



APRILE 2020

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

### È arrivata la “recessione per Decreto”: violenta, breve, amara.

Secondo l'Economist (TABELLA 1, nella quale i paesi sono ordinati per variazione del PIL 2020 e TABELLA 2), l'area EURO subirà una contrazione record del -6%. Si pensi che nel 2009 è stata -4,5%. Si tratta di una recessione “per decreto”, unica nel suo genere, che non ha origini economiche o finanziarie. Il dato per il 2021 è previsto in crescita al +1,3% (proprio il valore che era in precedenza previsto per il 2020). In USA il 2020 registra una contrazione prevista del -2,9% (-2,5% nel 2009). Nel 2021 si dovrebbe tornare a +1,6%. Le previsioni FMI, invece, sono peggiori: -7,5% per area EURO; -5,9% per USA. Ma +4,7% per entrambe le aree nel 2021. Secondo le previsioni, l'Italia è il peggior paese del G20: -7% seguito da +4,2%. Dei 58 Paesi censiti dall'Economist, una minoranza riescono a mantenere segni positivi nel 2020: Vietnam (+6%), Latvia, Lussemburgo, Lituania, Slovenia, Indonesia, Egitto, Pakistan, India (+2,1%), Repubblica Ceca, Danimarca. L'ultimo positivo è la Cina (+1%). Il nostro Paese è quintultimo, a parimerito con l'Olanda, seguito dal Portogallo. Il nostro bellissimo Paese, la cui crescita è dovuta alle esportazioni, “soffre” più degli altri quando il commercio mondiale crolla (-15,3% secondo l'Economist). La Spagna comunque si contrae del -6% (+4% nel 21). Per la Francia si prevede un dato 2020 a -5% (+3,6% nel 21). Per la Germania il 2020 è orribile: -6%, seguito da un +3,6%. Avevamo sospettato che i numeri della Cina potessero cambiare, ma la realtà supera sempre la fantasia. Alle previsioni 2020 di +5,9% si sostituisce un modestissimo +1%. Altro che “soglia psicologica” del 6%! Il 2021 però si presenta robustissimo: +8,4%. Secondo questi dati, La Cina sarebbe il paese con la crescita più alta (per la verità dopo l'Estonia). Il 2020 per l'India (prevista in crescita del +6,1% il precedente trimestre) si chiuderebbe a +2,1%, seguito da un +5,6% nel 21. La Russia 2020 si attesta ad un tutto sommato contenuto -2,6%; seguito da un 2021 a +1,4%. Il Brasile si contrae del -5,5% nel 2020, e torna a crescere di un robusto +4,5% nel 2021. Guerra dei dazi e Brexit sono ormai temi superati. Il Regno Unito nel 2020 si contrae del -4,7% e nel 21 torna ad una crescita del +3%. Secondo le previsioni della Economist (TABELLA 2), il 2020 è il nuovo punto di minimo “storico”, con un -2,5% dell'economia mondiale. Proprio in questi giorni (14 aprile 2020), il FMI ha rilasciato le nuove previsioni. Per il 2020 è prevista una recessione globale: -3%, che si ripartisce tra un -6% per le economie avanzate ed un -1% per le economie emergenti. Il 2021 è visto con un ritorno alla crescita: +5,8%. Si pensi che la crescita mondiale 2009 è stata del -0,1%, seguita da un 2010 a +5,4%. Anche il FMI, comunque, individua il 2020 come minimo ciclico. Detto in altri termini, la recessione aperta per Decreto, per Decreto finirà. I PMIs (Manufacturing Purchasing Managers Index) sono aggiornati a marzo e sono precipitati (FIGURE 1 e 2). Per le economie avanzate, l'indice composito è a 36,4 (34,8 il non manufacturing e 46 il manufacturing). Per le economie emergenti, si registra un rimbalzo rispetto a febbraio, che segue l'evoluzione della diffusione del virus: composito a 44,9 (non manufacturing a 42,1 manufacturing a 49,1). In questo contesto, i Leading Indicator dell'OCSE (13 aprile 2020) confermano una situazione drammatica: il più grande crollo mai registrato negli indici.

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*	2020**	2021**	latest	quarter*	2020**	2021**	latest	quarter*	2020**	2021**	latest	quarter*
Indonesia	+5.0%	na	+2.3	+5.5	+2.0%	na	+3.0%	+2.5	+2.5	na	+0.7	+0.7	5.3%	na
India	+4.7%	+4.9	+2.1	+5.1	+4.5%	na	+5.9%	+5.9	+2.9	na	+5.7	+5.7	8.5%	na
China	-6.8%	-33.8	+1.0	+8.4	-1.1%	na	+4.3%	+2.3	+5.2	na	+5.2	+5.2	3.6%	na
Australia	+2.2%	+2.1	-0.5	+2.5	+3.8%	na	+1.8%	+1.8	+1.7	na	+1.7	+1.7	5.2%	na
Japan	-0.7%	-1.1	-1.6	+0.9	-5.7%	na	-0.5%	+0.2	+0.6	na	+0.6	+0.6	2.4%	na
South Korea	+2.3%	+5.1	-1.8	+3.2	+11.8%	na	+1.0%	+0.4	-0.2	na	-0.2	-0.2	4.2%	na
Russia	+2.1%	na	-2.6	+1.4	+3.3%	na	+2.5%	+5.3	+6.8	na	+6.8	+6.8	4.8%	na
United States	+2.3%	+2.1	-2.9	+1.6	-5.5%	na	+1.5%	+1.9	+0.1	na	+0.1	+0.1	4.4%	na
Saudi Arabia	+0.3%	na	-3.0	+1.1	na	na	+1.2%	-3.3	+0.6	na	+0.6	+0.6	5.7%	na
Canada	+1.5%	+0.3	-3.2	+3.3	-0.8%	na	+2.2%	+1.5	+0.9	na	+0.9	+0.9	7.8%	na
Turkey	+6.0%	na	-3.5	+3.0	+10.5%	na	+11.9%	+9.7	+11.0	na	+11.0	+11.0	13.8%	na
South Africa	-0.5%	-1.4	-4.0	+1.2	-2.1%	na	+4.5%	+4.1	+4.0	na	+4.0	+4.0	29.0%	na
Britain	+1.1%	+0.1	-4.7	+3.0	-2.8%	na	+1.7%	+1.9	+1.2	na	+1.2	+1.2	3.9%	na
France	+0.9%	-0.2	-5.0	+3.6	-1.4%	na	+0.7%	+1.1	+0.2	na	+0.2	+0.2	6.1%	na
Brazil	+1.7%	+2.0	-5.5	+4.5	-0.5%	na	+3.3%	+4.6	+3.9	na	+3.9	+3.9	11.6%	na
Germany	-0.5%	+0.1	-6.0	+3.6	-1.2%	na	+1.4%	+1.3	+0.8	na	+0.8	+0.8	3.2%	na
Mexico	-0.5%	-0.5	-6.5	+2.4	-1.9%	na	+3.2%	+4.0	+2.9	na	+2.9	+2.9	3.7%	na
Argentina	-1.1%	-1.9	-6.7	+4.8	+2.1%	na	+4.4%	na	+4.7	na	+4.7	+4.7	8.9%	na
Italy	+0.1%	-1.2	-7.0	+4.2	-2.4%	na	+0.1%	+1.0	-0.2	na	-0.2	-0.2	9.7%	na

TABELLA 1 - Fonte Economist 17 aprile 2020

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Real GDP growth (PPP exchange rates)										
World	3.4	3.3	3.8	3.5	2.8	-1.5	3.9	3.6	3.5	3.5
OECD	2.5	1.8	2.7	2.3	1.5	-3.6	1.7	2.0	1.9	2.0
Non-OECD	4.1	4.6	4.7	4.5	3.7	0.2	5.6	4.7	4.6	4.5
Real GDP growth (market exchange rates)										
World	2.8	2.5	3.2	2.9	2.2	-2.5	3.0	2.9	2.8	2.8
OECD	2.4	1.7	2.6	2.2	1.6	-3.5	1.6	1.9	1.9	1.9
Non-OECD	3.6	3.9	4.3	4.2	3.4	-0.4	5.4	4.5	4.3	4.2
North America	2.7	1.6	2.4	2.8	2.3	-2.9	1.9	2.1	1.9	2.2
Europe	2.0	1.9	2.8	2.1	1.4	-5.1	1.6	1.9	1.9	1.8
Asia & Australasia	3.8	1.9	2.7	1.9	1.2	-6.0	1.3	1.5	1.6	1.5
Latin America*	0.1	-0.2	1.9	1.7	0.9	-4.6	2.1	2.7	2.6	2.6
Middle East & North Africa	2.3	4.9	1.3	1.0	0.3	-2.2	2.7	3.1	3.3	3.3
Sub-Saharan Africa	2.7	0.8	2.3	2.4	2.3	-0.2	3.1	3.8	4.1	4.4
Inflation (av)										
World*	3.0	3.1	3.2	3.4	3.5	3.4	3.2	3.2	3.2	3.8
OECD	0.7	1.1	2.2	2.5	1.9	1.0	1.6	1.9	2.1	2.0

TABELLA 2 - Fonte Economist 9 aprile 2020

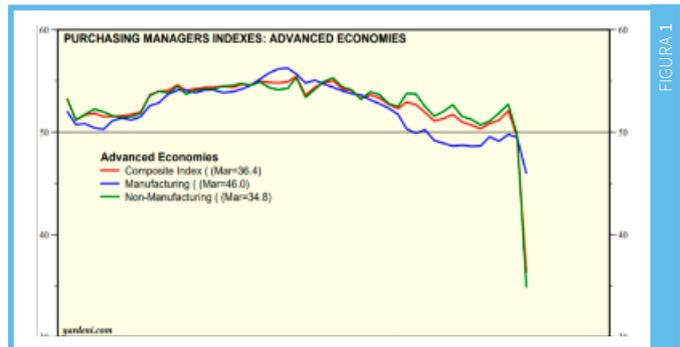


FIGURA 1

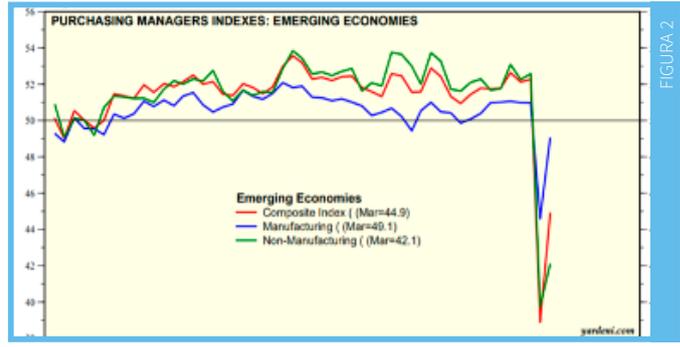


FIGURA 2

Tuttavia, precisa il documento, questi dati devono essere interpretati come “coincidenti” non come “leading”, data l’origine non economica della crisi, la cui evoluzione non dipende da fattori economici. A tutti i paesi viene assegnato lo “Sharp slowdown”. Unica eccezione, l’India, premiata con uno “Slowdown” semplice. La FIGURA 3 la commentiamo ormai da tempo: dopo la fase di “recovery”, l’economia americana si trovava in una fase di “expansion” di lungo periodo. Il dato di marzo non modifica questa situazione, ma è facile immaginare una brusca frenata, la cui durata è ancora del tutto incognita. Il Brent si trova oggi in area 29,7 dollari. Nell’ultimo anno è ora in calo del -58,3% (era a -2,3% nel trimestre precedente). Nell’ultimo mese è rimasto stabile (fonte Economist, 16 aprile 2020). La politica monetaria ha reagito con immediatezza in tutto il mondo. Il QE europeo è tornato, con una dotazione di 120 miliardi di euro. A questa si aggiunge il “Pandemic Emergency Purchase Program” di 750 miliardi, finalizzato all’acquisto di strumenti finanziari pubblici e privati. Si allargano gli acquisti anche ai titoli emessi dalla Grecia. Sono ammesse anche non financial commercial paper. La scadenza dei titoli acquistabili è prevista da 70 giorni a oltre 30 anni. Anche il rispetto delle quote tra i titoli dei diversi stati verrà gestito in modo flessibile. “Faremo tutto il necessario all’interno del nostro mandato” sostiene la BCE. E, se non dovesse bastare, “modificheremo i limiti autoimposti per modificarli in modo tale che le misure siano proporzionate ai rischi che fronteggiamo”. La BCE “non tollererà alcun intoppo nella trasmissione della politica monetaria in tutta l’area EURO”. Secondo la BCE “occorre, in particolare, una risposta ambiziosa e coordinata sul piano delle politiche di bilancio per supportare le imprese e i lavoratori a rischio” e aggiunge che essa sostiene “con forza l’impegno dei governi dell’area dell’euro”. 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 (quindicesima settimana del 2020) è pari a 5,257 trilioni di euro (da 4,674 del trimestre precedente). La FED ha immediatamente portato i tassi a zero. Ha inoltre dichiarato che acquisterà titoli di stato e titoli emessi dalle agenzie governative per il finanziamento dei mutui (MBS) per l’ammontare che sarà necessario. Il 9 aprile la FED ha annunciato prestiti verso famiglie ed imprese per 2,3 trilioni di dollari. In un suo recente intervento, Powell ha chiarito che la FED ha “lending powers” (può fare prestiti a soggetti solvibili) ma non ha “spending powers” (capacità diretta di spesa). Ricorda che ci sono però soggetti ai quali devono giungere risorse non a titolo di prestito (perché non possono ripagarlo), ma “direct fiscal support”. La FED farà tutto quanto è necessario per costruire un ponte in grado di collegare la situazione economica precedente alla diffusione del virus con quella successiva al ritorno alla normalità. In tutto il mondo si muove, deve muoversi, la politica fiscale finanziata in deficit, attraverso l’emissione di enormi quantità di titoli di stato. Non esiste alternativa. Questo sta avvenendo in forme diverse per ogni paese, ma il sostegno è fortissimo. Una politica fiscale iperespansiva si accompagna ad una politica monetaria che ne segue gli ingentissimi fabbisogni, attraverso l’acquisto di titoli pubblici (diretto o indiretto). Secondo il FMI, nei paesi avanzati si passerà dal 105% di rapporto debito PIL del 2019 al 122% del 2020 (da 60 miliardi di dollari a 66 miliardi di dollari circa). Il nuovo debito passerà dal 3% del PIL del 2019 (pari a 1,71 miliardi) al 10,6% del PIL del 2020 (pari appunto a 6 miliardi circa).

## L’inflazione dipende da domanda e offerta aggregate.

Il futuro dell’inflazione è incerto. Dipende dagli eventuali danni alla capacità produttiva che possono determinarsi per effetto delle politiche di lockdown. Potrebbe essere solo un fenomeno redistributivo tra aree geografiche ed industrie. Al momento sui

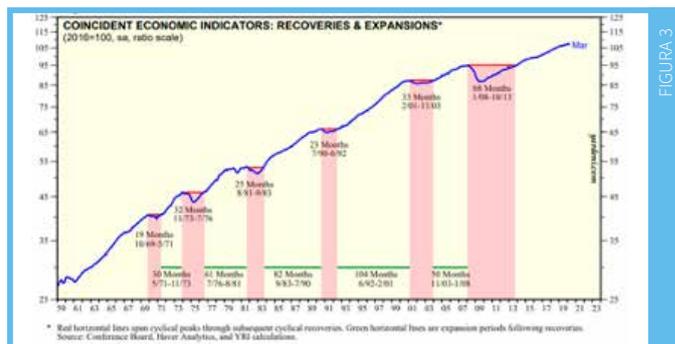


FIGURA 3

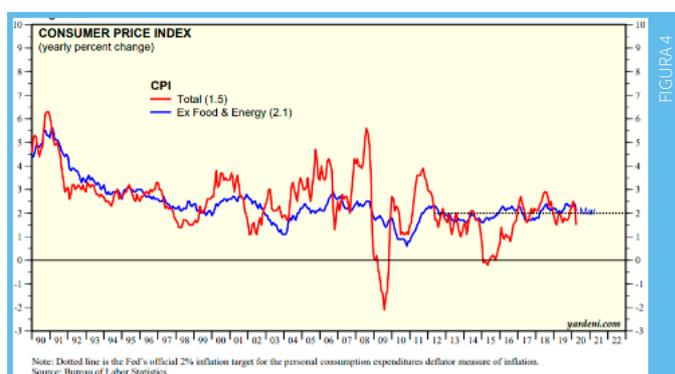


FIGURA 4

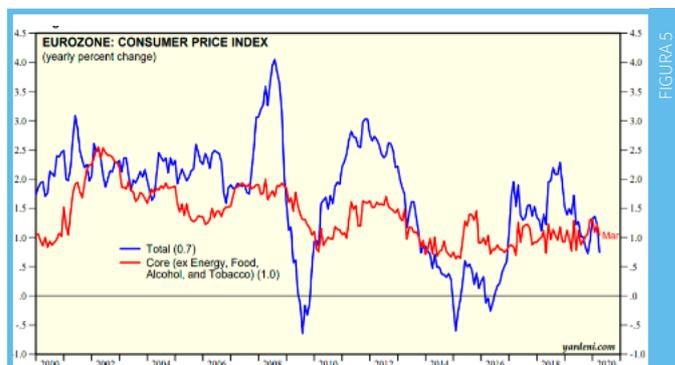


FIGURA 5

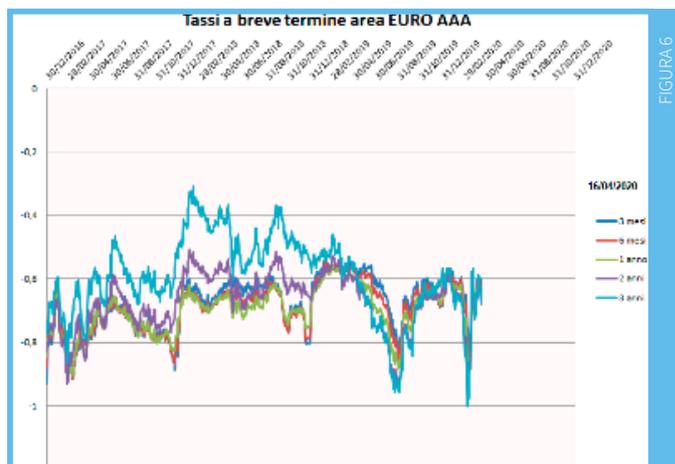


FIGURA 6

prezzi prevale l'assenza di domanda e il crollo del prezzo del petrolio. Nell'area dell'EURO l'inflazione totale è in diminuzione: da +1,4% del trimestre precedente a +0,7% (FIGURA 5). L'inflazione core è pari all'1%. I dati sono riferiti a marzo. La BCE, nel lasciare inalterati i tassi, ribadisce che essi si manterranno "su livelli pari o inferiori a quelli attuali, finché non vedremo le prospettive di inflazione convergere saldamente su un livello sufficientemente prossimo ma inferiore al 2%". In FIGURA 4 è riportata l'inflazione USA core (dati di marzo, +2,1% da +2,3%) e l'inflazione totale (+1,5% da +2,3%). Dopo nove rialzi e tre ribassi, la FED ha (di nuovo) azzerato i tassi di interesse. Oggi 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). In linea teorica, considerando un tasso reale del 2%, i tassi di interesse privi di rischio europei a lungo termine dovrebbero attestarsi, in equilibrio, intorno al 3% (ultimo dato disponibile -0,37%, era -0,364% il trimestre precedente, per durata 10 anni, fonte BCE, 16/04/2020).

## Tassi di interesse EURO a breve termine: tutti giù per terra... per ora.

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 ed i tassi rimarranno molto bassi, nonostante la domanda di capitali. 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 (meno 0,023%) fino a 30 anni (erano negativi fino a 20 anni lo scorso trimestre) (FIGURA 6 e TABELLA 3). Si conferma una realtà consolidata, anche se si è registrato, in corrispondenza della violenta diffusione del virus in Europa (Italia in prima linea, purtroppo), un movimento al ribasso (fino quasi al -1%) poi rientrato. Secondo le elaborazioni BCE, i tassi a breve rimarranno negativi per altri 9 anni e 1 mese (erano 8 anni e 5 mesi lo scorso trimestre), giungendo ad un minimo di -0,689% tra 1 anno e 11 mesi (oggi -0,629%; fonte BCE instantaneous forward 16/04/2020). Il mercato si comporta come se i futuri tassi a tre mesi nei prossimi 12 mesi fossero destinati a scendere ulteriormente. I rendimenti a tre mesi impliciti (forward rate) sono riassunti in FIGURA 7. In questo contesto, i tassi EURIBOR sono leggermente aumentati. Il rischio banche si fa sentire. L'unione bancaria europea (vigilanza unica e il meccanismo unico di risoluzione delle crisi bancarie) dovrebbe tendere a rendere 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. Ma se gli euro depositati nelle banche "non sono tutti uguali", l'unione bancaria non esiste. L'evoluzione dell'EURIBOR negli ultimi 12 mesi è riassunta nella TABELLA 4. In FIGURA 8 il tasso EURIBOR implicito tornerebbe positivo ad anno nuovo, con un evidente incremento dello spread tra EURIBOR e AAA. Un altro effetto del rischio banche (prestiti bancari) in un momento di recessione profonda e diffusa, che colpisce le istituzioni creditizie più presenti nel finanziamento delle imprese. I CDS spread delle banche europee (indice ITRAXX) sono tutti aumentati e le grandi banche italiane sono tutte raggruppate in fondo alla lista. La BCE annuncia strumenti di salvaguardia dei canali di trasmissione della politica monetaria in tutta l'area, senza distinzioni. Ma il mercato, al momento, sembra crederci poco.

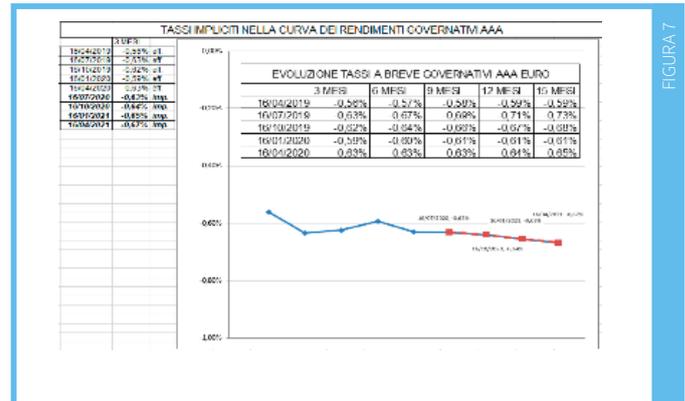


FIGURA 7

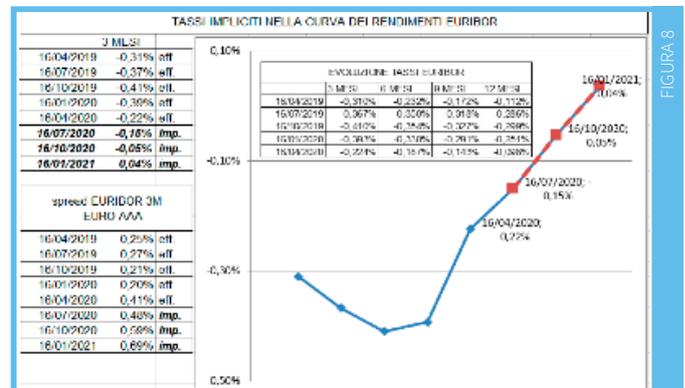


FIGURA 8

EVOLUZIONE TASSI A BREVE GOVERNATIVI AAA EURO

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI	15 MESI
16/04/2019	-0,56%	-0,57%	-0,58%	-0,59%	-0,59%
16/07/2019	-0,63%	-0,67%	-0,69%	-0,71%	-0,73%
16/10/2019	-0,62%	-0,64%	-0,66%	-0,67%	-0,68%
16/01/2020	-0,59%	-0,60%	-0,61%	-0,61%	-0,61%
16/04/2020	-0,63%	-0,63%	-0,63%	-0,64%	-0,65%

TABELLA 3

EVOLUZIONE TASSI EURIBOR

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI
16/04/2019	-0,310%	-0,232%	-0,172%	-0,112%
16/07/2019	-0,367%	-0,350%	-0,318%	-0,286%
16/10/2019	-0,410%	-0,354%	-0,327%	-0,299%
16/01/2020	-0,393%	-0,330%	-0,291%	-0,251%
16/04/2020	-0,224%	-0,187%	-0,143%	-0,098%

TABELLA 4

## Tassi EURO a lungo termine: in attesa degli effetti della politica fiscale iperespansiva.

In questo trimestre la curva dei tassi EURO (governativi AAA) ha registrato rispetto al trimestre precedente un movimento al ribasso dopo i 10 anni riducendo l'inclinazione (FIGURA 9): ora i tassi sono tutti negativi (fino a 30 anni). Anche i tassi USA mostrano segnali di forte riduzione su tutte le scadenze e la curva è inclinata in modo leggermente positivo. Il mercato è in attesa degli effetti della annunciata politica fiscale iperespansiva, finalizzata al superamento della fase critica, col minore impatto possibile su famiglie ed imprese. Ma è anche in attesa della inevitabile emissione di debito per finanziarla, con il supporto delle banche centrali. I tassi in Germania sono tutti (da 3 mesi a 30 anni) più bassi dei tassi giapponesi: sui 3 anni, tasso tedesco -0,689% (era -0,6% il trimestre precedente); tasso giapponese -0,137% (era -0,05%; dati del 21/04/2020, fonte Thomson Reuters). Lo «spettro» dei rendimenti (dal 3 mesi al 30 anni, FIGURA 10) segnala una curva che sta reagendo dopo il crollo di febbraio. La paura di un'area EURO incapace di reagire alla crisi adeguatamente sul fronte macroeconomico non è ancora completamente svanita. Ma il tempo stringe ed è molto probabile che si realizzi un'azione di compromesso ampiamente coordinata nella giusta direzione. La BCE non manca di ricordare che essa è pronta a sostenere finanziariamente le manovre necessarie. Il possibile rialzo dei tassi AAA area euro è molto lontano. Tuttavia, una politica fiscale espansiva «coordinata e condivisa» potrebbe rialzare la pendenza della curva.

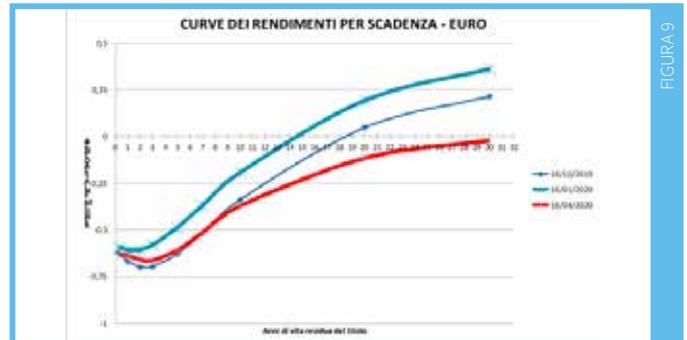


FIGURA 9

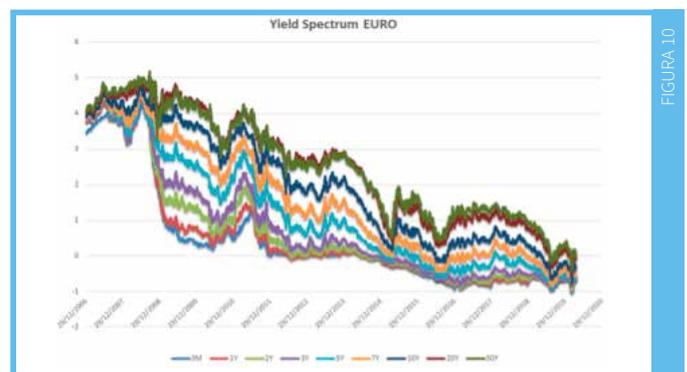


FIGURA 10

## I tassi di interesse nei diversi Paesi dell'area EURO: ognuno ha il country financial risk che si merita.

I tassi tedeschi sono tutti negativi. In Francia fino a 9 anni; in Spagna fino a 9 mesi. In Italia sono già positivi quelli a tre mesi. In questa situazione che richiede emissione di debito, contano i punti di partenza, soprattutto in termini di rapporto tra debito e PIL. La tabella «condizioni di solvibilità» (TABELLA 4) 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. Le previsioni di crescita economica 2020 condannano l'Italia al penultimo posto insieme all'Olanda (-7%) con un «rimbalzo» nel 2021 al +4,2% (Olanda +5%). Il debito pubblico (una «certezza» negativa) costituisce il punto debole e determina l'andamento dello spread: lo spread italiano ha subito rispetto al trimestre precedente un aumento di 77 punti base. Solo la Grecia ha fatto peggio (+97 punti base). Ad onor del vero, rispetto a quindici mesi fa, l'Italia da 333 bp si è portata a 232 bp (erano 156 bp lo scorso trimestre); lo spread attuale è secondo solo a quello della Grecia (312 bp). Secondo le previsioni FMI, il debito PIL italiano aumenta a 155,54 nel 2020 dal già poco lusinghiero 133,20 del 2019 (ma siamo in piena emergenza globale). Mentre il deficit/PIL si porta -7% dal -2,2% dell'anno precedente. Il ritorno a tassi «unici» (come nel 2007) corre il rischio di subire un nuovo, brusco, arresto. In questa situazione di incremento dei debiti, il financial risk di partenza fa la differenza come non mai. Solo interventi eccezionali di indebitamento «comune» possono contrastare questa tendenza, qualsivoglia sia la soluzione disponibile. Lo sa bene la BCE: i dubbi sulla «irreversibilità» dell'EURO erano del tutto svaniti, ma possono ritornare. E sarebbe un disastro in questo difficile contesto. Come è stato più volte detto, la

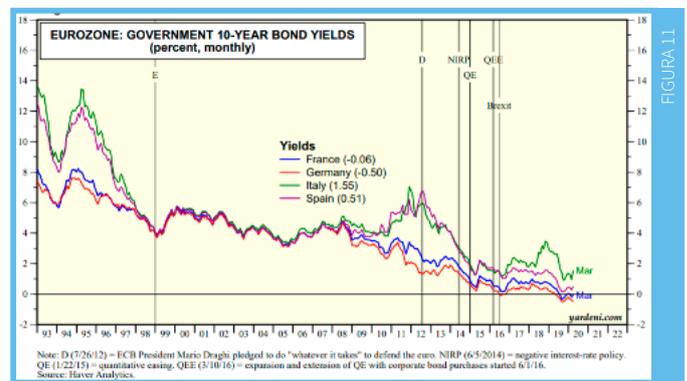


FIGURA 11

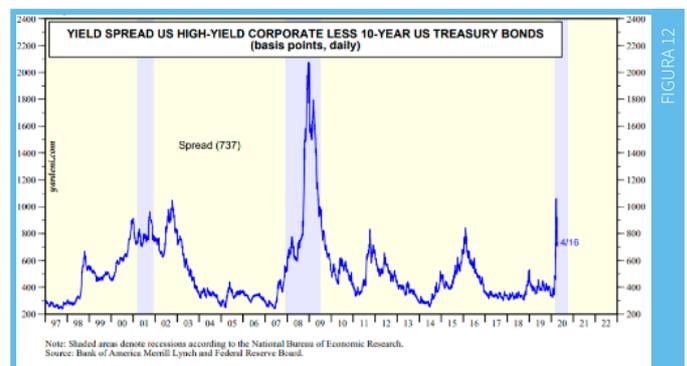


FIGURA 12

BCE sta facendo tutto quanto nelle sue possibilità. La sua forza, la sua stessa esistenza dipendono però dalla moneta comune.

## Il rischio di credito e gli spread sulle obbligazioni corporate. Focus sulle probabilità di default.

In FIGURA 12 sono rappresentati gli spread delle obbligazioni corporate High Yield USA. La tendenza è stata verso improvviso ritorno verso elevati spread sul credito. Ancora una volta domina il settore energetico, ma il rischio di default si estende oggi a tutta l'economia. 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 12): 381 bp lo scorso trimestre. Poi la recessione per decreto è arrivata e lo spread è balzato sopra i 1000 bp, per ritracciare a 737 (16 aprile 2020) dopo gli annunci monetari e fiscali. In FIGURA 13 osserviamo l'andamento dei tassi delle obbligazioni corporate high yield. Il tasso di interesse si è portato a circa l'8% (era 5,38%). Gli spread riflettono – ovviamente – l'incremento della probabilità di default di emittenti già molto indebitati, che – al momento – non generano cash flow sufficienti al ripagamento del debito. Gli aiuti arriveranno, ma alcune aziende falliranno. Quali, è la domanda. In questo contesto, un portafoglio diversificato e selezionato di obbligazioni corporate può generare rendimenti interessanti. Riteniamo dunque che questi spread siano da comprare.

## Mercati azionari tra storia e profezia. Focus sugli utili attesi di chi sopravvive.

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

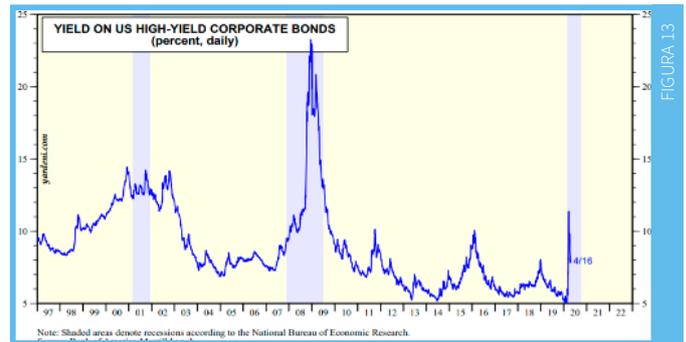


FIGURA 13

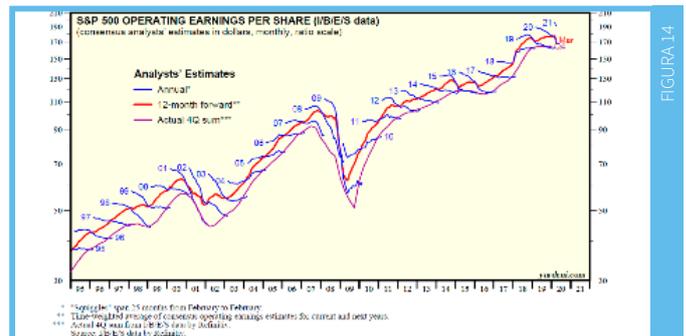


FIGURA 14



FIGURA 15

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

	Debito PIL 2020	Debito PIL 2021	Crescita PIL 2020	Crescita PIL 2021	Deficit PIL 2020	Tassi a 10 anni 17/04/2020	SPREAD 17/04/2020	SPREAD 15/01/2020	Variazione SPREAD
Germania	68,66	65,61	-6,0	3,6	-5,2	-0,47	0,00	0,00	
Olanda	58,26	58,10	-7,0	5,0	-5,0	-0,25	0,22	0,12	0,10
Francia	115,42	116,38	-5,0	3,6	-5,6	-0,01	0,46	0,25	0,21
Austria	84,63	80,97	-6,0	3,5	-5,5	-0,04	0,43	0,21	0,22
Belgio	114,85	114,81	-6,3	2,6	-5,6	0,13	0,60	0,27	0,33
Italia	155,54	150,43	-7,0	4,2	-7,0	1,85	2,32	1,56	0,77
Spagna	113,42	114,61	-6,0	4,0	-7,3	0,83	1,30	0,69	0,61
Irlanda	63,31	60,05	-5,4	4,0	-9,1	0,04	0,51	0,10	0,41
Portogallo	134,95	128,52	-8,0	3,3	-5,5	0,89	1,36	0,64	0,72
Grecia	200,75	194,82	-6,0	1,5	-5,2	2,65	3,12	2,15	0,97
USA	131,07	131,90	-2,9	1,6	-12,3	0,62	1,09	2,03	-0,95
Giappone	251,91	247,63	-1,6	0,9	-5,4	0,0	0,47	0,25	0,23
UK	95,73	95,78	-4,7	3,0	-14,8	0,25	0,72	0,89	-0,17
	Fonte FMI (APR 2020)		Fonte Economist 17/04/2020			Fonte Datastream			

TABELLA 5

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 chiuderà in leggero aumento a 163 (quasi il doppio dei livelli del 2010). Le previsioni per il 2020 si attestavano lo scorso trimestre ad una buon +9,6% a livello 177,01. Le prime previsioni 2021 erano a 195,99. Poi la recessione per decreto. Oggi le previsioni (Yardeni research) sono per un 2020 a 120 dollari (che ci riportano al 2016); un -26% che ci riporta al 2008. Per il 2021 si prevede un immediato ritorno alla crescita (+25% a 150 dollari, che ci riporta sotto il dato 2018 e sopra quello 2017). In FIGURA 14 la linea rossa rappresenta l'andamento degli utili attesi per azione S&P500 dal 1995 (fonte Yardeni Research, aggiornamento fine marzo). Le linee blu rappresentano l'andamento delle previsioni degli analisti (consensus). Vediamo la forte revisione per il 2020. Gli utili attesi tra 12 mesi (la linea rossa) sono bruscamente diminuiti, anche se per il momento non crollati (si osservi la linea rossa nel 2008). Gli analisti non sono capaci di prevedere le recessioni (ammesso che ci siano) e possono rimanere ottimisti per troppo tempo. Ma non è il caso della recessione per decreto. In FIGURA 16 vengono presentati i dati del QE della BCE. La linea blu indica il totale attivo della BCE che torna bruscamente 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 (o dicono di esser pronte ad agire) i mercati rimbalzano. In FIGURA 15 sono raccolti gli andamenti dei PE delle principali aree geografiche (indici MSCI). Non sono crollati. Perché i mercati azionari - di fatto - non sono crollati, mentre sono state effettuate revisioni al ribasso degli utili attesi. Il mercato più "caro" rimane quello USA (17,8 contro 18,7 del trimestre precedente); il più "economico" è l'indice dei paesi emergenti (11,4 da 12,7). Il PE è funzione di tre elementi: il tasso privo di rischio (in diminuzione, quindi PE più alto), il premio per il rischio (in aumento, quindi PE più basso) e la crescita degli utili (in diminuzione, quindi PE più basso). In FIGURA 17, vengono rappresentate le determinanti del PE del mercato azionario EMU. Il mercato presenta un PE di 13,1 (era 14,4 tre mesi addietro), oltre la linea dello "angelo azzurro" che moltiplica per 12 gli utili attesi. Gli utili sono stati rivisti al ribasso e sono tornati al livello 2016. Lo stesso grafico compare in FIGURA 18, con riferimento ai mercati azionari mondiali (indice MSCI World ex-US in valuta locale). Il PE è intorno a 13 (14 tre mesi addietro) ed i mercati sono allo stesso livello del 2016. Gli utili (previsti) scendono bruscamente, riportandosi poco sopra i livelli del 2016. Secondo i dati IBES - Thomson Reuters, la crescita degli utili a 5 anni per l'Italia è prevista stabile rispetto al trimestre precedente, nonostante tutto: +7,7% (era +7,6%); rimane sotto la media EMU (+8,8% era +8,9%). Nel breve termine invece la recessione colpisce: gli utili si ridurranno (secondo le previsioni) del -7,3% (era +5,3%) contro una media EMU del -0,3% (era +10%). Questo ultimo dato di contrazione degli utili per l'EMU pare troppo modesto, ad onor del vero. Tra i grandi paesi per crescita a breve, troviamo oggi ancora ai primi posti l'India (+17,2% in calo da +22,4%), Cina (+8,8% in calo da +12,3%)



FIGURA 16



FIGURA 17



FIGURA 18



FIGURA 19

e USA (+0,7% da +9,8%). Anche questi dati previsivi appaiono onestamente molto ottimistici. Nel lungo termine, troviamo Cina +17% (da +18,9%), Emerging Markets Asia +13,5% da +14,3%, India a +17% (da +20,8%), Emerging Markets +12,6% (da +13,7%). Gli Stati Uniti seguono a +10,5% (da +10,6%).

Piccola ma forte.  
[www.sanfelicel893.it](http://www.sanfelicel893.it)

# Possiamo aiutarti anche a un metro di distanza

Scopri le nostre  
iniziative a sostegno  
di persone e imprese

[www.sanfelicel893.it/covid-19](http://www.sanfelicel893.it/covid-19)



**SANFELICE 1893**  
BANCA POPOLARE

# 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

## SAN FELICE SUL PANARO - B

piazzale Marco Polo, 2/3 - San Felice sul Panaro (MO) - Tel. 0535/671231

## 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)