



SANFELICE 1893

MERCATI

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

LUGLIO 2022

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

Si riduce ancora la crescita globale sincronizzata 2022 – 2023: dalla guerra all'inflazione, verso la recessione?

Secondo l'Economist (TABELLA 1, nella quale i paesi sono ordinati per variazione del PIL 2023, 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 +2,2% (era +2,9% la previsione nel precedente trimestre) e del +1,6% (era +2,3%) 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 +2,3% (era +3,1%) nel 2022 e a +1,3% (era +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 +2,7% (era +3%) nel 2022 e da un 2023 a +1,4% (era +1,8%).

La TABELLA 2 (aggiornata a giugno 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 +7,8% (era +7%, si badi bene) nel 2022 - rimane a +3,8% (era +3,1%) 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: +4% (era +5,4%) nel 2022 e +3,2% (era +3,2%) nel 2023. Per la Francia, rispettivamente, dopo il -8,2%, +7% (era +6,7%) e +2,7% (era +3,2%). Si torna a +1,4% (era +1,9%) 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 +1,3% (era +2,5%) e nel 2023 si prevede un +0,9% (era +2,2%).

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 +4% (era +5,5%) e +5,5% (era +5%).

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 +6,9% (era +7,2%) e +5% (era +5,5%) 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 -10%). Il 2023, secondo le previsioni, dovrebbe portarsi a -2% (era +2,9%).

Il Brasile registra nel 2020 un -4,1% ed è tornato a crescere del +4,6% (era +5%) nel 2021. Crescerà del +1,3% (era 0,3%) e +1,1% (era +1,3%) 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 +3,6% (era +3,9%) e un 0,5% (era +2,0%) nel 2023.

Secondo i dati Economist, aggiornati per l'effetto guerra, 5 paesi (erano 3 su 58 censiti lo scorso trimestre) non riescono a recuperare i livelli del PIL precedenti alla pandemia a fine 2023. Iniziando dal peggiore, si tratta di Ucraina, Russia, Venezuela, Spagna e Germania. Il nostro Paese chiuderebbe con un +0,85% (era +1,54%). L'area EURO presenta - secondo queste previsioni - una crescita cumulata del +1,83% (era +3,54%); gli USA del +5,50% (era +6,85%). Secondo i dati EIU (TABELLA 2), dopo il -3,7% del 2020, la crescita

G20	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*	
China	+4.8Q1	+5.3	+4.0	+5.5	+0.7May	+2.1May	+1.3	+2.1	5.9May*
India	+4.1Q1	+1.9	+6.9	+5.0	+7.1Apr	+7.0May	+6.3	+7.3	7.1May*
Saudi Arabia	+3.2Q1	no	+7.5	+4.7	no	+2.2May	+5.7	+2.5	6.9Q1*
Indonesia	+5.0Q1	no	+5.1	+4.6	+5.7Dec	+3.6May	+1.7	+5.3	5.8Q1*
Turkey	+7.3Q1	+4.9	+3.0	+3.5	+10.5Apr	+73.5May	+16.6	+62.2	10.6Apr*
Canada	+2.9Q1	+3.1	+3.8	+2.8	+3.3Mar	+7.7May	+3.6	+6.2	5.1May*
South Korea	+3.0Q1	+2.6	+2.7	+2.5	+3.3Apr	+5.4May	+2.6	+4.4	3.0May*
Australia	+3.3Q1	+3.1	+3.0	+2.5	+0.3Q1	+5.1Q1	+1.1	+5.0	3.9May*
South Africa	+3.0Q1	+8.0	+1.9	+2.4	-6.7Apr	+6.6May	+5.2	+6.0	34.5Q1*
Argentina	+8.6Q1	+6.3	+4.2	+2.3	+6.2May	+60.7May	no	+61.7	7.0Q1*
Mexico	+1.8Q1	+4.1	+1.9	+2.2	+2.7Apr	+7.7May	+5.9	+7.6	3.1Apr*
Italy	+6.2Q1	+0.5	+2.7	+1.4	+4.2Apr	+6.8May	+1.3	+6.5	8.4Apr*
France	+4.5Q1	-0.8	+2.2	+1.3	-0.3Apr	+5.2May	+1.4	+5.5	7.2Apr*
United States	+3.5Q1	-1.5	+2.3	+1.3	+5.8MarSource	+8.6May	+5.0	+7.8	3.6May*
Brazil	+1.7Q1	+4.0	+1.3	+1.1	-0.5Apr	+11.7May	+8.1	+10.4	10.5Apr*
Japan	+0.4Q1	-0.5	+2.1	+1.0	-4.9Apr	+2.4Apr	+1.1	+2.2	2.5Apr*
Germany	+3.8Q1	+0.9	+1.3	+0.9	-2.1Apr	+2.4Apr	+2.5	+7.7	3.0Apr*
Britain	+8.7Q1	+3.0	+3.6	+0.5	+0.7Apr	+9.1May	+2.1	+7.2	3.8Apr*
Russia	+3.5Q1	no	-10.0	-2.0	-1.6Apr	+17.1May	+6.0	+21.0	4.0Apr*

TABELLA 1 - Fonte Economist 23 giugno 2022

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Real GDP growth (PPP exchange rates)										
World	3.7	3.6	2.6	-2.9	6.0	3.1	3.3	3.2	3.1	3.1
OECD	2.6	2.4	1.5	-4.2	5.5	2.5	1.8	1.9	2.0	2.0
Non-OECD	4.6	4.6	3.5	-1.9	6.4	3.5	4.5	4.2	4.0	4.0
Real GDP growth (market exchange rates)										
World	3.2	3.0	2.3	-3.7	5.7	2.8	2.7	2.7	2.7	2.6
OECD	2.5	2.3	1.7	-4.6	5.2	2.5	1.7	1.8	1.9	1.9
Non-OECD	4.3	4.3	3.4	-2.0	6.4	3.2	4.4	4.1	3.8	3.8
North America	2.3	2.9	2.2	-3.6	5.6	2.4	1.5	1.5	1.9	1.9
Europe	3.0	2.2	1.8	-5.6	5.8	1.4	1.8	2.2	2.1	2.0
Euro area	2.7	1.8	1.6	-6.6	5.4	2.2	1.6	1.9	1.8	1.8
Asia & Australasia	4.8	4.5	3.5	-1.4	5.8	3.9	4.1	3.9	3.7	3.6
Latin America	0.9	0.8	-0.7	-7.0	6.5	2.6	1.9	2.1	2.1	2.1
Middle East & North Africa	1.4	1.1	0.8	-3.9	3.7	5.4	4.8	3.0	1.3	2.1
Sub-Saharan Africa	2.3	2.6	2.3	-2.8	4.0	3.3	3.9	4.1	4.2	3.9
Inflation (av)										
World*	3.2	3.5	3.5	3.3	5.3	8.5	5.2	3.5	3.3	3.3
OECD	2.2	2.5	1.9	1.2	3.6	7.8	3.8	2.4	2.3	2.2
Non-OECD*	4.3	4.5	5.2	5.5	7.0	9.1	6.7	4.5	4.3	4.4
Trade in goods										
World	5.6	3.8	0.2	-4.9	10.9	4.3	4.2	3.8	3.6	3.6
OECD	4.8	3.4	0.6	-1.6	10.2	5.9	3.8	3.5	3.3	3.3
Non-OECD	7.0	4.5	-0.3	-3.3	12.0	3.4	6.3	5.0	4.3	4.3

TABELLA 2 - Fonte EIU 21 giugno 2022

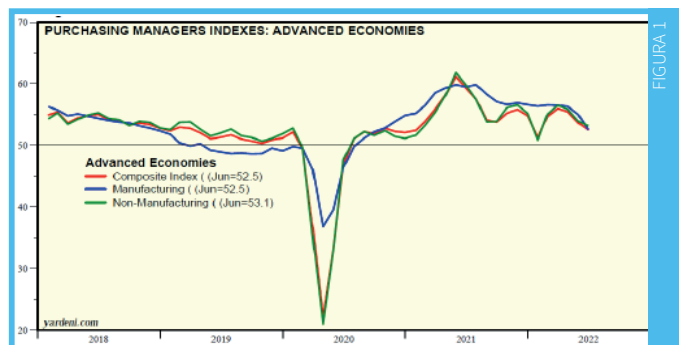


FIGURA 1

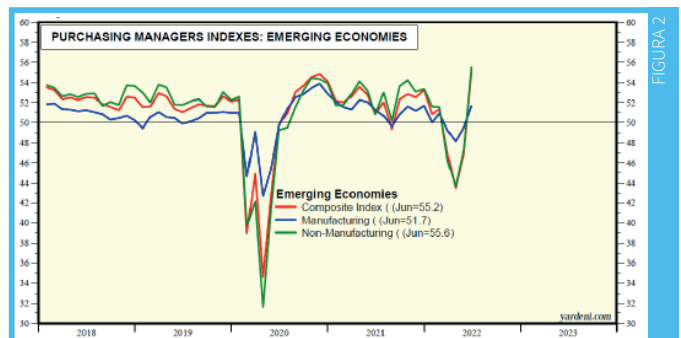


FIGURA 2

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 +4,64% (era +5,15% lo scorso trimestre).

Detto in altri termini, la fase di recupero dai minimi rimane ancora possibile nonostante la guerra, secondo le previsioni. Tuttavia, i tempi del conflitto si allungano e le relative conseguenze economiche (dovute alle sanzioni e all'impatto su prezzi e disponibilità di energia) si aggravano. Una soluzione deve essere trovata.

Il commercio mondiale secondo l'Economist è diminuito di un significativo -4,9% nel 2020; è seguito un +10,5% (era +9,9%) nel 2021. Si proseguirà con un +4,3% (era +4,9%) e un +4,2% (era +4,7%) nel 2022 e 2023.

I PMIs (Purchasing Managers Index) sono aggiornati a giugno e segnalano un miglioramento nelle economie emergenti e un rallentamento nelle economie avanzate (FIGURE 1 e 2). Per queste ultime, infatti, l'indice composito è a 52,5 (era 56): 53,1 (era 56,5) il non manufacturing e 52,5 (era 56,5) il manufacturing. Per le economie emergenti, il livello del composito è a 55,2 (da 46,8): non manufacturing a 55,6 (era 46,2); manufacturing a 51,7 (era 49,2). I valori rimangono tutti sopra il valore 50, considerato lo spartiacque tra crescita e recessione.

Intanto, secondo i Leading Indicator dell'OCSE (11 luglio 2022), la crescita economica mondiale è in rallentamento: "Growth losing momentum" per tutti i paesi, fatta eccezione per il Giappone (stabile). 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 febbraio e la successiva ripresa. Ma indica anche la durata della fase di recovery: 20 mesi, la più breve dal 1959. Chiuso questo periodo con ottobre 2021, il dato aggiornato a maggio segnalava espansione in corso. Vedremo se guerra e inflazione (e politiche monetarie) interromperanno questa nuova fase espansiva.

Quanto al petrolio (e alle altre materie prime) la forza della ripresa sembrava aver sorpreso tutti i mercati. Ma le vere sorprese sono arrivate dopo, purtroppo. Ora le materie prime temono la recessione. Il Brent si trova ora in area 99,5 (era 107,3 dollari il trimestre precedente). Nell'ultimo anno è ora in aumento del +30% (era a +60,9% nel trimestre precedente). Nell'ultimo mese è diminuito del -17,8% (fonte Economist, 12 luglio 2022).

La politica monetaria deve affrontare un dato di inflazione persistente. Le conferme degli ultimi numeri non lasciano spazio a tentennamenti e la FED si è mossa e si muoverà di conseguenza, sia interrompendo l'espansione del proprio bilancio, sia agendo sui tassi di interesse, aumentandoli aggressivamente.

La BCE – come previsto – ha interrotto gli acquisti di titoli nell'ambito del PEPP (Pandemic Emergency Purchase Program). Il Consiglio direttivo ha deciso di porre fine agli acquisti netti di attività nell'ambito del PAA a partire dal 1° luglio 2022. 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 intende aumentare di 25 punti base con la riunione di politica monetaria di luglio. 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 (ventisettesima settimana del 2022) è pari a 8,774 trilioni di euro (da 8,787 del trimestre precedente). La prima riduzione trimestrale da inizio 2020.

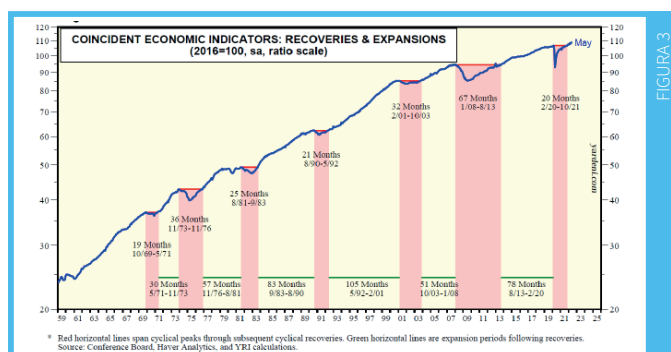


FIGURA 3

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 del PAA e sebbene la BCE rassicuri che agirà con "flessibilità", dopo il varo del "Next generation EU" c'è una maggiore attenzione all'aumento della spesa. Le preoccupazioni per la massa di debito pubblico accumulata in questo periodo sono sempre più presenti. Secondo gli ultimi dati Economist, tra i grandi paesi (G20) con il più alto deficit/PIL 2022 ci sono: Brasile (-6,7% da -7,7%); USA (-5,9% da -7,5%); Russia (-4,4% da -6,5%); India (-6,6% da -6,4%). L'Italia è al sesto posto (era al settimo) con -5,9% (era -5,7%). In Area EURO il rapporto è previsto a -4,4% (era -4,1%); in Germania a -3,2% (da -2,4%). 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 ... si fermerà con politiche monetarie aggressive.

"L'elevato livello dell'inflazione rappresenta una sfida importante per tutti noi. Il Consiglio direttivo assicurerà un ritorno dell'inflazione verso il suo obiettivo del 2% a medio termine" (BCE, 9 giugno 2022). L'inflazione preoccupa perché dalle materie prime si è rapidamente diffusa nell'economia, alimentata dalle aspettative: una pericolosa "spirale". D'altra parte, la domanda post-pandemica è forte, in tutto il mondo.

Sia in USA (FIGURA 4), sia in area EURO (FIGURA 5) continua l'ascesa, confermata dai dati più recenti. L'inflazione totale (compresi cibo ed energia) in area EURO ha raggiunto il +8,6% (da +7,5% del trimestre precedente); quella core il +3,7% (da +2,9%).

Sono dati impressionanti, ai quali non siano certamente più abituati. I prezzi dell'energia sono i principali responsabili, ma l'aumento del livello dei prezzi (alimentato da una forte domanda) si è ampiamente diffuso. Certamente il +3,7% di inflazione core, pur nell'ottica della simmetria rispetto al +2%, richiede alla BCE un delicato intervento restrittivo (che è stato annunciato). Le aspettative devono cambiare.

In FIGURA 4 è riportata l'inflazione USA (dati di giugno): +9,1% (da +8,5%) l'inflazione totale; +5,9% da +6,5% quella core. La FED ha di fronte crescita robusta, disoccupazione bassa e 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 anche a costo di soffocare la crescita economica, forte in USA, ma appena iniziata e ancora necessaria in area EURO, teatro di guerra. Le aspettative di inflazione in USA - calcolate come differenza tra rendimento nominale del decennale e rendimento del decennale indicizzato all'inflazione (il TIPS) rispettivamente pari a +2,99% (era +2,54% lo scorso trimestre) e +0,67% (era negativo a -0,30%) - si attestano dunque al +2,32% (da +2,84%; dati dell'11 luglio 2022).

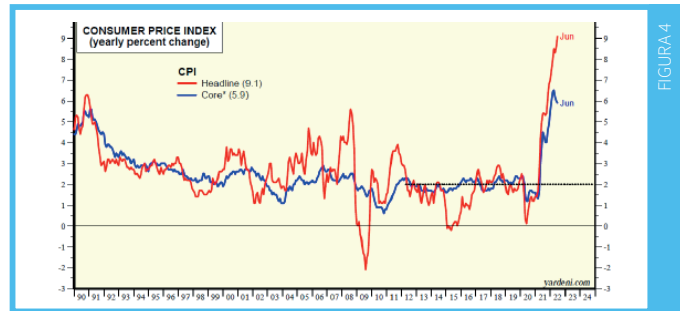


FIGURA 4

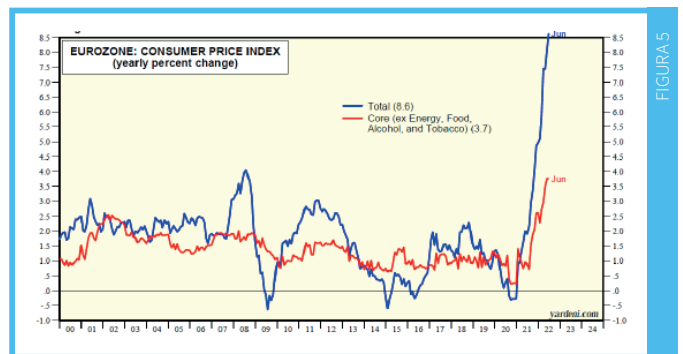


FIGURA 5

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

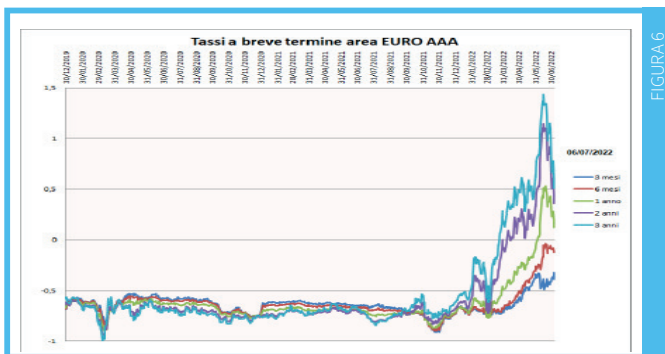


FIGURA 6

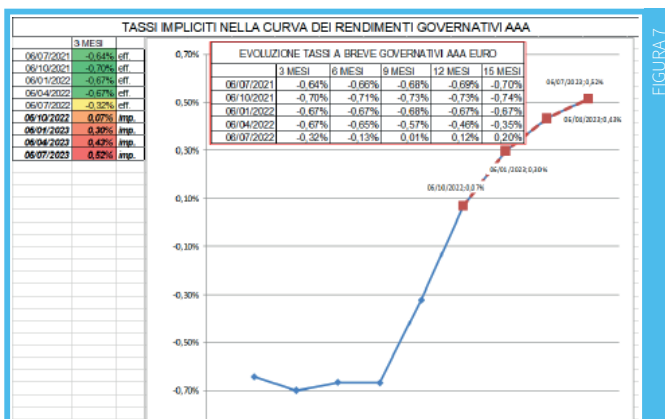


FIGURA 7

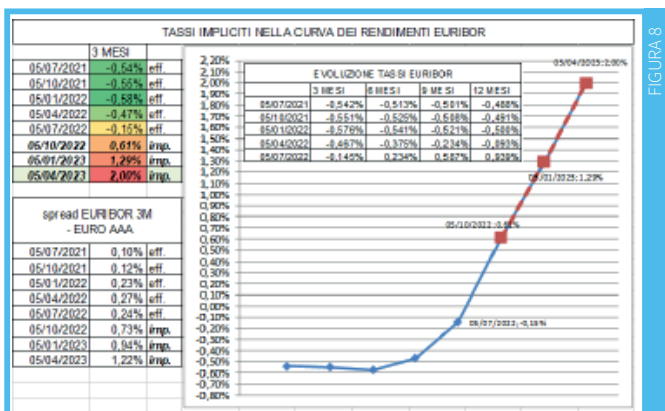


FIGURA 8

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.

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 nel primo tratto (FIGURA 9). I dati di inflazione europea hanno alimentato aspettative di rialzo, nonostante i problemi provocati all'economia europea dalla guerra.

L'aspetto della curva è ancora mutato. I tassi sono fortemente crescenti sin dall'origine, ma non superano l'1,5% nel lungo termine. La politica dei tassi reali negativi si rafforza, considerando le aspettative di inflazione.

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 ancora, certamente e velocemente.

I tassi a 10 anni in Germania sono ormai positivi e superiori all'1% (+1,154%; erano a +0,8206% lo scorso trimestre) e più alti dei tassi giapponesi: +0,21% (era +0,234%). Il tasso italiano 10 anni si attesta a quota +3,146% (era +2,434%), quello USA è a livello +2,91% (era +2,828%) (fonte Refinitiv Eikon, 6/7/2022).

Lo «spettro» dei rendimenti (dal 3 mesi al 30 anni, FIGURA 10) mostra una curva che torna a respirare, con i tassi tutti rivolti verso l'alto (e positivi). La "riemersione" dei tassi EURO - almeno in termini nominali - è avvenuta e non si torna indietro. Solo una forte aspettativa di recessione 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.

EVOLUZIONE TASSI A BREVE GOVERNATIVI AAA EURO

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI	15 MESI
06/07/2021	-0,64%	-0,66%	-0,68%	-0,69%	-0,70%
06/10/2021	-0,70%	-0,71%	-0,73%	-0,73%	-0,74%
06/01/2022	-0,67%	-0,67%	-0,68%	-0,67%	-0,67%
06/04/2022	-0,67%	-0,65%	-0,57%	-0,46%	-0,35%
06/07/2022	-0,32%	-0,13%	-0,01%	-0,12%	-0,20%

TABELLA 3

EVOLUZIONE TASSI EURIBOR

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI
05/07/2021	-0,542%	-0,513%	-0,501%	-0,488%
05/10/2021	-0,551%	-0,525%	-0,508%	-0,491%
05/01/2022	-0,576%	-0,541%	-0,521%	-0,500%
05/04/2022	-0,467%	-0,375%	-0,234%	-0,093%
05/07/2022	-0,145%	0,234%	0,587%	0,939%

TABELLA 4

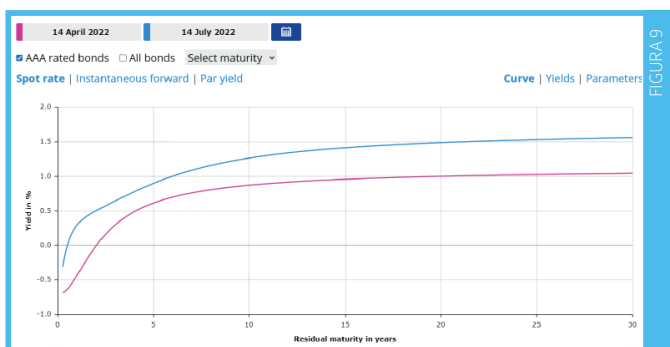


FIGURA 9

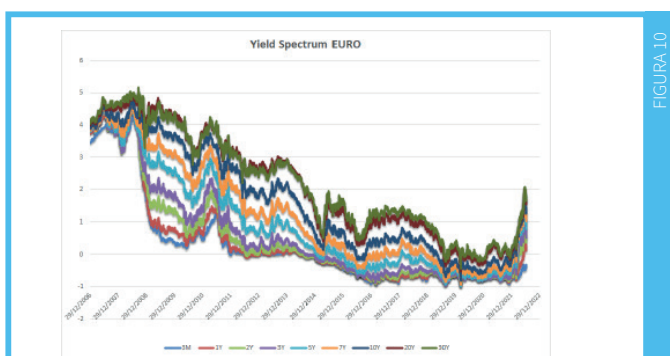


FIGURA 10

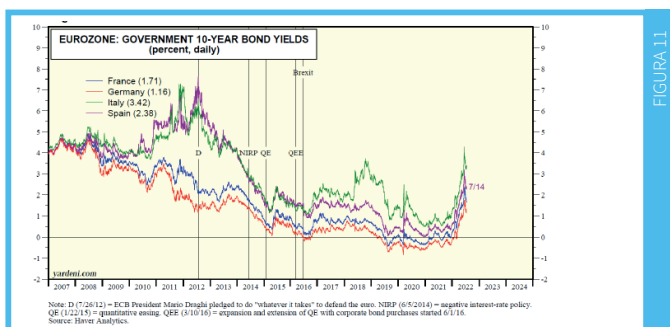


FIGURA 11

I tassi di interesse nei diversi Paesi dell'area EURO: gli spread sono comprensibilmente “nervosi”.

L'evoluzione dei tassi di interesse nei diversi paesi EURO, tutti impegnati sul fronte del mantenimento delle sanzioni alla Russia (che richiedono interventi in deficit per far fronte alle conseguenze economiche di breve periodo), del problema della dipendenza energetica dalla Russia e – contestualmente - dell'utilizzo intelligente dei fondi del piano Next Generation EU, dipende dal punto di partenza del livello DEBITO/PIL e dagli effetti sulla crescita del DEFICIT/PIL. In particolare, “spendere bene” significa creare le condizioni per crescere di più e quindi per porre le basi per la sostenibilità dell'enorme debito in accumulazione. Pare quasi impossibile, nell'odierno contesto.

La tabella «condizioni di solvibilità» (TABELLA 5) accoglie alcuni dati macroeconomici previsionali e l'andamento degli spread rispetto alla Germania (il paese maggiormente dipendente dalla Russia). L'ipotesi è che lo spread sia funzione dal rapporto Debito/PIL; dalla crescita del PIL e dal rapporto Deficit/PIL. Vengono riportati come confronto i dati di USA, UK e Giappone. In area EURO, le previsioni di una più modesta crescita economica 2022, collocano l'Italia prima di Germania, Olanda Francia, Belgio e Irlanda; nel 2023 il +1,4% italiano è un dato modesto (ma migliore di quello di Germania, Francia, Olanda Austria e Belgio).

Il debito pubblico (una “certezza” negativa) costituisce il noto punto debole e determina l'andamento dello spread: lo spread italiano ha registrato rispetto al trimestre scorso un nuovo aumento a 199 bp (da 164 bp). Rispetto a 57 mesi fa, l'Italia da 333 bp si è portata a 232 bp e poi a 156 bp di 45 mesi addietro; lo spread attuale è appena inferiore solo a quello della Grecia (218 bp da 198 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 2022 per l'Italia si porta -5,9% (il peggior dato della TABELLA 5 dopo USA e Giappone).

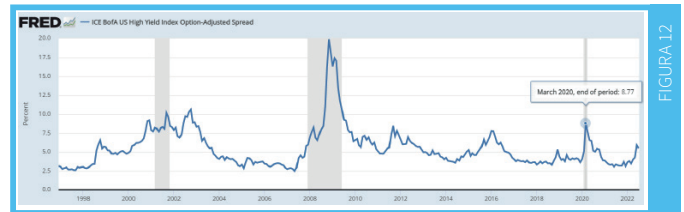


FIGURA 12



FIGURA 13

La nostra solvibilità dipende dal modo nel quale saranno utilizzate le risorse. Una sfida accettata dal governo Draghi (ma mentre scriviamo è in atto una crisi di governo). L'evoluzione di questa sfida è da seguire con estrema (e preoccupata) attenzione. E 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 (annunciata sui rimborsi PEPP) rischia di non essere abbastanza forte.

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

	Debito PIL 2022	Debito PIL 2027	Crescita PIL 2022	Crescita PIL 2023	Deficit PIL 2022	Tassi a 10 anni 06/07/2022	SPREAD 06/07/2022	SPREAD 13/05/2022	Variazione SPREAD
Germania	70,90	58,70	1,3	0,9	-3,2	1,15	0,00	0,00	
Olanda	55,30	53,10	2,4	1,2	-3,5	1,56	0,41	0,03	0,37
Francia	112,60	114,00	2,2	1,3	-5,7	1,59	0,44	0,35	0,09
Austria	80,70	70,40	3,5	0,9	-4,6	1,77	0,61	0,19	0,42
Belgio	107,50	118,30	2,0	1,2	-3,8	1,86	0,71	0,57	0,14
Italia	150,60	142,90	2,7	1,4	-5,9	3,15	1,99	1,90	0,10
Spagna	116,40	114,60	4,0	3,2	-5,7	2,28	1,12	1,05	0,08
Irlanda	53,30	41,30	1,6	5,0	-2,1	1,30	0,14	0,11	0,04
Portogallo	121,60	104,50	5,0	2,5	-2,2	2,16	1,00	0,97	0,03
Grecia	185,40	160,70	4,0	3,0	-4,9	3,33	2,18	2,41	-0,23
USA	125,60	127,40	2,3	1,3	-5,9	2,91	1,76	1,99	-0,24
Giappone	262,50	261,80	2,1	1,0	-6,1	0,21	-0,94	-0,71	-0,24
UK	87,80	70,70	3,6	0,5	-5,5	2,10	0,94	0,77	0,17

fonte FMI APR 2022

Fonte Economist 09/07/2022

Fonte Datastream

TABELLA 5

Il rischio di credito e gli spread sulle obbligazioni corporate: tassi e debiti alti aumentano gli spread.

In FIGURA 12 sono rappresentati gli spread delle obbligazioni corporate High Yield USA. La tendenza è stata verso un improvviso ritorno a elevati spread sul credito a causa dei rischi di default legati agli interventi di contenimento pandemico. E ora ha colpito anche la guerra, fatto salvo il settore energetico più inquinante. Gli spread sui corporate hanno raggiunto il loro livello minimo nel 2014, già toccato in altre occasioni (1998, 2005, 2007). Poi sono saliti. Sono giunti a quasi 900 punti base a fine 2015, un livello già visto nel 2011 e nel 2001. Dopo il rialzo di fine 2018 (paura di una recessione improvvisa, ma "naturale"), lo spread si era stabilizzato (FIGURA 13) per poi salire a oltre 1000 bp a causa della recessione pandemica.

Ha ritracciato a 737 (16 aprile 2020) dopo gli annunci monetari e fiscali, poi è sceso a 587 bp in luglio e si attestava a 454 ventisette mesi addietro. Al 19/4/2021 lo spread sui governativi era pari a 325 bp (era 373 bp a gennaio). Al 16/7/2021 è ancora in diminuzione a 318 bp. Il 20/10/2021 raggiunge i 307 bp. Il 22/4/2022 è pari a 365 bp, da 329 bp di sei mesi addietro. Oggi (14/7/2022) è pari a 553 bp (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 all' 8,59% (era 6,52% il trimestre precedente). La performance dell'indice (total return) negli ultimi 3 mesi è stata pari al -7,11% (era -5,719%); ultimi 12 mesi -11,897% (era -3,828%) (fonte ICE BoFA indice US HY Index H0A0). Quando i tassi corporate salgono per due motivi (credito e tasso) è un massacro.

Ai livelli di tasso complessivo attuale, questa asset class può tornare ad essere interessante.

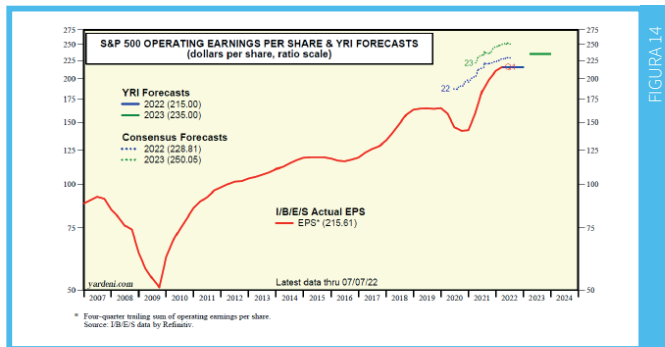


FIGURA 14

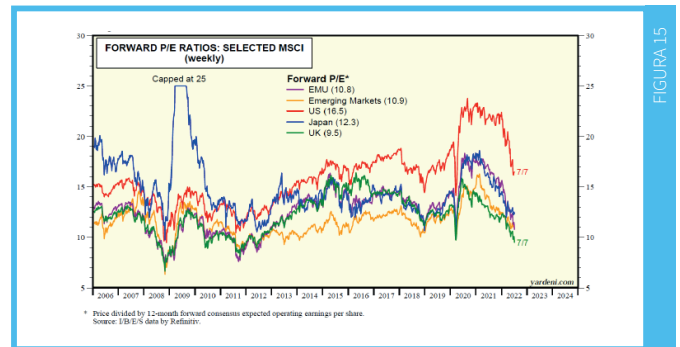


FIGURA 15

I mercati azionari sono appesantiti dalla guerra e dalle politiche monetarie; iniziano i primi dubbi sugli utili, già scontati dai prezzi.

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: +9,7% (era +15,1%) fino a 228,86 dollari per azione (erano 240 dollari). Nel 2023 arriveremo (secondo le previsioni) a 250,7 dollari, su del +9,5% (erano 260 dollari, ossia +8,3%). Le previsioni di Yardeni Research sono peggiori: 215 e 235 (ossia



FIGURA 16

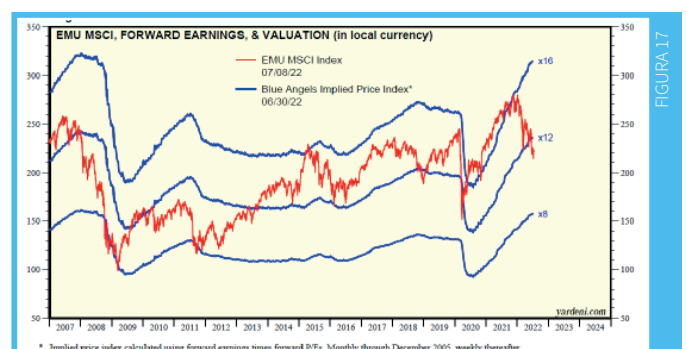


FIGURA 17

+3,1% e +9,3%) nel 2022 (con terzo e questo trimestre negativi) e 2023. In FIGURA 14 la linea rossa 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 più prudenti 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. Ma la guerra non ha convinto ad una decisa riduzione delle previsioni. In FIGURA 16 vengono presentati i dati del QE della BCE. La linea blu indica il totale attivo della BCE che ha smesso di 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 (ancora) molto generosi. Il resto è aritmetico. Il mercato più "caro" rimane quello USA (16,5 contro 19,6 del trimestre precedente); il

più "economico" (escludendo lo UK) è l'indice dei paesi emergenti (10,9 da 11,6). 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 (an sto. Una visione nella quale l'ottimismo di una rapida chiusura "economica" della guerra si attenua, chiusa (almeno nella percezione) la vicenda pandemica. Tuttavia, i mercati sono sempre più legati all'avveramento delle "profezie" ed ogni dubbio si traduce in volatilità. L'inflazione è una realtà, i tassi salgono e i mercati hanno ceduto vistosamente, anche scontando una recessione.

In FIGURA 17, vengono rappresentate le determinanti del PE del mercato azionario EMU. Il mercato presenta un PE di 10,8 (era 12,9 tre mesi addietro), dunque sulla linea dello "angelo azzurro" che moltiplica per 10 gli utili attesi. Gli utili mostrano (ancora) 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 11 (era 13), gli utili hanno superato il livello del 2007 ma i mercati sono più "bassi". 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 di consenso IBES - Refinitiv, la crescita degli utili a 5 anni per l'Italia è prevista a livello +11,8% (era +10,4%), sotto la media EMU (+13% era +17,8%). Nel breve termine: in Italia gli utili cresceranno (secondo le previsioni) del +7,3% (era +8,5%) meno della media EMU del +8,5% (era +8,5%). Tra i grandi paesi per crescita a breve, l'India registra +16% (era +19,8%), la Cina +13,8% (da +15,3%), gli USA +9,1% (da +9,4%), la Germania: +6,8% (da +6,9%). Nel lungo termine, citiamo Cina a +16,5% (da +16,9%), Emerging Markets Asia a +16,7% da +20,5%, India a +21,6% (da +23,1%), Emerging Markets +16,3% (da +20,2%). Gli Stati Uniti +14,3% (da +17%).

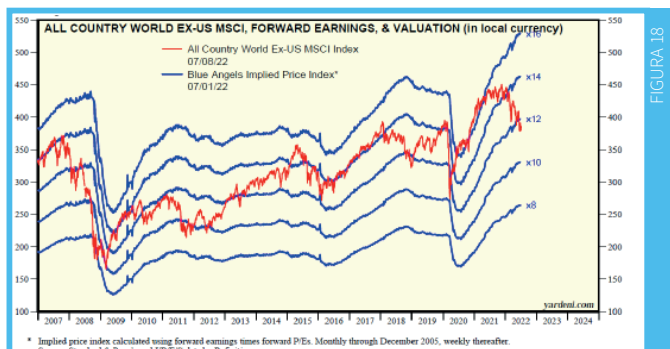


FIGURA 18

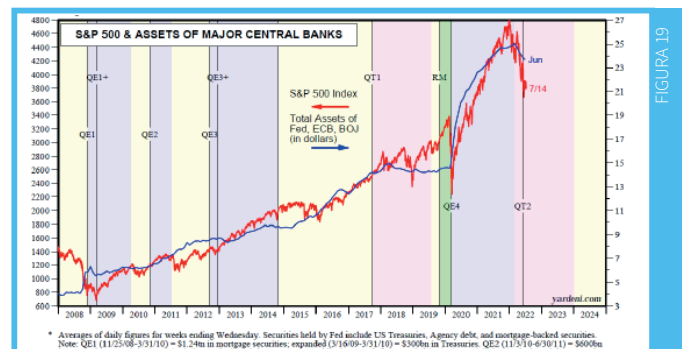


FIGURA 19

FILIALI

SEDE CENTRALE

piazza Matteotti, 23 - San Felice sul Panaro (MO) - Tel. 0535/89811

BOLOGNA

via Borghese, 21/B - Bologna (BO) - Tel. 051/6199544

CAMPOSANTO

via Baracca, 7 - Camposanto (MO) - Tel. 0535/87121

CARPI

via Manzoni, 22 - Carpi (MO) - Tel. 059/650938

GAVELLO

via Valli, 319 - Gavello (MO) - Tel. 0535/31361

MANTOVA

via Gombrich, 2 - Mantova (MN) - Tel. 0376/355019

MASSA FINALESE

piazza Caduti per la libertà, 1 - Massa Finalese (MO) - Tel. 0535/99131

MIRANDOLA

viale V Martiri, 9 - Mirandola (MO) - Tel. 0535/611099

MODENA

via Nonantolana, 351 - Modena (MO) - Tel. 059/251709

MODENA B

strada Morane, 411 - Modena (MO) - Tel. 059/443140

MODENA D

via Emilia Est, 339 - Modena (MO) - Tel. 059/370913

MORTIZZUOLO

via Imperiale, 241 - Mortizzuolo - (MO) - Tel.0535/37321

RAVARINO

via Roma, 139 - Ravarino (MO) - Tel. 059/900653

REGGIO EMILIA

via dei Gonzaga, 18/A - Reggio Emilia (RE) - Tel. 0522/432443

SERMIDE

via Roma, 12 - Sermide (MN) - Tel. 0386/960827

VIGNOLA

via A. Plessi, 5, Angolo Via Gramsci - Vignola (MO) - Tel. 059/767056



SANFELICE 1893
BANCA POPOLARE

DIREZIONE GENERALE

Piazza Matteotti, 23 _ tel. 0535 89811 _ fax 0535 83112 _ www.sanfelice1893.it _ info@sanfelice1893.it