

SANFELICE 1893

# MERCATI

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

MAGGIO 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 +5,3% (era +5,1%). Nel 2022 crescerà del +2,9% (era +3,9% la previsione nel precedente trimestre) e del +2,3% (era +2,9%) anche nel 2023. In USA il 2020 ha registrato una contrazione del -3,7%. Nel 2021 si è registrato un notevole +5,6% (era +5,5%) per poi scendere a +3,1% (era +3,8%) nel 2022 e a +2% (era +2,2%) nel 2023, secondo le previsioni. L'Italia ha chiuso il 2020 con un -8,9%. Per il nostro paese il 2021 ha visto una crescita notevole del +6,6% (era +6,3%) seguita da +3% (era +4,4%) nel 2022 e da un 2023 a +1,8% (era +2,0%).

La TABELLA 2 (aggiornata ad aprile 2022) indica l'evoluzione della crescita e dell'inflazione fino al 2026, con un ritorno a tassi di crescita più contenuti (e ridotti rispetto al trimestre precedente) a partire dal 2023 e un'inflazione (paesi OCSE) che - dopo un +3,6% nel 2021 e un +7% (era +3,8%, si badi bene) nel 2022 - rimane a +3,1% (era +2%) nel 2023, e sopra il 2% negli anni successivi.

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

La Cina è uno dei pochi paesi con un dato positivo nel 2020: +2,3%. Anche il 2021 si è presentato forte: +8,1% (era +7,9%). Il 2022 e il 2023 saranno ancora molto positivi, ma in evidente rallentamento, a quota +5,5% (era +5,3%, quindi in miglioramento) e +5% (era +4,9%). Per l'India il 2020 è stato invece brutale: -8%; è stato seguito però da un 2021 a +8,9% (la previsione era +9,2%) e proseguirà con un +7,2% (era +7,0%) e +5,5% (era +5,1%) nel 2022 e nel 2023.

Per la Russia nel 2020 la contrazione è stata del -3,1%. È seguito un 2021 a +4,7% (era +4,2%). Ovviamente il 2022 risente direttamente della guerra: -10% (era previsto +2,4%). Il 2023, secondo le previsioni, dovrebbe portarsi a +2,9% (era +2,4%).

Il Brasile registra nel 2020 un -4,1% ed è tornato a crescere del +4,6% (era +5%) nel 2021. Crescerà del +0,3% e +1,3% (era +1,6%) nei due anni successivi.

Il Regno Unito chiude il 2020 a -9,9%. Il 2021 ha registrato un +7,4% (era +6,7%); seguirà, secondo le previsioni, un 2022 a +3,9% (era +4,3%) e un +2,0% nel 2023.

Secondo i dati Economist, aggiornati per l'effetto guerra, 11 (erano 6) paesi (su 58 censiti) non riescono a recuperare i livelli del PIL precedenti alla pandemia a fine 2022. Iniziando dal peggiore, si tratta di Ucraina, Russia, Venezuela, Spagna, Thailandia, Messico, Sud Africa, Italia, Repubblica Ceca, Gran Bretagna e Giappone. Il nostro Paese chiuderebbe con un -0,26% (era +1,1% con i dati dello scorso trimestre). L'area EURO presenta - secondo queste previsioni - una crescita cumulata del +1,21% (era +1,8%); gli USA

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	latest	year ago	2022*	latest	latest	
India	+5.4Q	+26.6	+7.2	+5.5	+1.7M	+7.0M	+5.5	+6.0	7.6M		
Saudi Arabia	+3.2H1	no	+6.7	+4.7	no	+2.0M	+4.9	+2.1	6.9M		
China	+4.8Q	+5.3	+5.5	+5.0	+5.0M	+1.5M	+0.4	+2.0	5.8M*		
Indonesia	+5.0Q	+5.2	+4.9	+4.9	+7.3M	+2.6M	+1.4	+4.2	6.5Q*		
Britain	+6.6Q	+5.2	+3.9	+2.0	+1.6M	+7.0M	+0.7	+6.4	3.8M*		
Canada	+3.3Q	+6.7	+3.8	+3.3	+1.3M	+6.7M	+2.2	+5.1	5.3M		
Argentina	+8.6Q	+6.3	+3.2	+2.4	+0.3M	+5.1M	no	+5.5	7.0M*		
Australia	+4.2Q	+14.4	+3.2	+2.5	+1.6Q	+3.5Q	+0.9	+4.3	4.0M		
France	+5.4Q	+2.9	+3.2	+1.9	+2.4M	+4.5M	+1.1	+6.1	7.4M		
Turkey	+9.1Q	+6.2	+3.0	+3.5	+13.3M	+61.1M	+16.2	+50.5	11.4M*		
Italy	+6.2Q	+2.5	+3.0	+1.8	+3.3M	+6.5M	+0.8	+6.3	8.5M		
United States	+5.5Q	+6.9	+3.0	+1.9	+5.5M	+8.5M	+2.6	+6.6	3.6M*		
Japan	+0.4Q	+4.6	+2.8	+1.4	+0.5M	+1.2M	-0.4	+1.7	2.7M		
South Korea	+4.1Q	+5.0	+2.7	+2.5	+6.5M	+4.1M	+1.9	+3.2	3.0M*		
Germany	+1.8Q	-1.4	+2.5	+2.2	+3.0M	+7.3M	+1.7	+5.3	3.1M		
South Africa	+1.7Q	+4.7	+2.1	+2.4	+0.2M	+6.1M	+3.1	+4.8	35.3Q*		
Mexico	+1.1Q	-0.1	+1.9	+2.6	+2.5M	+7.5M	+4.7	+7.4	3.8M		
Brazil	+1.6Q	+2.2	+0.3	+1.3	+0.3M	+11.3M	+6.1	+9.5	11.2M*		
Russia	+5.0Q	no	-10.0	+2.9	+6.3M	+16.7M	+5.8	+16.0	4.1M*		

TABELLA 1 - Fonte Economist 20 gennaio 2022

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>Real GDP growth (PPP exchange rates)</b>										
World	3.7	3.5	2.6	-2.9	6.0	3.6	3.6	3.3	3.1	3.1
OECD	2.6	2.4	1.5	-4.3	5.4	3.0	2.2	2.0	2.0	1.9
Non-OECD	4.6	4.5	3.6	-1.9	6.4	4.0	4.6	4.2	4.0	4.0
<b>Real GDP growth (market exchange rates)</b>										
World	3.2	3.0	2.3	-3.7	5.7	3.3	3.1	2.8	2.6	2.6
OECD	2.5	2.3	1.7	-4.6	5.2	3.0	2.2	2.0	1.9	1.8
Non-OECD	4.3	4.2	3.4	-2.0	6.4	3.7	4.5	4.0	3.8	3.8
North America	2.3	2.9	2.2	-3.6	5.6	3.1	2.0	1.8	1.9	1.7
Europe	3.0	2.2	1.8	-5.6	5.8	1.7	2.7	2.2	2.0	2.0
Euro area	2.7	1.8	1.6	-6.6	5.3	2.9	2.3	2.0	1.8	1.8
Asia & Australasia	4.8	4.4	3.6	-1.4	5.8	4.5	4.0	3.9	3.8	3.7
Latin America	0.9	0.8	-0.7	-7.0	6.4	2.4	2.2	2.1	2.1	2.3
Middle East & North Africa	1.4	1.1	0.8	-3.9	3.7	6.3	4.5	2.9	1.2	2.0
Sub-Saharan Africa	2.3	2.6	2.2	-2.8	3.9	3.3	4.1	4.1	4.2	3.9
<b>Inflation (av)</b>										
World*	3.2	3.5	3.5	3.3	5.3	7.7	4.7	3.4	3.2	3.3
OECD	2.2	2.5	1.9	1.2	3.6	7.0	3.1	2.3	2.2	2.2
Non-OECD*	4.3	4.5	5.2	5.5	7.0	8.4	6.3	4.5	4.3	4.4
<b>Trade in goods</b>										
World	5.6	3.8	0.3	-4.9	10.5	4.9	4.7	4.0	3.6	3.6
OECD	4.8	3.4	0.6	-1.6	10.2	5.5	4.5	3.5	3.3	3.3
Non-OECD	7.0	4.5	-0.2	-2.1	11.1	5.2	6.4	6.3	4.9	4.9

TABELLA 2 - Fonte EUU 18 gennaio 2022

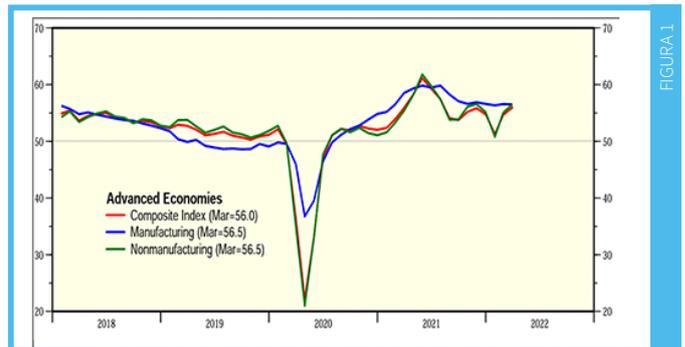


FIGURA 1

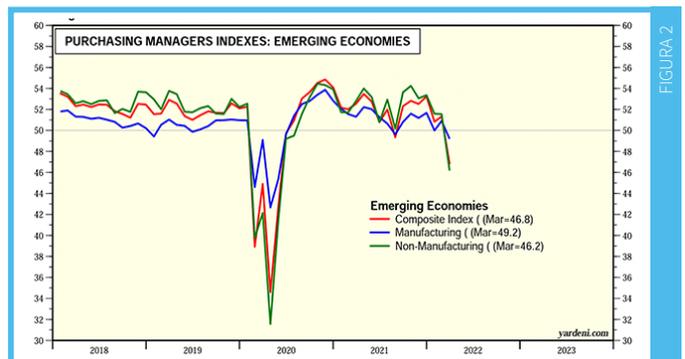


FIGURA 2

del +4,86% (era +5,7%).

Secondo i dati EIU (TABELLA 2), dopo il -3,7% del 2020, la crescita globale resta buona (ma in progressivo rallentamento) nel 2021, nel 2022 e nel 2023, per poi portarsi progressivamente al +2,6% nel 2026. A livello globale il triennio 2020 – 2022 vede una crescita cumulata del +5,15% (era +5,66% prima della guerra).

Detto in altri termini, la fase di recupero dai minimi rimane possibile nonostante la guerra, secondo le previsioni. E poi torneremo alla normalità di una crescita mondiale in progressivo ridimensionamento. Il FMI però intitola il suo Outlook di aprile “War sets back the global recovery”, avvertendo che i danni derivanti dalla guerra e l’inflazione determineranno un rallentamento globale nel 2022, con effetti che proseguiranno anche nel 2023.

Il commercio mondiale secondo l’Economist è diminuito di un significativo -4,9% nel 2020; è seguito un +10,5% (era +9,9%) nel 2121. Si proseguirà con un +4,9% (era +5,5%) e un +4,7% (era +4,3%) nel 2022 e 2023.

I PMIs (Purchasing Managers Index) sono aggiornati a marzo e segnalano qualche problema nelle economie emergenti, ma confermano crescita nelle economie avanzate (FIGURE 1 e 2). Per queste ultime, infatti, l’indice composito è a 56 (era 54,8): 56,5 (era 55,1) il non manufacturing e 56,5 (era 56,6) il manufacturing. Per le economie emergenti, il livello del composito è a 46,8 (da 53,3): non manufacturing a 46,2 (era 53,4); manufacturing a 49,2 (era 51,7). Vedremo se aprile porterà brutte notizie.

Intanto, secondo i Leading Indicator dell’OCSE (14 aprile 2022), la crescita economica potrebbe rallentare soprattutto in Europa: “Growth losing momentum” in Francia, Germania, Italia, Regno Unito; “Stable Growth”, invece, per Cina, Stati Uniti, Giappone, Canada e India. Il report non manca – di nuovo – di segnalare prudenza nell’interpretare questi dati, vista l’incertezza legata alle misure di contenimento della pandemia e – ora – alla guerra.

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: 20 mesi (erano 16 lo scorso trimestre), la più breve dal 1959. Chiuso questo periodo con ottobre 2021, il dato aggiornato a febbraio segnalava espansione in corso. Vedremo.

Quanto al petrolio (e alle altre materie prime) la forza della ripresa sembrava aver sorpreso tutti i mercati. Ma le vere sorprese dovevano ancora arrivare, purtroppo. Il Brent si trova ora in area 107,3 (era 87,6 dollari il trimestre precedente). Nell’ultimo anno è ora in aumento del +60,9% (era +56,6% nel trimestre precedente). Nell’ultimo mese è però diminuito del 7% (fonte Economist, 19 aprile 2022).

La politica monetaria inizia a dover affrontare un dato di inflazione persistente. Gli ultimi numeri non lasciano spazio a tentennamenti e la FED si sta muovendo di conseguenza, sia sul fronte della normalizzazione degli interventi di espansione del proprio bilancio, sia agendo sui tassi di interesse, aumentandoli progressivamente. La BCE – come previsto – ha interrotto gli acquisti di titoli nell’ambito del PEPP (Pandemic Emergency Purchase Program). Nel terzo trimestre la BCE ha annunciato che “dovrebbe interrompere” gli acquisti “ordinari” previsti dall’APP. Continuerà però a mantenere il totale rinnovo dei titoli in scadenza per un “prolungato periodo di tempo” anche dopo l’inizio dei rialzi dei tassi di interesse, che per ora rimangono fermi e che comunque sarà molto graduale. 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

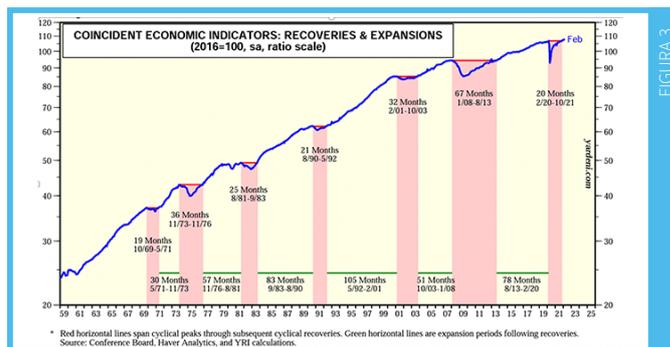


FIGURA 3

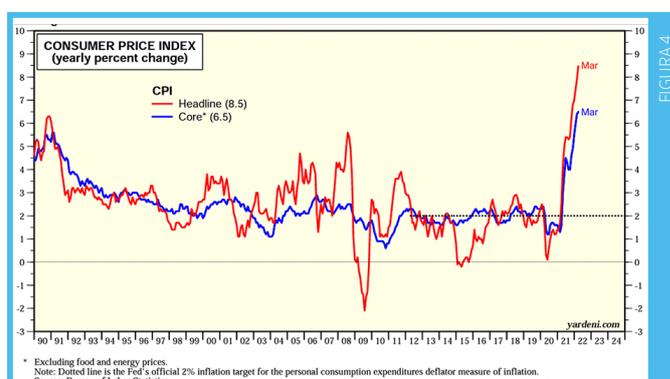


FIGURA 4

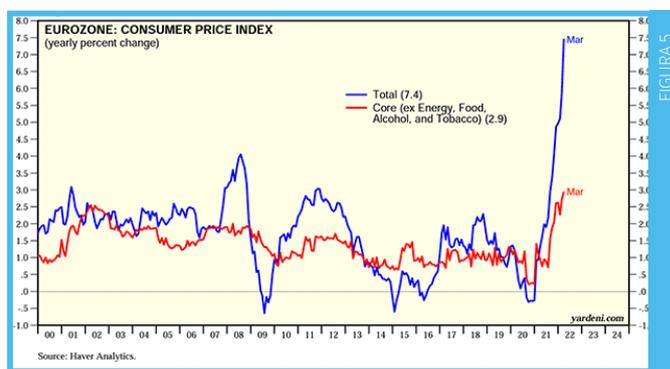


FIGURA 5

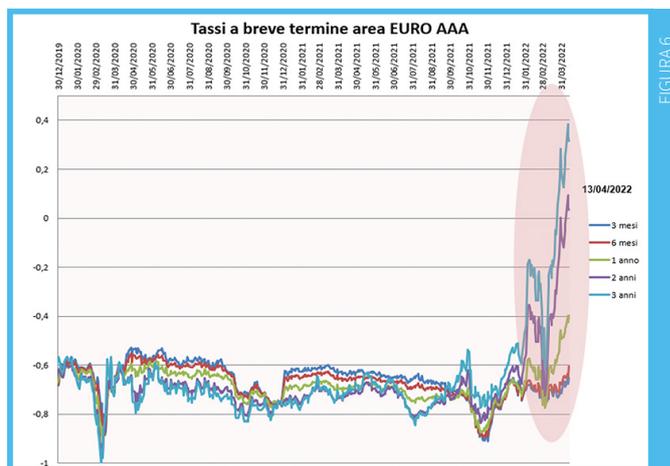


FIGURA 6

(seconda settimana del 2022) è pari a 8,787 trilioni di euro (da 8,594 del trimestre precedente).

Anche la politica fiscale appare in una nuova fase. I dati USA mostrano un rallentamento dell'espansione della spesa pubblica. Il rallentamento economico rende più difficile mantenere sotto controllo il rapporto deficit/PIL. Anche in area EURO, con la fine del PEPP e sebbene la BCE rassicuri che agirà con "flessibilità", dopo il varo del "Next generation EU" c'è una maggiore attenzione all'aumento della spesa. Le preoccupazioni per la massa di debito pubblico accumulata in questo periodo sono sempre più presenti. Secondo gli ultimi dati 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: Brasile (-7,7%); USA (-7,5% da -7,8%); Russia (-6,5%); India (-6,4%). L'Italia è al settimo posto (era all'ottavo) con -5,7% (era -5,6%). In Area EURO il rapporto è previsto a -4,1% (era -4,1%); in Germania a -2,4% (da -2,7%).

Secondo il FMI (aprile 2022), nei paesi avanzati si passerà dal 103,8% di rapporto debito PIL del 2019 al 119,79% del 2021 e al 115% nel 2022 (nel 2020 era 122,7%). Il nuovo debito passerà dal 2,95% del PIL del 2019 al 7,29% del 2021 e al 4,35% nel 2022 (era 10,79% nel 2020).

## L'inflazione: sempre più in alto ... ma si fermerà.

"L'inflazione è aumentata in misura significativa e rimarrà elevata nei prossimi mesi, soprattutto a causa del forte incremento dei costi dell'energia. Le pressioni inflazionistiche si sono intensificate in molti settori" (BCE, 14 aprile 2022).

L'inflazione preoccupa perché dalle materie prime si teme si stia rapidamente diffondendo nell'economia, alimentando una pericolosa "spirale", soprattutto negli USA.

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 +7,5% (da +5% del trimestre precedente); quella core il +2,9% (da +2,6%).

Sono dati impressionanti, ai quali non siamo certamente più abituati. I prezzi dell'energia sono i principali responsabili, ma qualche segnale di ricaduta sul "paniere" si inizia a vedere. Certamente il +2,9% 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): +8,5% (da +7%) l'inflazione totale; +6,5% da +5,5% quella core. La FED ha di fronte una crescita robusta, una disoccupazione bassa ed una inflazione molto alta. Ulteriori interventi sui tassi sono necessari e scontati dal mercato. Per gli USA - peraltro - la guerra è lontana, anche economicamente.

FED e BCE combattono adesso una battaglia simile ma non uguale. Hanno di fronte la sfida di una inflazione che va combattuta senza soffocare la crescita economica, forte in USA, appena iniziata e ancora assolutamente necessaria in area EURO.

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 +2,54% (era +1,75% lo scorso trimestre) e -0,30 (era -0,59%) - si attestano dunque al +2,84% (da +2,33%; dati del 5 aprile 2022).

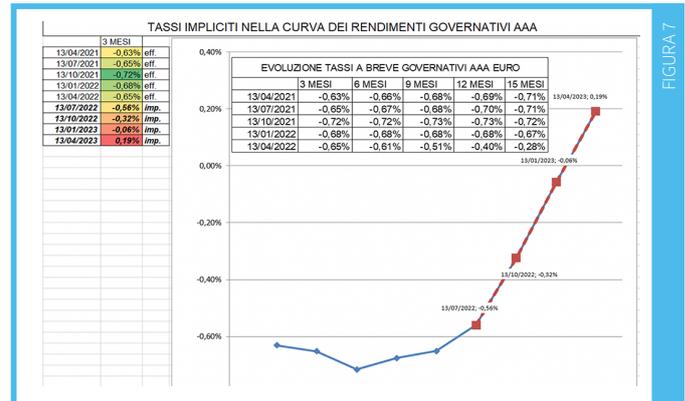


FIGURA 7

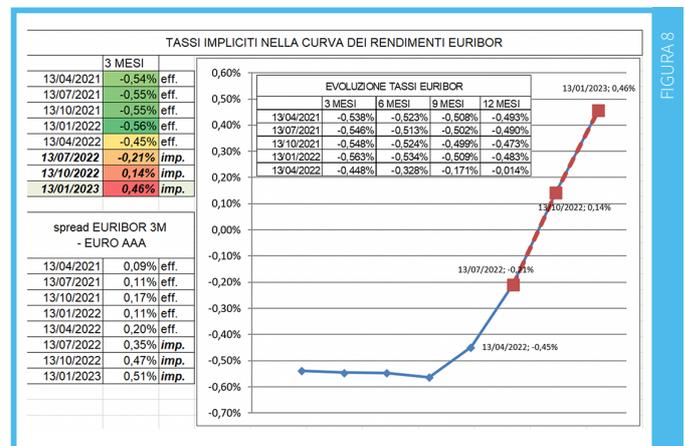


FIGURA 8

### EVOLUZIONE TASSI A BREVE GOVERNATIVI AAA EURO

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI	15 MESI
13/04/2021	-0,63%	-0,66%	-0,68%	-0,69%	-0,71%
13/07/2021	-0,65%	-0,67%	-0,68%	-0,70%	-0,71%
13/10/2021	-0,72%	-0,72%	-0,73%	-0,73%	-0,72%
13/01/2022	-0,68%	-0,68%	-0,68%	-0,68%	-0,67%
13/04/2022	-0,65%	-0,61%	-0,51%	-0,40%	-0,28%

TABELLA 3

### EVOLUZIONE TASSI EURIBOR

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI
13/04/2021	-0,538%	-0,523%	-0,508%	-0,493%
13/07/2021	-0,546%	-0,513%	-0,502%	-0,490%
13/10/2021	-0,548%	-0,524%	-0,499%	-0,473%
13/01/2022	-0,563%	-0,534%	-0,509%	-0,483%
13/04/2022	-0,448%	-0,328%	-0,171%	-0,014%

TABELLA 4

### Tassi di interesse EURO a breve termine: la curva aumenta la sua pendenza ed i tassi reali sono profondamente negativi.

Il futuro livello dei tassi di interesse governativi area EURO (così come quello degli altri paesi) dipenderà essenzialmente dall'inflazione e dalla reazione della politica monetaria della BCE. Al momento è molto cauta e lascia che il mercato esprima rialzi dei tassi in un contesto di tassi reali negativi a livelli mai visti. Dalla politica del tasso nominale negativo si passa alla politica del tasso reale negativo.

Il livello dei tassi di interesse a breve termine AAA dell'area EURO rimane ancora in territorio negativo. Sono negativi i tassi a 3, 6, 12 mesi, ma sono tornati positivi quelli a 24 e 36 mesi (erano negativi fino a 11 anni lo scorso trimestre) (FIGURA 6 e TABELLA 3). I tassi a due anni erano negativi dal 4 luglio 2014.

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 anche in presenza di tassi nominali positivi. Secondo le elaborazioni BCE, i tassi a breve rimarranno negativi per altri 10 mesi (erano 4 anni e 4 mesi lo scorso trimestre), monotonamente crescenti dal valore minimo attuale: -0,642% (era -0,721% lo scorso trimestre) (fonte BCE instantaneous forward 21/4/2022).

Il mercato si comporta dunque come se i futuri tassi a tre mesi nei prossimi 12 mesi fossero destinati ad una "rapida" crescita fino a tornare positivi tra un anno. I rendimenti a tre mesi impliciti (forward rate) sono riassunti in FIGURA 7.

In questo contesto, i tassi EURIBOR (tutti ancora negativi) sono cresciuti. Il rischio banche continua ad essere 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 tornerebbe positivo già ad ottobre di questo anno, con uno spread tra EURIBOR e AAA su livelli molto bassi, ma in crescita. L'effetto del rischio banche (sul fronte dei prestiti bancari) deve ora affrontare l'incognita delle conseguenze della guerra per le grandi economie europee, Germania in testa.

### Tassi EURO lungo termine: è iniziata decisamente una nuova fase.

In questo trimestre la curva dei tassi EURO (governativi AAA) ha registrato un deciso movimento verso l'alto, aumentando la propria inclinazione fino a 10 anni (FIGURA 9). I dati dell'inflazione europea hanno alimentato aspettative di rialzo, nonostante i problemi derivanti all'economia europea dalla guerra.

L'aspetto della curva è ancora mutato. I tassi sono crescenti sin dall'origine. Insomma, il mercato "vede" ulteriori rialzi.

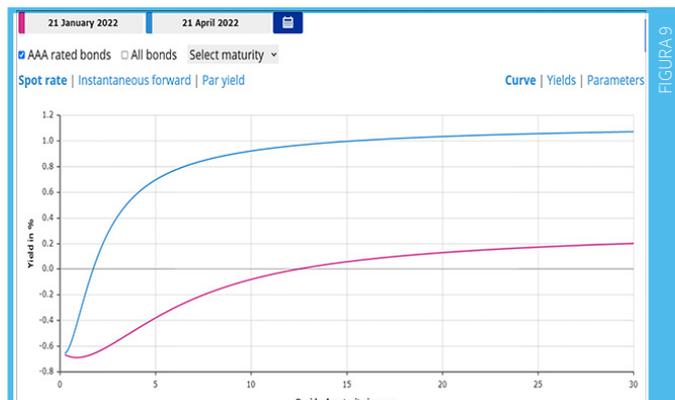


FIGURA 9

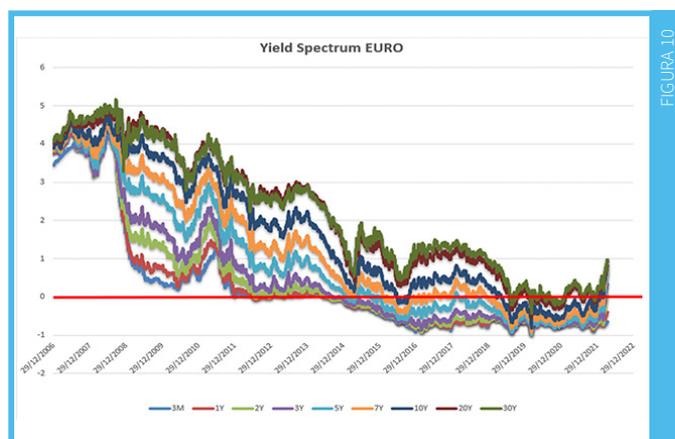


FIGURA 10

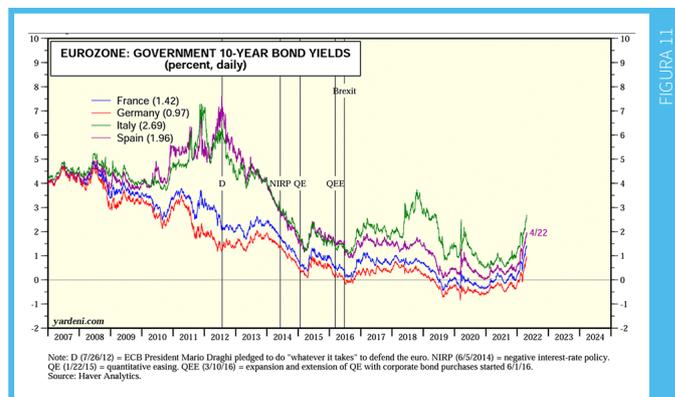


FIGURA 11

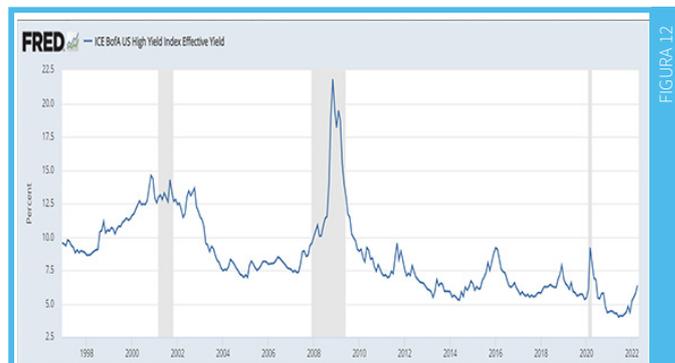


FIGURA 12

I tassi USA, rispetto al trimestre precedente, mostrano un aumento parallelo. La curva rimane “paurosamente” verticale nel tratto 1 - 3 anni. Il mercato ha preso atto che i tassi saliranno certamente e velocemente.

I tassi a 10 anni in Germania sono ormai positivi e vicino all'1% (0,8206%; erano a -0,069% lo scorso trimestre) e più alti dei tassi giapponesi: +0,234% (era +0,139%). Il tasso italiano 10 anni si attesta a quota +2,434% (era +1,267%), quello USA è a livello +2,828% (era +1,747%) (fonte Refinitiv Eikon, 14/04/2022).

Lo «spettro» dei rendimenti (dal 3 mesi al 30 anni, FIGURA 10) mostra una curva che torna a respirare, con quasi tutti i tassi rivolti verso l'alto (e positivi). La “riemersione” dei tassi EURO – almeno in termini nominali – è ormai vicina. Solo un forte rallentamento economico potrebbe impattare sul rialzo dei tassi, contenendo il “ricarico” dei prezzi delle materie prime sugli altri prezzi.

In questo contesto, l'aumento dei tassi AAA, iniziato tre mesi addietro, è una tendenza che si confermerà. Si confermerà però anche il mantenimento di tassi reali ampiamente negativi, che lasciano “espansiva” la manovra monetaria e stimolano gli investimenti, anche in un contesto così difficile ed incerto.

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

L'evoluzione dei tassi di interesse nei diversi paesi EURO, tutti impegnati sul fronte del mantenimento (e dell'ampliamento) delle sanzioni alla Russia (che richiedono interventi in deficit per far fronte alle conseguenze economiche di breve periodo) e, contestualmente, dell'utilizzo 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. Non è facile nell'odierno contesto.

La tabella «condizioni di solvibilità» (TABELLA 5) accoglie alcuni

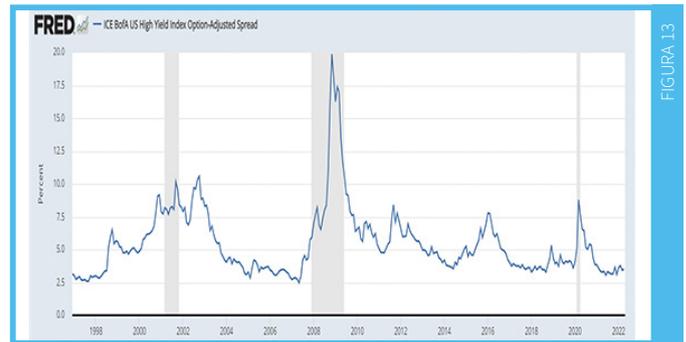


FIGURA 13

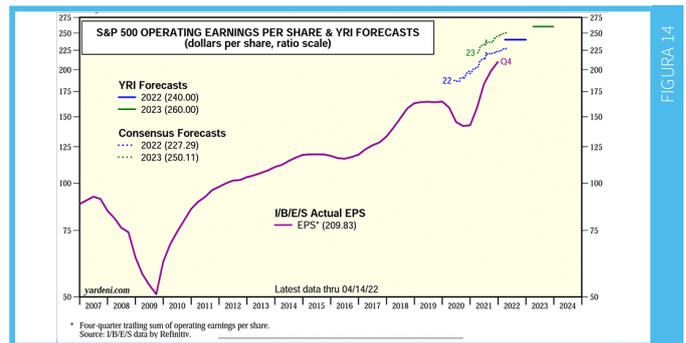


FIGURA 14

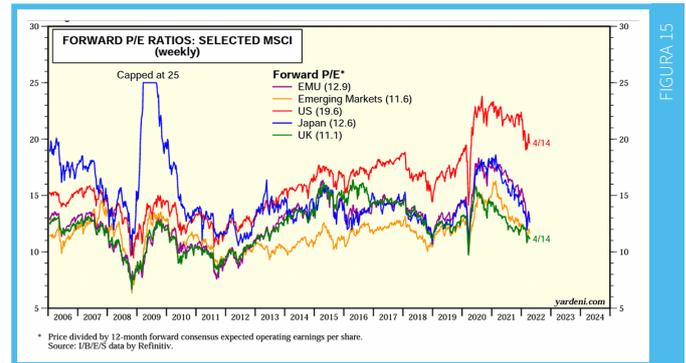


FIGURA 15

### 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 2022	Tassi a 10 anni 14/04/2022	SPREAD 14/04/2022	SPREAD 11/01/2022	Variazione SPREAD
Germania	72,50	60,90	2,5	2,2	-2,4	0,81	0,00	0,00	
Olanda	58,10	49,20	2,5	2,0	-3,0	0,88	0,07	-0,01	0,02
Francia	115,80	116,90	3,2	1,9	-5,5	1,19	0,37	0,30	0,04
Austria	84,20	72,20	3,2	2,8	-3,8	1,04	0,23	0,06	0,04
Belgio	113,40	119,70	3,9	1,7	-4,7	1,21	0,40	0,28	0,06
Italia	154,80	146,50	3,0	1,8	-5,7	2,43	1,62	1,34	0,31
Spagna	120,20	117,50	5,4	3,2	-5,7	1,72	0,91	0,74	0,11
Irlanda	57,30	54,70	1,5	5,0	-2,7	0,96	0,15	0,06	0,06
Portogallo	130,80	114,70	5,4	2,7	-3,5	1,72	0,91	0,68	0,16
Grecia	206,70	179,60	3,5	3,8	-5,1	2,79	1,98	1,94	0,67
USA	133,30	133,50	3,0	1,9	-7,5	2,83	2,02	1,82	0,11
Giappone	256,30	251,90	2,8	1,4	-5,9	0,23	-0,58	0,21	-0,05
UK	108,50	111,60	3,9	2,0	-5,5	1,88	1,07	1,24	0,01

Fonte FMI (OCT 2021)

Fonte Economist 16/10/2021

Fonte Datastream

TABELLA 5

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 una più modesta crescita economica 2022, collocano l'Italia prima di Germania, Olanda e Irlanda; nel 2023 il +1,8% italiano è un dato modesto (migliore di quello del solo Belgio). Un contesto previsionale decisamente peggiorato per il nostro Paese, sul quale pesa la dipendenza energetica. 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 un nuovo lieve aumento a 162 bp (da 134 bp). Per la verità questo movimento è stato generalizzato. Rispetto a 45 mesi fa, l'Italia da 333 bp si è portata a 232 bp e poi a 156 bp di 33 mesi addietro; lo spread attuale è inferiore solo a quello della Grecia (198 bp da 194 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 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. Ma ora abbiamo di fronte nuove sfide sul fronte energetico, sul quale 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 due crisi (pandemia e 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. 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: segnali di modesto rialzo.

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. La guerra non sembra colpire, per ora. 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 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 (22/4/2022) è pari a 365 bp, da 329 bp di tre mesi addietro (fonte ICE BoFA indice US HY Index H0A0). In FIGURA 13 osserviamo l'andamento dei tassi delle obbligazioni corporate

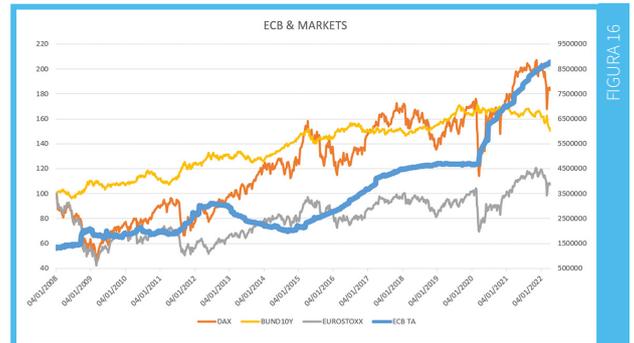


FIGURA 16

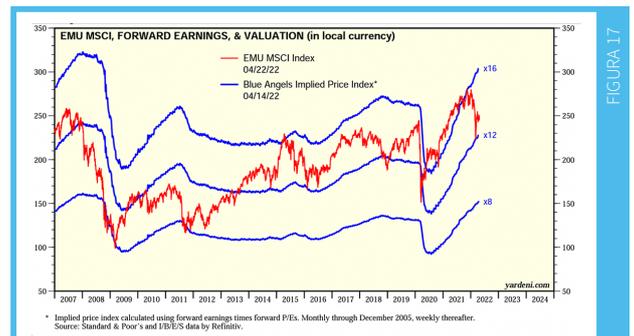


FIGURA 17

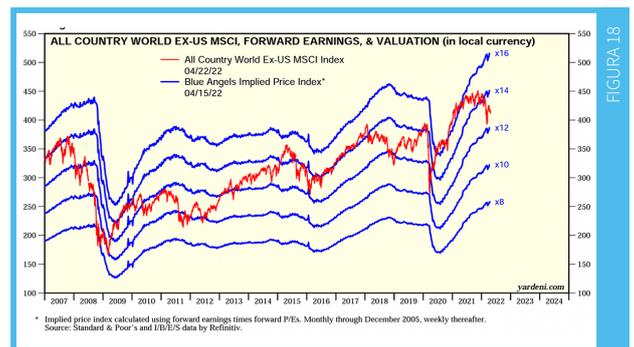


FIGURA 18

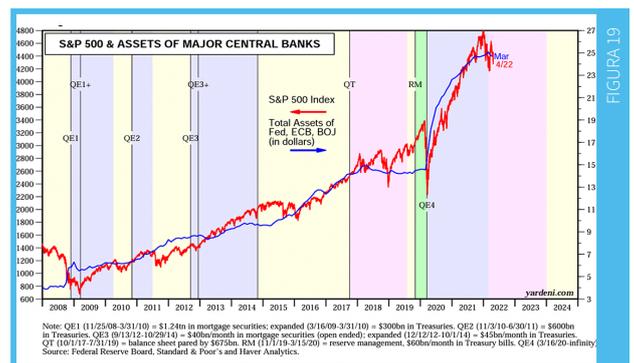


FIGURA 19

Note: QE1 (11/25/08-3/31/10) = \$1.2tn in mortgage securities; expanded (3/18/09-3/31/10) = \$300bn in Treasuries; QE2 (11/3/10-6/30/11) = \$600bn in Treasuries; QE3 (9/13/12-10/29/14) = \$400bn/month in mortgage securities (open ended); expanded (12/12/12-10/1/14) = \$450bn/month in Treasuries; QT (10/1/17-7/31/19) = balance sheet pared by \$673bn; RM (1/1/19-3/1/20) = reserve management; \$660bn/month in Treasury bills; QE4 (3/16/20-2021 infinity). Source: Federal Reserve Board, Standard & Poor's and Haver Analytics.

high yield. Il tasso di interesse si è portato al 6,52% (era 4,68% il trimestre precedente). La performance dell'indice (total return) negli ultimi 3 mesi è stata pari al -5,719% (era -0,728%); ultimi 12 mesi -3,828% (era +3,073%) (fonte ICE BoFA indice US HY Index H0A0). Le performance si sono esaurite, tra rialzi degli spread e dei tassi.

Gli spread erano 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. Oggi anche questa asset class sembra poco efficace, considerando che sta esprimendo tassi reali negativi.

## I mercati azionari sono appesantiti dalla guerra e dalle incertezze macroeconomiche, ma gli utili attesi sono ancora in crescita.

Quando si è aperta la crisi del 2008 gli utili aziendali S&P500 hanno subito una violenta contrazione: sono diminuiti del -23,4%; poi -7,3% anche nel 2009, giungendo a 60,8 dollari per azione. Nel 2010, con un +40%, sono tornati sopra i livelli del 2007 (85,32). Il 2013 si è chiuso con 109,68 dollari per azione S&P 500 (+5,7% rispetto all'anno precedente; erano 97,82 nel 2011 e 85,32 nel 2010). Il 2014 si è chiuso a quota 117,86 (+7,5%). Chiusura 2015: 117,46 in diminuzione dello 0,3% rispetto all'anno precedente. Insomma, il primo anno di "fermo", dopo la corsa iniziata nel 2010. Ma il 2016 si chiude in leggero aumento a 118,04 con una crescita di +0,5%. Il 2017 si è chiuso a 131,98, con una crescita dell'11,8%. Il 2018 termina con utili a 161,93 (+22,7%). Una crescita spettacolare, seconda solo a quella del 2010, l'anno dopo la crisi. Il 2019 si è chiuso in leggero aumento a 163 dollari (quasi il doppio dei livelli del 2010). Le previsioni per il 2020 si attestavano due anni fa ad un buon +9,6% a livello 177,01. Le prime previsioni 2021 erano a 195,99. Poi la recessione da lockdown. Il 2020 ha chiuso a 139,76 (in calo del -14% rispetto al 2019) che ci riportano appena sopra agli utili 2017. Per il 2021 si è chiuso con una spettacolare crescita del +49,2% a 208,53 dollari (era +47,4% a 205,98 dollari), che ha superato di slancio il livello 2019. Per il 2022 nuova crescita: +15,1% (era +8,6%) fino a 240 dollari per azione (erano 223,63 dollari). Nel 2023 arriveremo (secondo le previsioni) a 260 dollari, su del +8,3% (erano 245,87 dollari, ossia +9,9%). Una corsa che pare inarrestabile, nonostante tutto.

In FIGURA 14 la linea viola rappresenta l'andamento degli utili per azione S&P500 effettivi dal 2007 (fonte Yardeni Research, aggiornamento fine aprile 2022). Le linee tratteggiate rappresentano l'andamento delle previsioni degli analisti (consensus) per 2022 e 2023. Vediamo le revisioni al rialzo ed i risultati acquisiti del quarto trimestre 2021 (Q4 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. Sarà lo stesso per la guerra?

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

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 (magari in un contesto inflazionistico) si può spezzare l'incantesimo. In FIGURA 15 sono raccolti gli andamenti dei PE delle principali aree geografiche (indici MSCI). Non erano crollati ad inizio pandemia, poi sono cresciuti moltissimo. Oggi i mercati sono scesi mentre gli utili attesi a 12 mesi sono rimasti molto generosi. I dati più recenti indicano che le previsioni degli utili forniscono un forte supporto ai mercati azionari. Il resto è aritmetico. Il mercato più "caro" rimane quello USA (19,6 contro 21,8 del trimestre precedente); il più "economico" (escludendo lo UK) è l'indice dei paesi emergenti (11,6 da 12,5). Il PE è funzione di tre elementi: il tasso privo di rischio (in aumento, quindi PE basso), il premio per il rischio (in aumento, quindi PE più basso) e la crescita degli utili (in aumento, quindi PE più alto). Gli utili "scontati" in questo momento sono molto forti, come abbiamo visto. Una visione nella quale prevale l'ottimismo di una rapida chiusura "economica" della guerra, chiusa la vicenda pandemica. Tuttavia, i mercati sono sempre più legati all'avveramento delle "profezie" 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 12,9 (era 15,3 anche tre mesi addietro), dunque sulla linea dello "angelo azzurro" che moltiplica per 13 gli utili attesi. Il PE del 2007 era leggermente 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 13 (era 14) 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 +10,4% (era +15,5%), sotto la media EMU (+17,8% era +23,7%). Nel breve termine: in Italia gli utili cresceranno (secondo le previsioni) del +8,5% (era +11,4%) al pari della media EMU del +8,5% (era +7,6%). Tra i grandi paesi per crescita a breve, l'India registra +19,8% (era +21,7%), la Cina +15,3% (da +13,6%), gli USA +9,4% (da +8%), la Germania: +6,9% (da +5,7%). Nel lungo termine, citiamo Cina a +16,9% (da +18,8%), Emerging Markets Asia a +20,5% da +22%, India a +23,1% (da +22,7%), Emerging Markets +20,2% (da +21,7%). Gli Stati Uniti +17% (da +21,9%).

## 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](http://www.sanfelice1893.it) \_ [info@sanfelice1893.it](mailto:info@sanfelice1893.it)