetaria. Lo dimostra, come accennato, l'andamento della cosiddetta curva dei tassi, cioè la differenza tra i rendimenti dei titoli di Stato a 2 anni e quelli a 10 anni. Ebbene: ultimamente stanno salendo molto i tassi a 2 anni (perché si adeguano alla "stretta" della Fed), ma molto meno quelli decennali (perché i mercati temono che nel lungo periodo l'economia rallenterà e costringerà la Fed a tornare a tagliare i tassi): così la differenza tra i rendimenti a 2 e 10 anni, che era a 150 punti base esattamente un anno fa e a 80 a gennaio, ora sta a 19. E i cosiddetti «forward» (tassi futuri) indicano che presto la curva si potrebbe invertire. Se accadesse davvero, sarebbe un messaggio funesto per l'economia americana: dagli anni 60 ad oggi, infatti, ogni recessione economica è sempre stata anticipata dall'inversione

della curva dei tassi.

### Gli economisti

Eppure tra gli economisti c'è un dibattito su come interpretare questi dati. Morgan Stanley proprio ieri ha previsto che la curva dei tassi Usa si invertirà, ma ha anche aggiunto che a suo avviso questa volta non preluderà ad alcuna recessione. Questa volta è diverso, insomma. Dello stesso parere Andrea Delitala, head of Advisory di Pictet Am: «La curva si sta appiattendosi perché il mercato sa che la Fed concentrerà la sua potenza di fuoco contro l'inflazione più sui tassi a breve termine che su quelli a lunga. Per questo salgono più velocemente i rendimenti brevi». Meno ottimista invece Commerzbank, che scrive: «Attenzione a dire che questa volta sia diversa!». Anche Antonio Cesarano, chief global strategist di Intermonte è più cauto: «La storia dell'inversione della curva è accompagnata tipicamente dalla diffidenza sulla sua capacità predittiva - osserva - Ma poi, puntualmente, si è spesso rivelata corretta». Vedremo chi ha ragione.

Va detto, però, che mentre il mercato obbligazionario Usa lancia presagi così funesti, i mercati azionari e anche gli economisti sono meno pessimisti. Perché è vero che le loro stime sul Pil calano di giorno in giorno, ma è anche vero che tutt'ora è previsto un 2022 in crescita. Lo dicono le istituzioni (la Bce stima un +3,7% per l'Eurozona e la Fed un +2,8% per gli Usa) ma anche le banche d'affari. A inizio anno gli economisti censiti da Bloomberg si aspettavano in Eurozona

in media una crescita pari al 4,2% nel 2022. Ora la media è scesa a 3,4%. Negli Stati Uniti la dinamica è stata la stessa, ma un po' meno violenta: a inizio anno la crescita era attesa in media a 3,9% e ora si attesta a 3,5%. Sempre Bloomberg calcola, facendo la media delle previsioni, una probabilità di recessione al 25% in Eurozona e al 20% negli Stati Uniti. Nulla di davvero drammatico.

Il punto è che le stime vengono aggiornate poco per volta, ed è ovvio che peggioreranno ancora. La domanda da porsi, dunque, è: per portare la crescita a zero, o addirittura in recessione nell'intero 2022, che tipo di shock servirebbe? Credit Suisse calcola che se la Russia chiudesse del tutto i rubinetti del gas (cosa per ora non accaduta) «sottrarrebbe circa il 3% del Pil annuale» se il taglio fosse sostenuto. Se durasse solo due trimestri, toglierebbe l'1,5%. Dunque non abbastanza per portarci in recessione nell'anno, anche se la stessa Credit Suisse sostiene che «non si possa escludere una recessione tecnica» (cioè due trimestri in negativo). Discorso simile lo fa Cesarano di Intermonte, guardando alla sola Italia: «Se anche avessimo due trimestri di crescita zero o negativa, nell'intero 2022 il Paese continuerebbe a crescere dell'1,8%-2%». Come dire: per bloccare del tutto il treno ce ne vuole. Il problema è che lo scenario è talmente incerto, che questa non è affatto una possibilità da escludere. Chissà che, alla fine, l'unica ad avere ragione davvero non sia proprio quella inascoltata Cassandra che è la curva dei tassi...

© RIPRODUZIONE RISERVATA

## Previsioni a confronto: mercati più pessimisti degli economisti?

### LA "CASSANDRA" DEI MERCATI

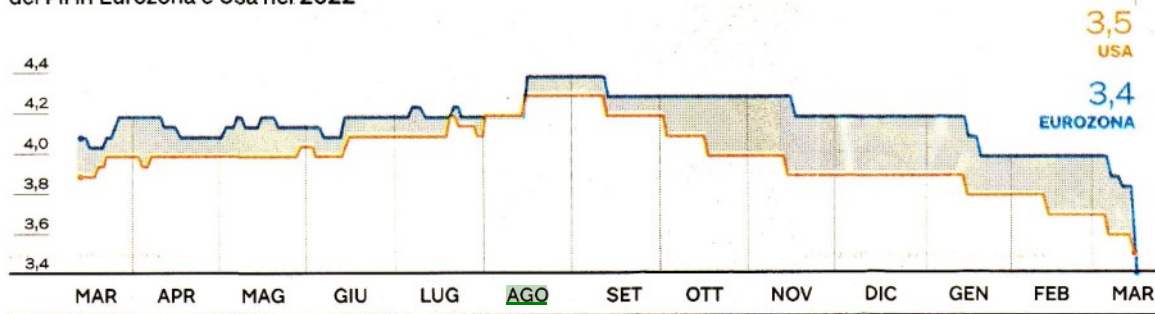
Andamento della curva dei rendimenti Usa e recessioni economiche. Dati in punti base



Fonte: elaborazione del Sole 24 Ore su dati Commerzbank e Deutsche Bank

### LA CORSA A RIVEDERE LE PREVISIONI

Come sono cambiate le previsioni medie degli economisti sulla crescita del Pil in Eurozona e Usa nel 2022



Fonte: Bloomberg

#### SUL SOLE DEL 18 MARZO

Anche l'Ocse ha abbassato le previsioni di crescita in relazione alla guerra in Ucraina. Il conflitto rischia di cancellare l'1,4% del Pil per l'Eurozona e l'1,2% per l'Italia.

Nel nostro Paese sono molti i settori in difficoltà. Su tutti si scaricano gli aumenti dell'energia. Per molti comparti, poi, vengono a mancare materie prime necessarie per svolgere la propria attività