

SANFELICE 1893

MERCATI

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

FEBBRAIO 2022

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

Continua la crescita globale sincronizzata anche nel 2023, in evidente (e ovvio) rallentamento.

Secondo l'Economist (TABELLA 1, nella quale i paesi sono ordinati per variazione del PIL 2022, e TABELLA 2), l'area EURO, dopo un -6,6% nel 2020, è cresciuta nel 2021 del +5,1% (era +4,8%). Nel 2022 crescerà del +3,9% e del +2,9% anche nel 2023. In USA il 2020 ha registrato una contrazione del -3,7%. Nel 2021 si è registrato un notevole +5,5% (era +6,0%) per poi scendere a +3,8% nel 2022 e a +2,2% nel 2023, secondo le previsioni. L'Italia ha chiuso il 2020 con un -8,9%. Per il nostro paese il 2021 avrebbe visto una crescita notevole del +6,3% (era +6,0%) seguita da +4,4% nel 2022 e da un 2023 a +2,0%.

La TABELLA 2 (aggiornata a gennaio 2022) indica l'evoluzione della crescita e dell'inflazione fino al 2026, con un ritorno a tassi di crescita più contenuti a partire dal 2023 e un'inflazione (paesi OCSE) che, dopo un +3,6% nel 2021 e un +3,8% nel 2022, ritorna intorno al 2% nel 2023.

La Spagna si è contratta del -11% nel 2020 e dovrebbe esser cresciuta del +4,4% nel 2021 (era +6,1%). Secondo le previsioni: +5,5% nel 2022 e +3,8% nel 2023. Per la Francia, rispettivamente, -8,2%, +6,7% e +4,1%. Si torna a +2,1% nel 2023. Per la Germania il 2020 si è chiuso a -4,9%. Nel 2021 la crescita (ancora provvisorio il dato) è stata del +2,7% (era +3,1%); nel '22 sarà del +3,3% (era +4,2%) e nel 2023 si prevede un +2,9%.

La Cina è uno dei pochi paesi con un dato positivo nel 2020: +2,3%. Anche il 2021 si presenta forte: +7,9%. Il 2022 ed il 2023 saranno ancora molto positivi, ma in evidente rallentamento, a quota +5,3% e +4,9%.

Per l'India il 2020 è stato brutale: -8%; è stato seguito però da un 2021 a +9,2% e proseguirà con un +7,0% e +5,1% nel 2022 e nel 2023. Per la Russia nel 2020 la contrazione si è portata al -3,1%. È seguito un 2021 a +4,2% (era +3,8%); 2022 e 2023, rispettivamente, a +2,4% e +2,4%, secondo le previsioni.

Il Brasile registra nel 2020 un -4,1% e torna a crescere del +5% nel 2021, del +0,3% e +1,6% nei due anni successivi.

Il Regno Unito chiude il 2020 a -9,9%. Le previsioni sono per un 2021 a +6,7% (era +6,4%), un 2022 a +4,3% e un +2,0% nel 2023.

Secondo i dati Economist, solo 6 paesi (su 58 censiti) non riescono a recuperare i livelli del PIL precedenti alla pandemia a fine 2022: Venezuela, Spagna, Tailandia, Gran Bretagna, Sud Africa e Filippine. Il nostro Paese riesce a chiudere con un +1,1% (era +0,43% con i dati dello scorso trimestre). L'area EURO presenta - secondo queste previsioni - una crescita cumulata del +1,8% (era +2,6%); gli USA del +5,7% (era +7,7%).

Secondo i dati EIU (TABELLA 2), dopo il -3,7% del 2020, la crescita resta vigorosa (ma in progressivo, ovvio, rallentamento) nel 2021, nel 2022 e nel 2023, per poi portarsi progressivamente al +2,6% nel 2026. A livello globale, quindi, il triennio 2020 - 2022 vede una crescita cumulata del +5,66%.

Detto in altri termini, la fase di recupero dai minimi sarà rapida, secondo le previsioni. E poi torneremo alla normalità di una crescita

Country	Gross domestic product, % change on a year ago				Industrial production, % change on a year ago		Consumer prices % change on a year ago		Unemployment rate, %	
	latest	quarter	2022*	2023*	latest	year ago	latest	2022*	latest	2022*
India	+8.4Q1	+5.1	+7.0	+5.1	+1.4M1	+5.6Dec	+4.6	+4.6	7.9Dec	
Indonesia	+3.5Q1	no	+5.3	+5.0	+0.4M1	+1.9Dec	+1.7	+3.5	6.5Q1*	
China	+4.0Q4	+6.6	+5.3	+4.9	+4.3Dec	+1.5Dec	+0.2	+2.3	5.1Dec*	
Saudi Arabia	-4.1M1	no	+4.5	+3.3	no	+1.2Dec	+5.3	+2.0	6.6Q1	
Italy	+3.9Q1	+11.0	+4.4	+2.0	+6.3M1	+3.9Dec	-0.2	+1.8	9.2M1	
Britain	+6.8Q1	+4.3	+4.3	+2.0	+0.1M1	+5.4Dec	+0.6	+3.7	4.1Q1*	
France	+3.3Q1	+12.6	+3.9	+2.1	-0.5M1	+2.8Dec	+0.0	+2.3	7.5M1	
United States	+4.9Q1	+2.3	+3.8	+2.2	+3.7Dec	+7.0Dec	+1.4	+4.3	3.9M1	
Canada	+4.0Q1	+5.4	+3.7	+3.3	+5.0Q1	+4.8Dec	+0.7	+3.3	5.9M1	
Turkey	+7.4Q1	+11.3	+3.4	+2.6	+11.7M1	+36.1Dec	+1.6	+3.4	10.9M1*	
Australia	+3.9Q1	-7.5	+3.3	+2.5	+1.5Q1	+3.0Q1	+0.7	+2.6	4.2M1	
Germany	+2.8Q1	+6.9	+3.3	+2.9	-3.3M1	+5.3Dec	-0.3	+3.5	3.2M1	
Japan	+1.2Q1	3.6	+3.2	+1.3	+5.1M1	+0.8Dec	-1.2	+1.3	2.8M1	
South Korea	+4.0Q1	+1.3	+2.8	+2.4	+5.9M1	+3.7Dec	+0.6	+1.9	3.5M1*	
Mexico	+4.5Q1	-1.7	+2.6	+2.3	+1.6M1	+7.4Dec	+3.2	+5.3	4.0Q1	
Russia	+4.3Q1	no	+2.4	+2.4	+6.9M1	+8.4Dec	+4.9	+5.0	4.3M1*	
Argentina	+11.9Q1	+17.3	+2.3	+2.6	+5.1M1	+50.9Dec	no	+5.6	8.2Q1*	
South Africa	+2.9Q1	-8.8	+2.1	+2.5	-2.5M1	+5.9Dec	+3.1	+4.7	3.4Q1*	
Brazil	+4.0Q1	0.4	+0.3	+1.6	-4.4M1	+10.1Dec	+4.5	+7.6	1.21Q1*	

TABELLA 1 - Fonte Economist 20 gennaio 2022

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Real GDP growth (PPP exchange rates)										
World	3.7	3.5	2.6	-3.0	5.8	4.3	3.5	3.3	3.3	3.1
OECD	2.6	2.4	1.5	-4.3	5.3	3.7	2.4	2.1	2.0	1.9
Non-OECD	4.6	4.5	3.6	-1.9	6.2	4.7	4.3	4.2	4.2	4.0
Real GDP growth (market exchange rates)										
World	3.2	2.9	2.3	-3.7	5.5	4.0	3.0	2.8	2.7	2.6
OECD	2.5	2.3	1.7	-4.7	5.0	3.7	2.3	2.0	1.9	1.8
Non-OECD	4.3	4.2	3.4	-2.0	6.2	4.5	4.2	4.0	4.0	3.8
North America	2.3	2.9	2.2	-3.6	5.5	3.8	2.2	1.8	1.9	1.7
Europe	3.0	2.2	1.8	-5.6	5.4	3.7	2.8	2.2	2.0	2.0
Euro area	2.7	1.8	1.6	-6.6	5.1	3.9	2.6	2.0	1.8	1.8
Asia & Australasia	4.8	4.4	3.6	-1.5	5.7	4.7	3.8	3.9	3.8	3.6
Latin America	1.0	0.6	-0.6	-7.1	6.5	2.3	2.5	2.4	2.4	2.4
Middle East & North Africa	1.5	0.9	0.7	-3.5	3.5	3.8	3.1	3.0	2.5	2.4
Sub-Saharan Africa	2.2	2.5	2.1	-2.8	3.4	3.2	3.7	4.1	3.8	3.6
Inflation (av)										
World*	3.2	3.5	3.5	3.3	5.3	5.2	3.7	3.5	3.4	3.4
OECD	2.2	2.5	1.9	1.2	3.6	3.8	2.1	2.2	2.2	2.1
Non-OECD*	4.3	4.5	5.2	5.4	7.1	6.6	5.4	4.8	4.6	4.7
Trade in goods										
World	5.6	3.8	0.3	-4.9	9.9	5.5	4.3	4.0	3.6	3.7
OECD	4.8	3.4	0.6	-1.6	8.4	5.8	4.4	3.4	3.1	3.1
Non-OECD	7.0	4.5	-0.2	-3.1	10.5	6.5	5.4	5.3	4.5	4.8

TABELLA 2 - Fonte EIU 18 gennaio 2022

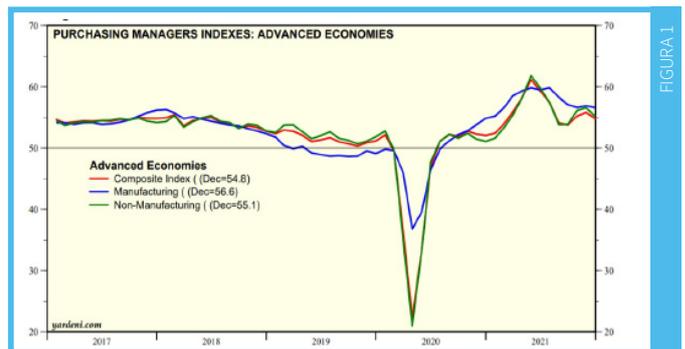


FIGURA 1

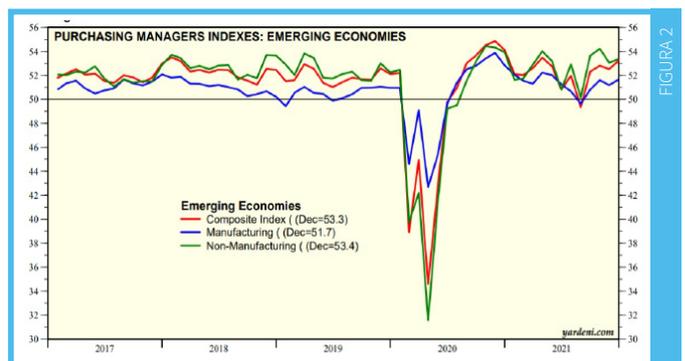


FIGURA 2

mondiale in progressivo ridimensionamento. Avverte il FMI (che intitola il suo outlook "Recovery during a pandemic") che la crescita continua, ma ci sono segni di rallentamento con vecchie e nuove fonti di incertezza: divergenze nello sviluppo delle campagne vaccinali, distruzione di capacità produttiva, effetti inflazionistici del rialzo dei prezzi delle materie prime.

Il commercio mondiale secondo l'Economist è diminuito di un significativo -4,9% nel 2020; seguirà un +9,9% (era +9%), un +5,5% (era +5,8%) e un +4,3% nel 2021, 2022 e 2023.

I PMIs (Purchasing Managers Index) sono aggiornati a dicembre e confermano le tendenze ad una rapida crescita, soprattutto per le economie avanzate, in stabilizzazione (FIGURE 1 e 2). Per queste ultime, infatti, l'indice composito è a 54,8 (era 53,8): 55,1 (era 53,9) il non manufacturing e 56,6 (era 57,1) il manufacturing. Per le economie emergenti, il livello del composito è a 53,3 (da 52,3): non manufacturing a 53,4 (era 53,6); manufacturing a 51,7 (era 50,8). Al momento quindi nessun dato tendenziale negativo.

Secondo i Leading Indicator dell'OCSE (17 gennaio 2022), la crescita economica potrebbe rallentare in molti grandi paesi del mondo: "Growth losing momentum" in Cina, in Germania, in Italia, nel Regno Unito, in Canada; "Stable Growth" per India Francia, Giappone, Stati Uniti ed area EURO. Il report non manca - di nuovo - di segnalare prudenza nell'interpretare questi dati, vista l'incertezza legata alle misure di contenimento della pandemia e alla campagna vaccinale. 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 maggio e la successiva ripresa. Ma indica anche la durata della fase di recovery: 16 mesi (confermando il dato dello scorso trimestre), la più breve dal 1959.

Quanto al petrolio (e alle altre materie prime) la forza della ripresa sembra aver sorpreso tutti i mercati. Non si escludono fenomeni speculativi e opportunismi geopolitici. Il Brent si trova ora in area 87,6 (era 83,5 dollari il trimestre precedente). Nell'ultimo anno è ora in aumento del +56,6% (era +96,4% nel trimestre precedente). Nell'ultimo mese è aumentato del +18,3% (fonte Economist, 18 gennaio 2022).

La politica monetaria continua ad accompagnare, più nei fatti che nelle parole, la fase di recupero, pur essendo spaventata dall'inflazione "galoppante", ma provvisoria, anche se sempre più persistente. Per ora l'indirizzio non può mutare bruscamente, ma qualcosa occorre esser pronti a vedere: la FED rialzerà i tassi tra qualche mese. Non lo farà, invece, la BCE.

La BCE prevede di ridurre nel primo trimestre dell'anno il ritmo di acquisti di titoli nell'ambito del PEPP (acquisti di emergenza pandemica), fino ad interromperli completamente nel marzo 2022. Continuerà però a mantenere il totale rinnovo dei titoli in scadenza almeno fino al 2024. Per quanto riguarda gli acquisti di titoli nell'ambito dell'ordinario piano di acquisto delle attività (APP), è previsto un progressivo rallentamento (fino ad arrivare a 20 miliardi al mese ad ottobre). Gli acquisti continueranno fino al rialzo dei tassi, che rimarranno ai livelli attuali anche in presenza di inflazione temporaneamente sopra il 2%. 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 (seconda settimana del 2022) è pari a 8,594 trilioni di euro (da 8,337 del trimestre precedente).

La FED ha di nuovo ribadito (15 dicembre 2022) che la politica dei tassi zero è necessaria finché non si realizza la piena occupazione, anche ora che l'inflazione ha superato il 2%. La politica monetaria rimarrà dunque espansiva, ma è prevista la riduzione degli acquisti

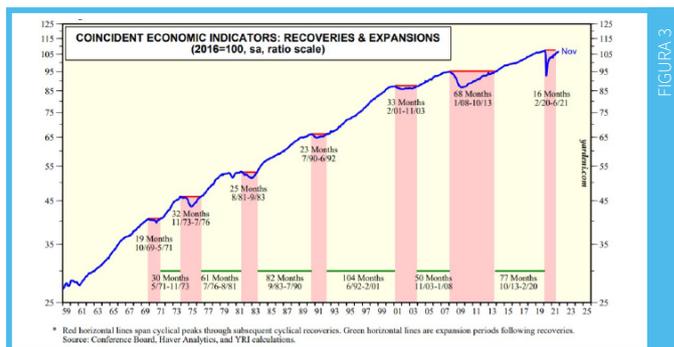


FIGURA 3

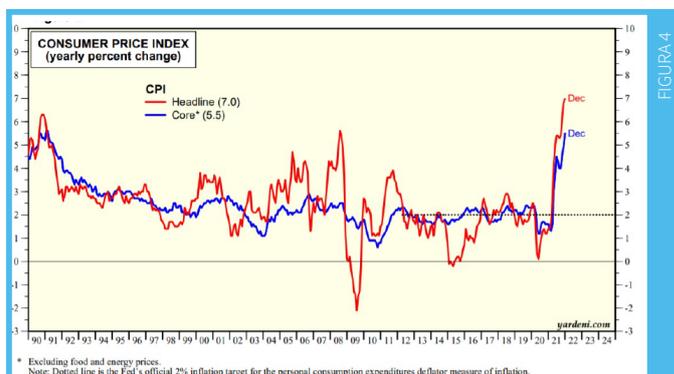


FIGURA 4

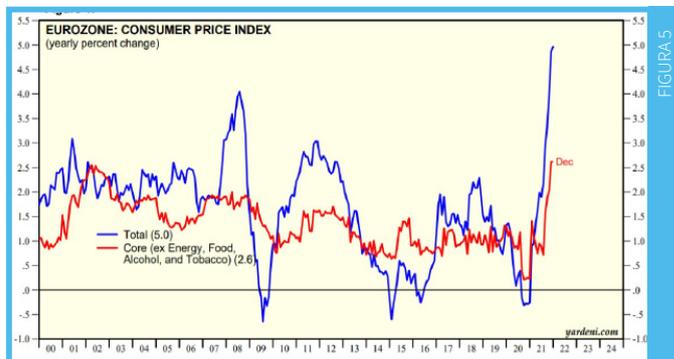


FIGURA 5

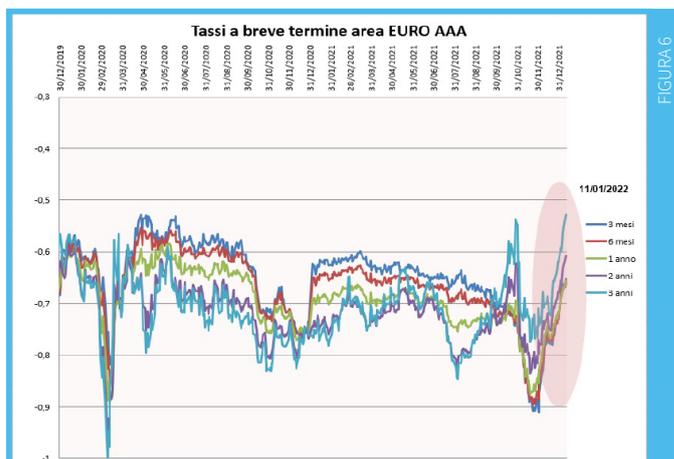


FIGURA 6

di titoli: da 80 a 20 miliardi al mese di titoli di stato e 10 miliardi di MBS (da 40), considerando i progressi dell'economia. Gli acquisti sono ritenuti ancora necessari per l'incertezza legata alla pandemia. In tutto il mondo continua la politica fiscale finanziata in deficit, attraverso l'emissione di enormi quantità di titoli di stato. Ancora non esiste alternativa. Questo sta avvenendo in forme diverse per ogni paese, ma il sostegno rimane forte e convinto. Una politica fiscale iperespansiva si accompagna ad una politica monetaria che ne segue gli ingentissimi fabbisogni, sia pure in un contesto di progressiva riduzione degli acquisti.

Secondo gli ultimi dati Economist, la politica fiscale particolarmente espansiva si contrappone alla crescita economica prevista, riducendo il livello atteso del rapporto deficit/PIL. Tra i grandi paesi (G20) con il più alto deficit/PIL 2022 ci sono: USA (-7,8% da -12,6%); Giappone (-7%); Regno Unito (-6,7% da -10,9%). L'Italia è all'ottavo posto con -5,6% (era -9,6%). In Area EURO il rapporto è previsto a -4,1% (era -7,2%); in Germania a -2,7% (da -5,7%).

Secondo il FMI (ottobre 2021), nei paesi avanzati si passerà dal 103,8% di rapporto debito PIL del 2019 al 121,6% del 2021 (nel 2020 era 122,7%). Il nuovo debito passerà dal 2,95% del PIL del 2019 all'8,8% del 2021 (era 10,79% nel 2020).

L'inflazione: sempre più in alto... ma temporanea.

“Secondo le attese, l'inflazione dovrebbe mantenersi su livelli elevati nel breve periodo, per poi attenuarsi nel corso del prossimo anno. Le prospettive sono state riviste al rialzo per l'inflazione, che però si collocherebbe al di sotto del nostro obiettivo del 2% nell'orizzonte di proiezione” (BCE, 16 dicembre 2021).

La – per certi aspetti – desiderata inflazione è arrivata; ora si tratta di dimostrare che non è “troppa” o fuori controllo. È “solo” un segnale di entusiasmo per il ritorno alla normalità.

Sia in USA (FIGURA 4), sia in area EURO (FIGURA 5) vi è stato un rapido balzo, confermato dai dati più recenti. L'inflazione totale (compresi cibo ed energia) in area EURO ha raggiunto il +5% (da +3,4% del trimestre precedente); quella core il +2,6% (da +1,9%).

Sono dati impressionanti, ai quali non siano certamente più abituati. I prezzi dell'energia sono i principali responsabili, ma qualche segnale di ricaduta sul “paniere” si iniziano a vedere. Certamente il +2,6% di inflazione core, nell'ottica della simmetria rispetto al +2%, consente alla BCE di mantenere i tassi bassi e quindi di alimentare tassi reali anormalmente negativi (dunque espansivi).

In FIGURA 4 è riportata l'inflazione USA (dati di dicembre): +7% (da +5,4%) l'inflazione totale; +5,5% da +4,0% quella core. La FED – come è stato detto – ritiene che l'inflazione sia “arrivata” al target di lungo termine desiderato (a parte i tollerati movimenti di breve) ed ora solo i progressi sul mercato del lavoro la separano da una “reazione”, alla quale è pronta.

FED e BCE combattono una battaglia simile con strumenti simili (ma non uguali). Hanno di fronte la sfida del finanziamento diretto o indiretto del debito pubblico e del sostegno ai privati attraverso forme di prestito (acquisto di titoli privati). E oggi devono tenere a bada le aspettative di inflazione, perché non si metta in moto la “spirale inflazionistica”.

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 +1,75% (era +1,65% lo scorso trimestre) e -0,59% (era -0,92%) - si attestano dunque al +2,33% (da +2,54%; dati del 21 gennaio 2022). Nessun allarme, dunque, al momento.

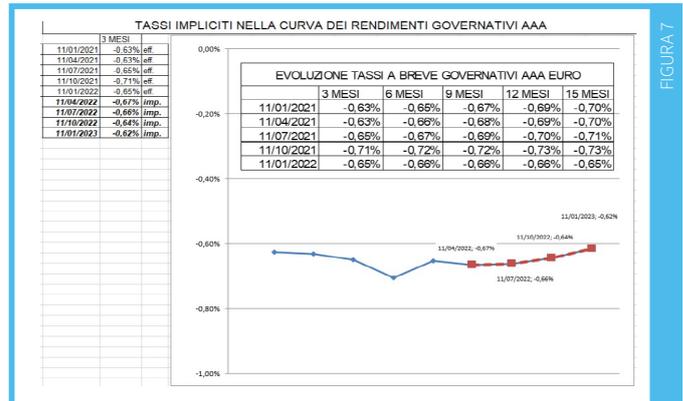


FIGURA 7

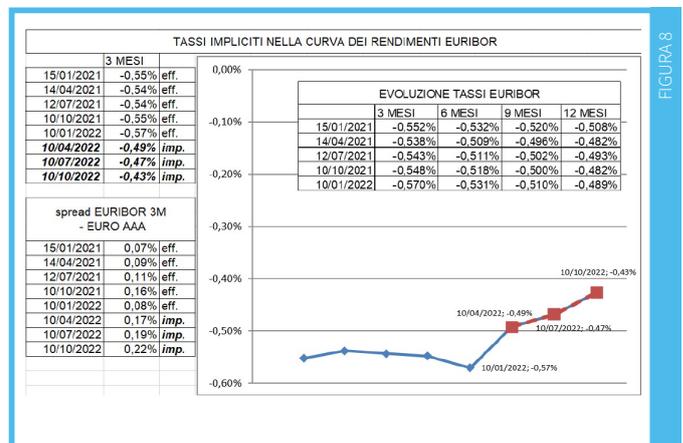


FIGURA 8

EVOLUZIONE TASSI A BREVE GOVERNATIVI AAA EURO

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI	15 MESI
11/01/2021	-0,63%	-0,65%	-0,67%	-0,69%	-0,70%
11/04/2021	-0,63%	-0,66%	-0,68%	-0,69%	-0,70%
11/07/2021	-0,65%	-0,67%	-0,69%	-0,70%	-0,71%
11/10/2021	-0,71%	-0,72%	-0,72%	-0,73%	-0,73%
11/01/2022	-0,65%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,65%

TABELLA 3

EVOLUZIONE TASSI EURIBOR

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI
15/01/2021	-0,552%	-0,532%	-0,520%	-0,508%
14/04/2021	-0,538%	-0,509%	-0,496%	-0,482%
12/07/2021	-0,543%	-0,511%	-0,502%	-0,493%
10/10/2021	-0,548%	-0,518%	-0,500%	-0,482%
10/01/2022	-0,570%	-0,531%	-0,510%	-0,489%

TABELLA 4

Tassi di interesse EURO a breve termine: la curva diventa crescente ed i tassi reali sono profondamente negativi

Il futuro livello dei tassi di interesse governativi area EURO (così come quello degli altri paesi) dipenderà dall'impatto dell'enorme fabbisogno finanziario degli Stati per far fronte alla situazione di emergenza. Al momento le banche centrali assicurano ampie risorse (ma progressivamente in diminuzione) ed i tassi rimarranno molto bassi, nonostante la domanda di capitali (pubblici) e l'inflazione. Nulla sembra possa mutare questa situazione. Almeno sino a quando la domanda di capitali privati non aumenterà considerevolmente.

Il livello dei tassi di interesse a breve termine AAA dell'area EURO rimane ampiamente in territorio negativo. Sono negativi i tassi a 3, 6, 12, 24, 36 mesi e rimangono negativi fino a 11 anni (erano negativi fino a 12 anni lo scorso trimestre) (FIGURA 6 e TABELLA 3). Da notare però che i tassi a 3 anni hanno superato quelli a due anni, confermando l'inversione della curva "invertita", già presente tre mesi addietro.

I tassi negativi a breve servono a tenere bassi quelli a lungo termine anche in presenza di forte domanda di capitali. Con l'inflazione ai livelli attuali, i tassi reali sono profondamente negativi. È la strategia perseguita da BCE, di fronte ad un'azione di stimolo fiscale dei governi di area EURO e alla ripresa economica. Secondo le elaborazioni BCE, i tassi a breve rimarranno negativi per altri 4 anni e 4 mesi (erano 5 anni e 4 mesi lo scorso trimestre), in crescita rispetto al valore minimo attuale: -0,721% (fonte BCE instantaneous forward 20/01/2022).

Il mercato si comporta dunque come se i futuri tassi a tre mesi nei prossimi 12 mesi fossero destinati a crescere leggermente. I rendimenti a tre mesi impliciti (forward rate) sono riassunti in FIGURA 7.

In questo contesto, i tassi EURIBOR (tutti negativi, ovviamente) sono rimasti stabili. Il rischio banche è decisamente sotto controllo, grazie alla prontezza con la quale BCE è intervenuta anche sul fronte vigilanza. 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. L'evoluzione dell'EURIBOR negli ultimi 12 mesi è riassunta nella TABELLA 4. In FIGURA 8 il tasso EURIBOR implicito si manterrebbe negativo almeno fino a ottobre 2022, con uno spread tra EURIBOR e AAA su livelli molto bassi. L'effetto del rischio banche (sul fronte dei prestiti bancari) in un momento di recessione profonda e diffusa, segnalato dodici mesi addietro, sembra sia stato ben governato, scontando i tempi macroeconomici migliori che oggi sono una realtà.

I CDS spread delle banche europee (indice ITRAXX) sono rimasti stabili rispetto al trimestre precedente a 44,54 bp (da 46,43 bp). Per le tre banche italiane nell'indice si è registrato un leggero aumento a 68,41 (da 61,62 bp). Gli strumenti di salvaguardia dei canali di trasmissione della politica monetaria in tutta l'area, senza distinzioni, più volte ribaditi da BCE, sembra abbiano alla fine convinto il mercato. Non è un risultato di poco conto.

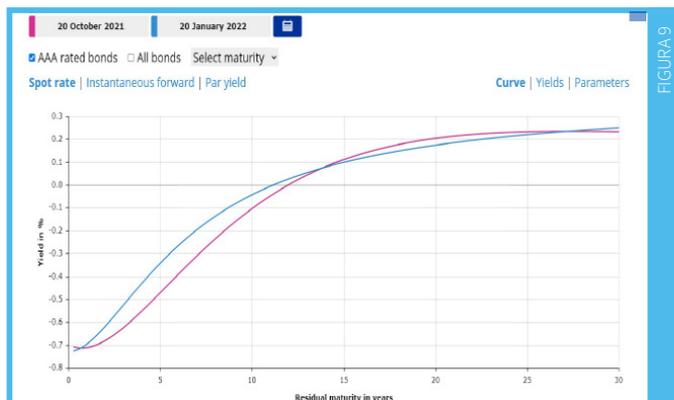


FIGURA 9

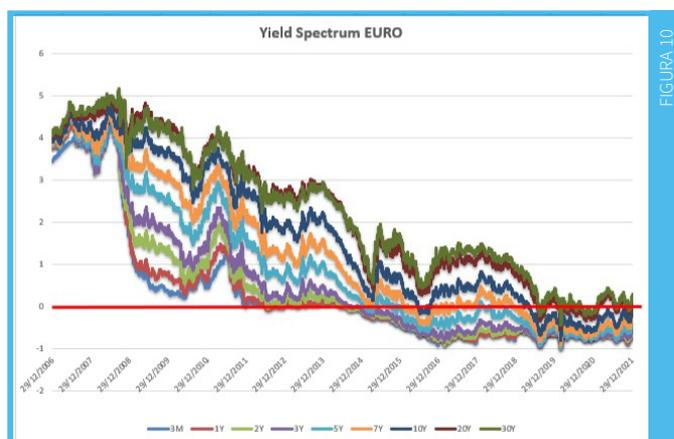


FIGURA 10

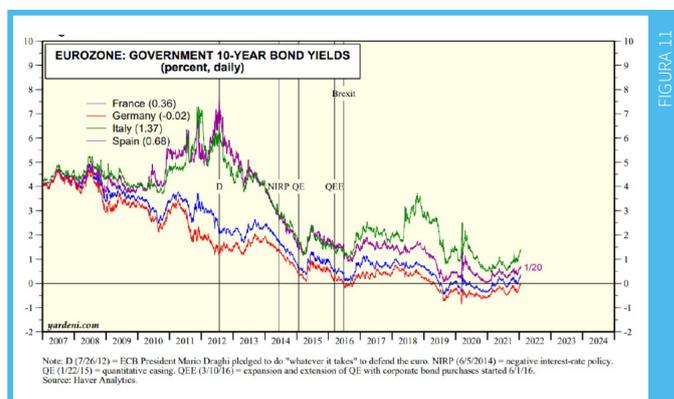


FIGURA 11

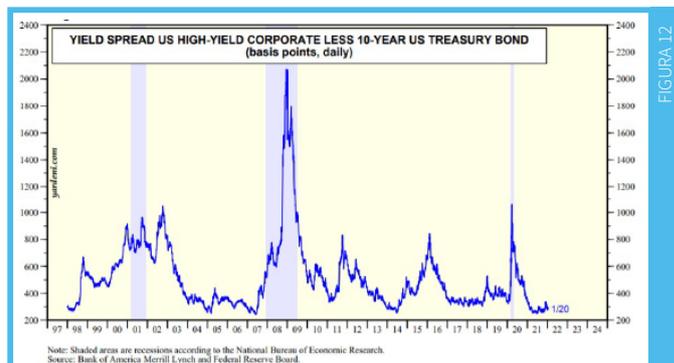


FIGURA 12

Tassi EURO lungo termine: la forma della curva è cambiata.

In questo trimestre la curva dei tassi EURO (governativi AAA) ha registrato un leggero movimento verso l'alto, aumentando la propria inclinazione fino a 10 anni, ma riducendola oltre i 10 anni (FIGURA 9). I dati di inflazione europea hanno alimentato aspettative di rialzo, con conseguenti effetti di freno della crescita.

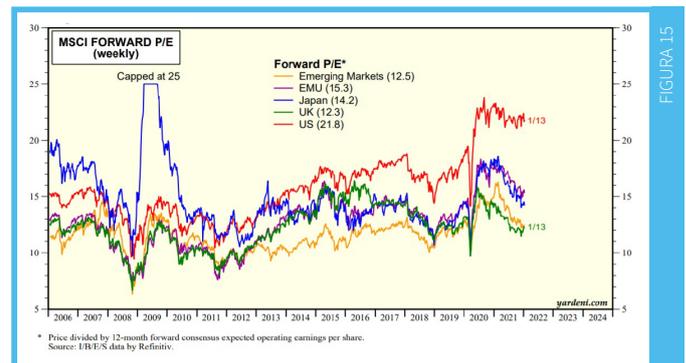
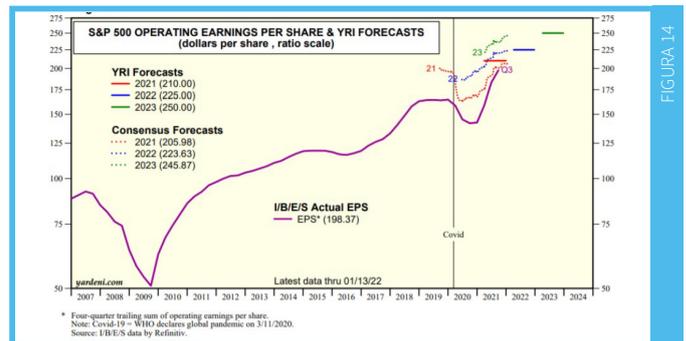
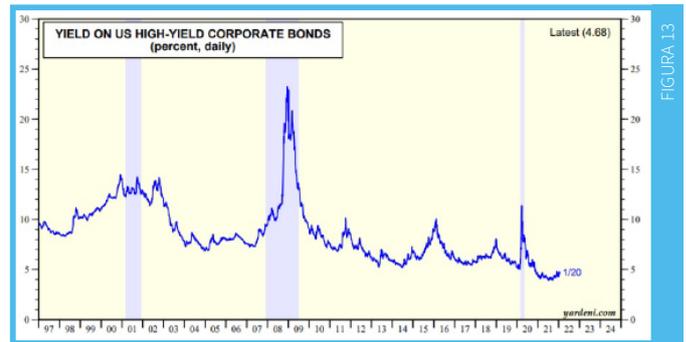
L'aspetto della curva è mutato. I tassi sono crescenti sin dall'origine (erano discendenti fino a 10 mesi lo scorso trimestre). Insomma, il mercato "vede" rialzi.

Anche i tassi USA, rispetto al trimestre precedente, mostrano un aumento della pendenza, più evidente sul tratto 1 - 7 anni. Il mercato (con un attento occhio alle reazioni di FED e BCE rispetto ai dati inflazionistici) ha preso atto che i tassi saliranno certamente, ma lo devono fare con ordine.

I tassi a 10 anni in Germania sono (ancora) negativi (-0,069%; erano a -0,124% lo scorso trimestre) e più bassi dei tassi giapponesi: +0,139% (era +0,084%). Il tasso italiano a 10 anni si attesta a quota +1,267% (era + 0,917%), quello USA è a livello +1,747% (era +1,635%) (fonte Refinitiv Eikon, 11/01/2022).

Lo «spettro» dei rendimenti (da 3 mesi a 30 anni, FIGURA 10) mostra una curva che torna a respirare, con i tassi più lunghi rivolti verso l'alto (e positivi, finalmente). La paura di un'area EURO incapace di reagire adeguatamente alla crisi sul fronte macroeconomico sembra del tutto svanita, sia pure in ritardo rispetto agli USA.

La BCE non ha mancato di ricordare che essa è pronta a sostenere finanziariamente le manovre necessarie, ribadendo però che la manovra fiscale è indispensabile e deve tener conto degli asimmetrici effetti della crisi sui diversi paesi dell'EURO. La politica fiscale deve essere "redistributiva", orientata alla produttività ed a favorire le riforme strutturali. E così è stato. Il Recovery Fund sembra avere le caratteristiche desiderate. In questo contesto, l'aumento dei tassi AAA, iniziato tre mesi addietro, è una tendenza che si confermerà, sia pure con estrema attenzione. La politica fiscale espansiva, forte, "coordinata e condivisa" è riuscita a far rialzare la pendenza della curva. I tassi bassi a lungo termine rimangono un obiettivo esplicito della BCE, insieme alla riduzione degli spread fra i diversi paesi dell'EURO, impegnati in disavanzi pubblici senza precedenti.



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

	Debito PIL 2021	Debito PIL 2025	Crescita PIL 2022	Crescita PIL 2023	Deficit PIL 2023	Tassi a 10 anni 11/01/2022	SPREAD 11/01/2022	SPREAD 15/10/2021	Variazione SPREAD
Germania	72,50	60,90	3,3	2,9	-2,7	-0,07	0,00	0,00	
Olanda	58,10	49,20	2,9	2,6	-3,9	-0,08	-0,01	-0,03	0,02
Francia	115,80	116,90	4,1	2,1	-5,5	0,23	0,30	0,26	0,04
Austria	84,20	72,20	4,1	2,9	-3,1	-0,01	0,06	0,02	0,04
Belgio	113,40	119,70	3,3	2,0	-4,3	0,21	0,28	0,22	0,06
Italia	154,80	146,50	4,4	2,0	-5,7	1,27	1,34	1,02	0,31
Spagna	120,20	117,50	5,1	3,0	-5,2	0,67	0,74	0,62	0,11
Irlanda	57,30	54,70	5,8	4,6	-2,1	-0,01	0,06	-0,01	0,06
Portogallo	130,80	114,70	4,9	1,8	-3,2	0,61	0,68	0,51	0,16
Grecia	206,70	179,60	4,5	3,8	-4,4	1,87	1,94	1,27	0,67
USA	133,30	133,50	3,8	2,2	-7,8	1,75	1,82	1,70	0,11
Giappone	256,30	251,90	3,2	1,3	-7,0	0,14	0,21	0,26	-0,05
UK	108,50	111,60	3,6	2,3	-6,7	1,17	1,24	1,23	0,01
	Fonte FMI (OCT 2021)		Fonte Economist 16/10/2021			Fonte Datastream			

I tassi di interesse nei diversi Paesi dell'area EURO: gli spread rimangono stabili su livelli bassi, ma l'Italia è sotto osservazione.

L'evoluzione dei tassi di interesse nei diversi paesi EURO, tutti impegnati sul fronte dello stimolo fiscale a debito, 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.

La tabella «condizioni di solvibilità» (TABELLA 5) accoglie alcuni dati macroeconomici previsionali e l'andamento degli spread rispetto alla Germania. L'ipotesi è che lo spread dipenda 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 crescita economica 2022, riviste al rialzo (+4,4%), collocano l'Italia prima di Germania, Olanda, Austria, Belgio; nel 2023 il +2% italiano è un dato modesto (migliore di quello del solo Portogallo). Un contesto previsionale decisamente migliorato per il nostro Paese, ma che torna meno brillante in prospettiva. Il debito pubblico (una "certezza" negativa) costituisce il noto punto debole e determina l'andamento dello spread: lo spread italiano ha comunque registrato rispetto al trimestre scorso una lieve aumento a 134 bp (da 102 bp). Il periodo di elezioni presidenziali non aiuta. Rispetto a 42 mesi fa, l'Italia da 333 bp si è portata a 232 bp e poi a 156 bp di 30 mesi addietro; lo spread attuale è inferiore solo a quello della Grecia (194 bp da 127 bp). Secondo le previsioni FMI (ottobre 2021), il debito PIL italiano aumenta a 154,80% nel 2021 (in diminuzione rispetto al dato 2020 pari ad oltre il 160%) dal già poco lusinghiero 133,20% del 2019 (ma siamo ancora in piena emergenza globale). Mentre il deficit/PIL 2021 per l'Italia si porta -5,7% (il peggior dato della TABELLA 5 dopo USA, UK e Giappone).

La nostra solvibilità dipende dal modo nel quale saranno utilizzate le risorse. Una sfida accettata dal governo Draghi. L'evoluzione di questa sfida è da seguire con estrema (e preoccupata) attenzione. Il ritorno a tassi "unici" (come dal 1999 al 2007, FIGURA 11) è decisamente più vicino, ma non scontato. Un paradosso di una crisi 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 (PEPP) sta per terminare.

Il rischio di credito e gli spread sulle obbligazioni corporate: confermati i minimi.

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. 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,



FIGURA 16

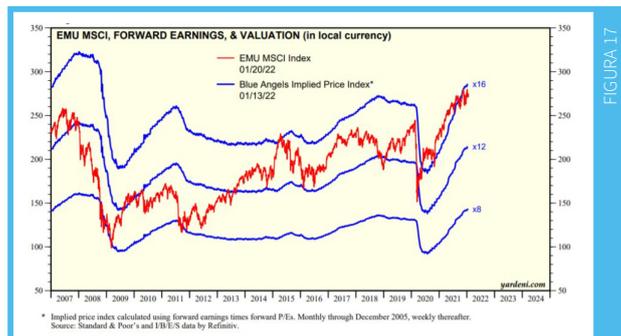


FIGURA 17

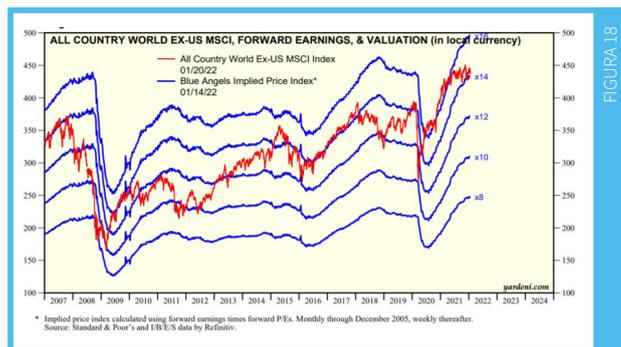


FIGURA 18

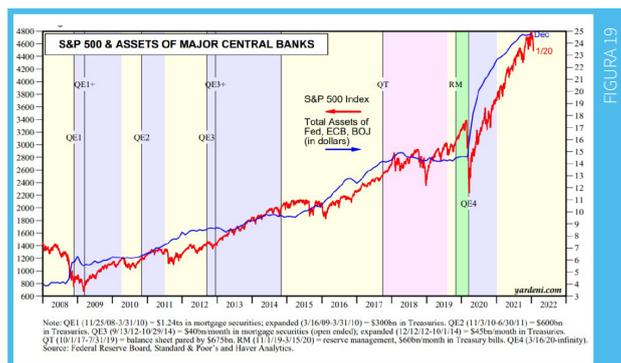


FIGURA 19

Note: QE1 (11/25/08-3/31/10) = \$1.2tn in mortgage securities; expanded (3/16/09-3/31/10) = \$300bn in Treasuries; QE2 (11/3/10-6/30/11) = \$600bn in Treasuries; QE3 (9/13/12-10/29/14) = \$400bn in mortgage securities (open ended); expanded (12/12/12-10/1/14) = \$450bn in mortgage securities; QE4 (1/17/20-3/1/21) = balance sheet pared by \$0.78tn; RM (11/1/19-3/15/20) = reserve management, \$660bn/month in Treasury bills; QE4 (3/16/20-infinitum). Source: Federal Reserve Board, Standard & Poor's and Haver Analytics.

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, e poi è sceso a 587 bp in luglio e si attestava a 454 quindici 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. Oggi (21/1/2022) è pari a 329 bp, in leggero aumento (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 4,68% (era 4,27% il trimestre precedente). La performance dell'indice (total return) negli ultimi 3 mesi è stata pari al -0,728% (era +0,919%); ultimi 12 mesi +3,073% (era +9,658%) (fonte ICE BoFA indice US HY Index H0A0). Le performance sono in esaurimento, tra rialzi degli spread e dei tassi.

Gli spread sono diminuiti per l'effetto delle politiche monetarie e fiscali che hanno – da un lato – protetto dai default aziendali e dall'altro reso necessaria la ricerca di rendimento attraverso l'assunzione di rischio. In questo contesto, un portafoglio diversificato e selezionato di obbligazioni corporate può forse ancora generare rendimenti positivi. Riteniamo però che questi spread (e questi tassi) siano ciclicamente da vendere.

I mercati azionari sono appesantiti dal ciclo economico, ma sono ancora robusti... fino a prova contraria.

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 ventuno mesi 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 riporta appena sopra agli utili 2017. Per il 2021 si prevede un immediato ritorno alla crescita: uno spettacolare +47,4% a 205,98 dollari (era +44,1% a 201,36 dollari), che supera di slancio il livello 2019. Per il 2022 nuova crescita: +8,6% (era +9,6%) fino a 223,63 dollari per azione (erano 220,77 dollari). Nel 2023 arriveremo (secondo le previsioni) a 245,87 su del +9,9% (erano 236,43 dollari, ossia +7,1%). Una corsa che pare inarrestabile.

In FIGURA 14 la linea viola rappresenta l'andamento degli utili per azione S&P500 effettivi dal 2007 (fonte Yardeni Research, aggiornamento fine dicembre). Le linee tratteggiate rappresentano l'andamento delle previsioni degli analisti (consensus) per il 2021, 2022 e 2023. Vediamo le revisioni al rialzo ed i risultati acquisiti del terzo trimestre 2021 (Q3 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. Ma non è stato il caso della recessione per decreto, una certezza.

In FIGURA 16 vengono presentati i dati del QE della BCE. La linea blu indica il totale attivo della BCE che continua ad 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 (e fornirà) 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 si spezza l'incantesimo. Ma se le Banche Centrali agiscono i mercati rimbalzano. 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. I mercati sono saliti mentre gli utili attesi a 12 mesi sono stati rivisti bruscamente al ribasso e sono continuati a salire anche dopo le revisioni al rialzo degli utili. I dati più recenti indicano che le previsioni degli utili forniscono un forte supporto ai mercati in rialzo. Il resto è aritmetico. Il mercato più “caro” rimane quello USA (21,8 contro 21,1 del trimestre precedente); il più “economico” (escludendo lo UK) è l'indice dei paesi emergenti (12,5 da 12,7). Il PE è funzione di tre elementi: il tasso privo di rischio (molto basso, quindi PE alto), il premio per il rischio (in diminuzione, quindi PE più alto) e la crescita degli utili (in aumento, quindi PE più alto). Gli utili “scontati” in questo momento sono molto forti (o fortissimi), come abbiamo visto. Una visione nella quale prevale l'ottimismo di una rapida chiusura “economica” (e sanitaria) della vicenda e di una successiva crescita dell'economia mondiale. Tuttavia, i mercati sono sempre più legati all'avveramento della “profezia” ed ogni dubbio si traduce in volatilità. Più avanza il ciclo economico, maggiori sono le aspettative di inflazione e i possibili aumenti dei tassi, più pesanti diventano i mercati, pur irrobustiti dagli utili.

In FIGURA 17, vengono rappresentate le determinanti del PE del mercato azionario EMU. Il mercato presenta un PE di 15,3 (era 15,3 anche tre mesi addietro), dunque sulla linea dell'“angelo azzurro” che moltiplica per 16 gli utili attesi. Il PE del 2007 era più basso. Gli utili mostrano 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 14 (era 15) e, sia i mercati, sia gli utili, hanno superato il livello del 2007. Gli utili (previsti) sono scesi bruscamente, portandosi sotto i livelli del 2016, ma ora sono tornati a crescere in modo convincente e (pare) inarrestabile.

Secondo i dati IBES - Refinitiv, la crescita degli utili a 5 anni per l'Italia è prevista a livello +15,5% (era +15,7%), sotto la media EMU (+23,7% era +24,3%). Nel breve termine: in Italia gli utili cresceranno (secondo le previsioni) del +11,4% (era +17,2%) contro una media EMU del +7,6% (era +15,3%). Tra i grandi paesi per crescita a breve, l'India registra +21,7% (era +23,6%), la Cina +13,6% (da +15,1%), gli USA +8% (da +12,4%), la Germania: +5,7% (da +14,5%). Nel lungo termine, citiamo Cina a +18,8% (da +20,8%), Emerging Markets Asia a +22% da +22,2%, India a +22,7% (da +21,7%), Emerging Markets +21,7% (da +21,7%). Gli Stati Uniti seguono da vicino a +21,9% (da +22,8%).

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

FORMIGINE

via Trento Trieste, 126 - Formigine (MO) - Tel. 059/5750540

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