



SANFELICE 1893

MERCATI

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

LUGLIO 2020

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

Profonda recessione scontata, pronta ripresa prevista.

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 -8,3% (era -6% la stima del trimestre precedente). 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 +5,6% (era +1,3%). In USA il 2020 registra una contrazione prevista del -5,3% (era -2,9% la previsione precedente; -2,5% il dato 2009). Nel 2021 si dovrebbe tornare a + 3,7% (era +1,6%). Le previsioni FMI, aggiornate a giugno, rimangono peggiori: -10,2% (era -7,5% ad aprile) per area EURO; -8% (era -5,9%) per USA. Ma, rispettivamente, nel 2021 +6% e +4,5% (era +4,7% per entrambe le aree). Secondo le previsioni economist, l'Italia è il peggior paese del G20 prima dell'Argentina: -10,8% (era -7%) seguito da +6,8% (era +4,2%). Anche in questo caso, il FMI è più pessimista: -12,8% seguito da un +6,3%. Dei 58 Paesi censiti dall'Economist, una sparuta minoranza riesce a mantenere segni positivi nel 2020: Vietnam (+3,3%), Cina (+1,4%), Egitto e Indonesia (+0,2%). Il nostro bellissimo Paese è quartultimo per crescita 2020, seguito dalla Spagna, dall'Argentina e dal Venezuela. Il commercio mondiale secondo l'Economist crolla del -22,6% (era -15,3% il trimestre precedente). La Spagna si contrae del -11% (era -6%) nel 2020 e cresce del +6% nel '21. Per la Francia, rispettivamente, -10,4% (era -5%) e +7,1% (era +3,6%). Per la Germania il 2020 è negativo: -5,8% (era -6%) ma migliore della media di area EURO. Nel 2021 ci sarà una crescita del +4,5% (era +3,6%). Uno dei pochissimi casi di revisione al rialzo del dato 2020 rispetto al trimestre precedente. Anche la Cina ottiene un dato migliore 2020 rispetto alle previsioni del trimestre precedente: +1,4% (era +1%). Il 2021 però si presenta robustissimo: +8%, ma era +8,4%. Secondo questi dati, la Cina (insieme ad India e Perù) sarebbe il paese con la crescita più alta (per la verità dopo Latvia ed Estonia). Per l'India le previsioni 2020 sono drasticamente cambiate rispetto al trimestre precedente: da una crescita del +2,1% si giunge ad una contrazione del -5,8% seguita da un +8% nel '21. Anche per la Russia 2020 stessa musica: contrazione portata al -5,2% (da -2,6%); seguita da un 2021 ad un modesto +1,6% (ma era +1,4%). Peggiora anche il Brasile che -7,5% (era -5,5%) nel 2020 e torna a crescere di un robusto +4% (era +4,5%) nel 2021. Torna qualche preoccupazione sulla Brexit, ma l'incertezza è sovrana. Il Regno Unito nel 2020 si contrae del -9% (era -4,7% tre mesi fa) e nel '21 torna ad una crescita del +6% (era +3%). Secondo le previsioni della Economist Intelligence Unit (TABELLA 2), il 2020 è il nuovo punto di minimo "storico", con un -4,8% (era -2,5%) dell'economia mondiale. Le ultime previsioni FMI (giugno 2020) vedono un mondo che si contrae del -4,9% (era -3% la previsione di aprile): -8% (era -6%) per le economie avanzate; -3% (era -1%) per le economie emergenti. Il 2021 è visto con un ritorno alla crescita: +5,4% (era +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 non si trasforma in depressione, secondo le previsioni. I PMI (Manufacturing Purchasing Managers Index) sono aggiornati a

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	2020**	2021*	latest	year ago	latest	year ago	2020**	
China	-6.0	-3.8	+1.4	+8.0	+4.4%	+2.4%	+2.7	+3.7	3.7%	
Indonesia	+3.0	nr	+0.2	+5.2	+3.0%	+2.0%	+2.8	+1.3	5.0%	
South Korea	+1.4	-0.0	-3.1	+3.4	-0.8%	nr	+0.7	+6.8	4.5%	
Australia	+1.4	-1.2	-4.1	+1.8	+2.0%	+2.2%	+1.0	+1.7	7.1%	
Canada	-0.9	-4.2	-5.1	+3.6	+2.8%	-0.4%	+2.4	+6.5	13.7%	
Japan	-1.7	-2.2	-5.2	+3.7	+2.9%	nr	+0.8	-0.1	2.9%	
South Africa	+0.3	nr	-5.2	+2.0	nr	+1.0%	+2.8	+1.2	5.7%	
Russia	+1.0	nr	-5.2	+1.6	-0.8%	+3.0%	+3.1	+4.2	6.1%	
United States	+0.0	-0.8	-5.3	+3.7	+5.3%	+0.1%	+1.8	+0.7	11.3%	
India	+3.0	+1.2	-5.8	+5.4	+5.3%	+1.8%	+2.9	+3.4	11.0%	
Germany	-2.0	-6.6	-5.8	+4.5	+0.4%	-0.8%	+1.8	+0.8	3.9%	
Turkey	+6.0	nr	-5.8	+4.3	+1.4%	+12.6%	+5.7	+11.2	12.2%	
South Africa	-0.1	-2.8	-7.0	+1.4	-5.8%	+2.9%	+4.4	+3.8	26.1%	
Brazil	-0.0	-4.0	-7.5	+4.0	+2.9%	+1.9%	+4.7	+2.8	12.9%	
Britain	-1.7	-6.5	-9.0	+6.0	+2.4%	+0.1%	+2.0	+0.7	3.9%	
Mexico	1.4	-4.9	-9.7	+2.1	+2.3%	+2.8%	+4.0	+3.0	3.3%	
Russia	5.0	-7.7	-9.9	+6.7	+3.2%	+0.1%	+1.2	+0.4	8.1%	
Italy	-5.4	-16.6	-10.8	+6.8	+3.3%	-0.2%	+0.7	+0.2	7.9%	
Argentina	-5.4	-10.9	-12.0	+6.5	+1.7%	+0.4%	nr	+1.0	10.4%	

TABELLA 1 - Fonte Economist 7 luglio 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	2.6	-3.9	4.8	3.6	3.5	3.4
OECD	2.5	1.8	2.7	2.3	1.5	-5.9	3.5	2.3	2.0	1.9
Non-OECD	4.1	4.6	4.7	4.4	3.5	-2.3	5.7	4.6	4.6	4.4
Real GDP growth (market exchange rates)										
World	2.8	2.5	3.2	2.9	2.3	-4.8	4.3	3.1	2.9	2.7
OECD	2.4	1.7	2.6	2.2	1.6	-6.1	3.5	2.2	1.9	1.8
Non-OECD	3.6	3.9	4.3	4.1	3.4	-2.5	5.6	4.5	4.5	4.2
North America	2.7	1.6	2.4	2.8	2.3	-4.8	2.5	2.3	2.0	1.9
Europe	2.0	1.9	2.9	2.2	1.5	-7.4	5.0	2.4	2.1	1.8
Euro area	2.0	1.9	2.7	1.9	1.2	-8.3	5.6	2.4	1.6	1.6
Asia & Australasia	4.6	4.5	4.9	4.3	3.8	-1.8	5.4	4.1	4.2	3.9
Latin America	-0.4	-1.5	0.9	0.7	-0.6	-8.1	4.1	3.3	2.3	2.5
Middle East & North Africa	2.3	4.9	1.3	1.0	0.1	-5.3	1.7	2.9	3.2	3.2
Sub-Saharan Africa	2.7	0.8	2.3	2.4	2.0	-4.2	1.7	3.2	3.8	4.2
Inflation (av)										
World	3.0	3.1	3.2	3.5	3.5	3.0	3.1	3.3	3.2	3.1
OECD	0.7	1.1	2.2	2.5	1.9	0.9	1.5	2.0	2.0	2.0
Non-OECD*	5.4	5.2	4.3	4.5	5.2	5.1	4.7	4.6	4.4	4.2

TABELLA 2 - Fonte Economist 16 giugno 2020

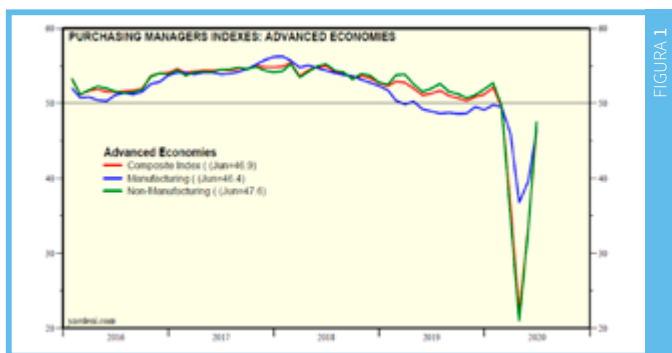


FIGURA 1

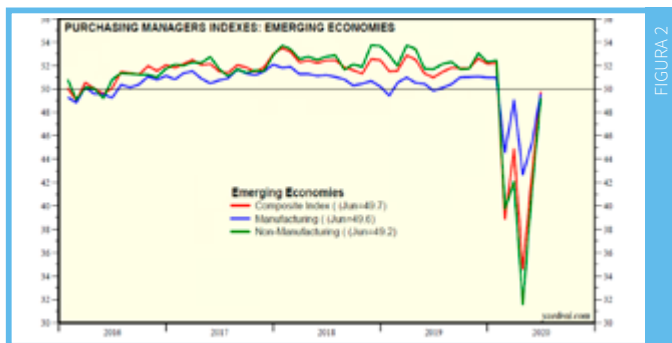


FIGURA 2

giugno e, dopo esser precipitati, ora puntano verso l'alto, disegnano una appuntita "V" (FIGURE 1 e 2). Per le economie avanzate, l'indice composito è a 46,9 (era 36,4): 47,6 (era 34,8) il non manufacturing e 46,4 (era 46) il manufacturing). Per le economie emergenti, dopo il rimbalzo di marzo rispetto a febbraio, una nuova contrazione ad aprile e un nuovo rimbalzo (classica "W" in questo caso), il livello del composito è a un pelo da 50 (49,7 da 44,9 del trimestre precedente: non manufacturing a 49,2 (era 42,1); manufacturing a 49,6 (era 49,1). Confermano questo quadro di "rimbalzo" tendenziale i Leading Indicator dell'OCSE (9 luglio 2020): dopo il più grande crollo mai registrato negli indici, quando a tutti i paesi è stato assegnato lo "Sharp slowdown", il nuovo report segnala un "Easing slowdown" per tutti (peggio il Giappone e l'India, dove l'OCSE segnala solo primi segnali di miglioramento). Per la Cina abbiamo addirittura segnali di una crescita che riprende ad accelerare. 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 (FIGURA 3) fino a marzo compreso. Yardeni research indica chiaramente la violentissima interruzione del percorso di espansione avvenuta a maggio. Ma indica anche che la durata della fase di recovery: 32 mesi, simile a quella del 2001 - 2003 (33 mesi). Il Brent si trova oggi in area 43,2 (era 29,7 dollari il trimestre precedente). Nell'ultimo anno è ora in calo del -32,7% (era a -58,3% nel trimestre precedente). Nell'ultimo mese è cresciuto del 4,7% (fonte Economist, 7 luglio 2020). Insomma, rimbalza anche il petrolio. La politica monetaria ha reagito con immediatezza in tutto il mondo e gli effetti sono stati immediati. Per ora l'indirizzo non sembra mutare, anzi. 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. Il 30 aprile la BCE aggiunge altri 20 miliardi/mese di acquisti netti e le PELTROs (Pandemic emergency longer term refinancing operations), offerte con "highly accomodative terms" (tasso -0,25% durata 16 mesi a decrescere). E ribadisce di essere pronta ad espandere ancora, se sarà necessario. Infatti, il 4 giugno aggiunge al PEPP altri 60 miliardi, portando il totale a 1350 miliardi e la durata almeno fino al giugno 2021 e comunque fino alla fine della "coronavirus crisis". Si è confermato dunque quanto detto lo scorso trimestre. "Faremo tutto il necessario all'interno del nostro mandato" aveva detto la BCE; "modificheremo i limiti autoimposti per cambiarli 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". "Esprimiamo (...) vivo apprezzamento per la proposta della Commissione europea di un piano per la ripresa destinato a sostenere le regioni e i settori maggiormente colpiti dalla pandemia, a rafforzare il mercato unico e a generare una ripresa prospera e duratura" conclude la BCE. 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 2020) è pari a 6,288 trilioni di euro (da 5,257 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

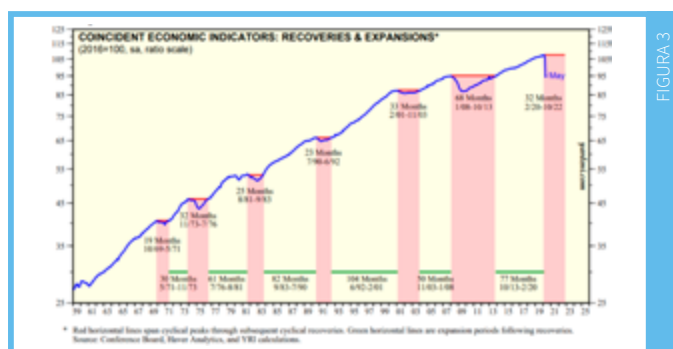


FIGURA 3

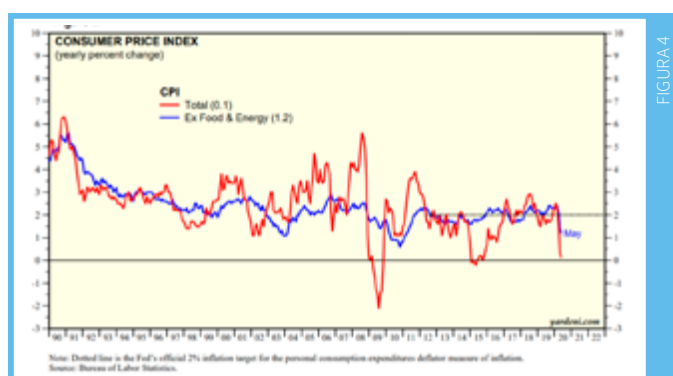


FIGURA 4

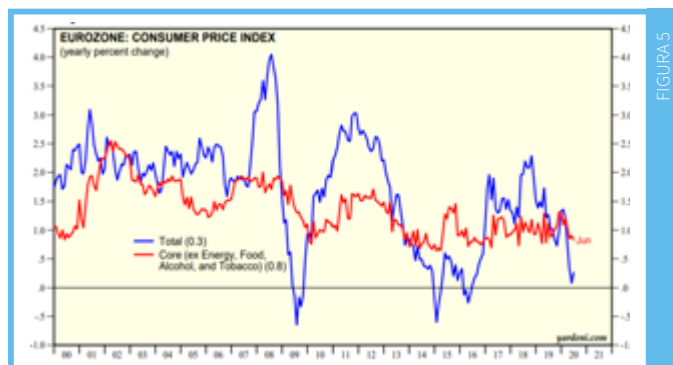


FIGURA 5

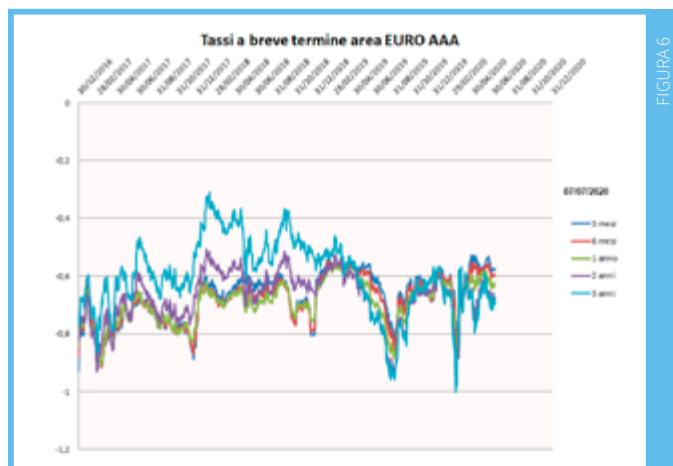


FIGURA 6

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. Prosegue a giugno l’atteggiamento iperespansivo, senza sosta. 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 i dati Economist, il rapporto deficit/PIL in UK e USA si porterà al -15,9% nel 2020, il valore più alto di tutti i paesi (fatta eccezione per Brasile, Islanda e Venezuela). Area EURO arriverà a -8,8% (Italia a -12%; Germania a -6,1%). La Cina si porterà a -6%; l’India a -7,8%. Secondo il FMI, nei paesi avanzati si passerà dal 105,2% di rapporto debito PIL del 2019 al 131,2% (era 122% la previsione di aprile) del 2020. Il nuovo debito passerà dal 3,3% del PIL del 2019 al 16,6% (era 10,6%) del PIL del 2020.

L’inflazione dipende da domanda e offerta aggregate. Prevale il rischio deflazione.

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 prezzi prevale l’assenza di domanda, il crollo del prezzo del petrolio e il timore che possa mutare l’atteggiamento verso i consumi in un contesto di elevata incertezza sul futuro economico. Alcuni dati dimostrano che il tasso di risparmio delle famiglie americane è decisamente incrementato, a fronte di un reddito personale che, grazie agli stimoli fiscali, è addirittura aumentato. Potrebbe essere un fenomeno del tutto transitorio. Ma ci sono dubbi sugli effetti “psicologici” di questa situazione. Nell’area dell’EURO l’inflazione totale è in ulteriore diminuzione: da +0,7% del trimestre precedente a +0,3% (FIGURA 5). L’inflazione core è scesa a 0,8% da 1%. I dati sono riferiti a giugno. 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 giugno, +1,2% da +2,1%) e l’inflazione totale (+0,8% da +1,5%). La FED ha azzerato i tassi di interesse, ma ha escluso tassi negativi. 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 2,8% (ultimo dato disponibile -0,42%, era -0,37% il trimestre precedente, per durata 10 anni, fonte BCE, 9/7/2020).

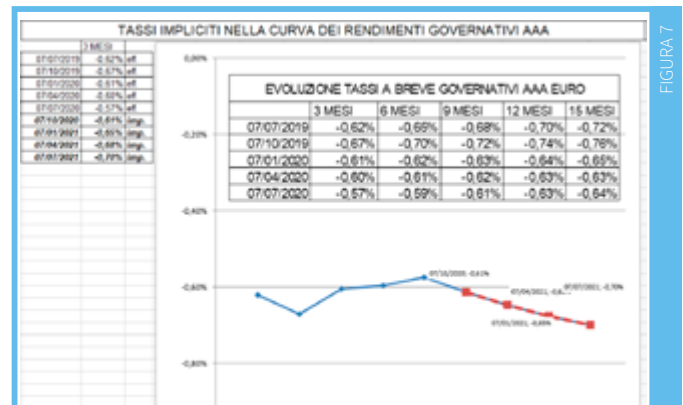


FIGURA 7



FIGURA 8

EVOLUZIONE TASSI A BREVE GOVERNATIVI AAA EURO

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI	15 MESI
07/07/2019	-0,62%	-0,65%	-0,68%	-0,70%	-0,72%
07/10/2019	-0,67%	-0,70%	-0,72%	-0,74%	-0,76%
07/07/2020	-0,61%	-0,62%	-0,63%	-0,64%	-0,65%
07/04/2020	-0,60%	-0,61%	-0,62%	-0,63%	-0,63%
07/07/2020	-0,57%	-0,59%	-0,61%	-0,63%	-0,64%

TABELLA 3

EVOLUZIONE TASSI EURIBOR

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI
07/07/2019	-0,360%	-0,344%	-0,306%	-0,268%
07/10/2019	-0,423%	-0,389%	-0,363%	-0,336%
07/07/2020	-0,387%	-0,323%	-0,286%	-0,248%
07/04/2020	-0,293%	-0,232%	-0,177%	-0,122%
07/07/2020	-0,436%	-0,313%	-0,286%	-0,258%

TABELLA 4

Tassi di interesse EURO a breve termine: tutti giù per terra per un lungo periodo di tempo.

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. Nulla sembra possa mutare questa situazione. 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 26 anni e 7 mesi (erano negativi fino a 30 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 3 mesi (erano 9 anni e 1 mese lo scorso trimestre), giungendo ad un minimo di -0,74% tra 2 anni (oggi -0,575%; fonte BCE instantaneous forward 9/07/2020). 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 si sono ridotti. Il rischio banche è diminuito grazie alla prontezza con la quale BCE è intervenuta anche sul fronte vigilanza. 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. E, infatti, BCE sta combattendo proprio su questo fronte. 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 ad aprile 2021, con un lieve incremento dello spread tra EURIBOR e AAA. L'effetto del rischio banche (prestiti bancari) in un momento di recessione profonda e diffusa, segnalato il trimestre precedente, sembra rientrato nella norma, nonostante tutto. I CDS spread delle banche europee (indice ITRAXX) sono tutti di nuovo scesi ai livelli precedenti. Gli strumenti di salvaguardia dei canali di trasmissione della politica monetaria in tutta l'area, senza distinzioni, più volte ribaditi da BCE sembra abbiano alla fine convinto il mercato. Non è un risultato di poco conto.

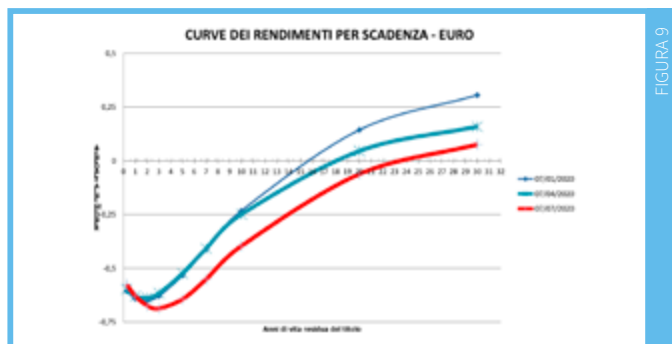


FIGURA 9

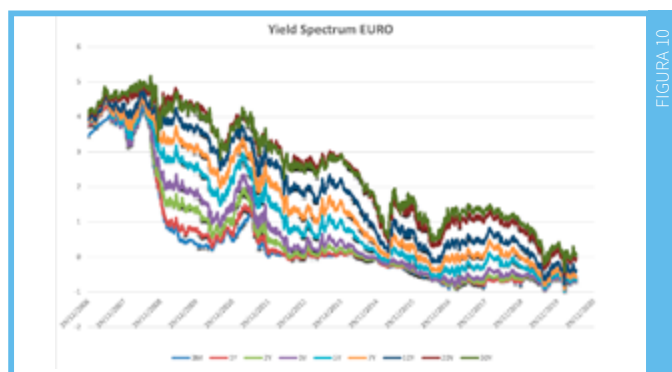


FIGURA 10

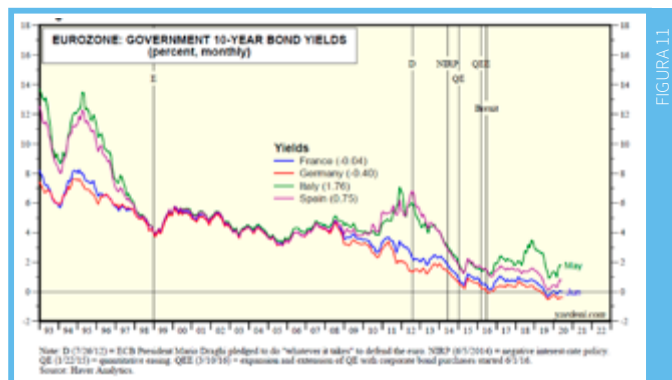


FIGURA 11

I tassi EURO a lungo termine rimangono in attesa degli effetti della politica fiscale iper-espansiva.

In questo trimestre la curva dei tassi EURO (governativi AAA) ha registrato rispetto al trimestre precedente un evidente movimento parallelo al ribasso dopo i 5 anni riducendo l'inclinazione (FIGURA 9). I tassi sono discendenti fino a 3 anni, per poi risalire. Il livello dei tassi a 3 mesi (-0,575%) viene superato solo dopo i 7 anni. Anche i tassi USA mostrano segnali di ulteriore riduzione su tutte le scadenze (a tassi a tre mesi invariati) e la curva ha dunque ridotto l'inclinazione leggermente positiva. Il mercato pare in attesa degli effetti della annunciata politica fiscale iper-espansiva, finalizzata al superamento della fase critica, col minore impatto possibile su famiglie ed imprese. È anche in attesa dell'inevitabile emissione di debito per finanziarla, con il fortissimo supporto delle banche centrali, che tiene sotto controllo la pressione sul mercato dei capitali. I tassi in Germania sono tutti (da 3

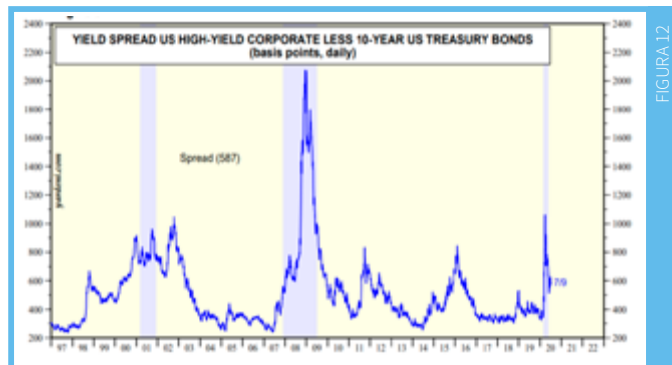


FIGURA 12

mesi a 30 anni) più bassi dei tassi giapponesi: sui 3 anni, tasso tedesco -0,722% (era -0,689% il trimestre precedente); tasso giapponese -0,151% (era -0,137%; dati del 9/07/2020, fonte Thomson Reuters). Lo «spettro» dei rendimenti (dal 3 mesi al 30 anni, FIGURA 10) continua a segnalare una curva che sta reagendo dopo il crollo di febbraio. La paura di un'area EURO incapace di reagire adeguatamente alla crisi sul fronte macroeconomico, pur non essendo ancora completamente svanita, si è ridotta in modo significativo. Ma il tempo è sempre più stretto ed un'azione di compromesso ampiamente coordinata nella giusta direzione sembra vicina. La BCE non manca di ricordare che essa è pronta a sostenere finanziariamente le manovre necessarie, ribadendo però che la manovra fiscale è indispensabile e deve tener conto degli asimmetrici effetti della crisi sui diversi paesi dell'EURO. Insomma, la politica fiscale deve essere «redistributiva». In questo contesto, il possibile rialzo dei tassi AAA area euro è molto lontano. Tuttavia, una politica fiscale espansiva «coordinata e condivisa» e molto forte potrebbe rialzare la pendenza della curva. Per essere chiari, è opportuno che i tassi AAA salgano un poco e gli spread governativi si stringano. Sarebbe un gran bel segnale per l'economia dell'area EURO.

I tassi di interesse nei diversi Paesi dell'area EURO: il country financial risk è mitigato dall'azione della BCE.

I tassi tedeschi sono tutti negativi. In Francia fino a 13 anni (erano 9 anni il trimestre precedente); in Spagna fino a 6 anni (erano 9 mesi). In Italia sono negativi fino ad un anno (erano tre mesi). In questa situazione che richiede emissione di debito, contano i punti di partenza, soprattutto in termini di rapporto tra debito e PIL. Il dato Greco a 10 anni benchmark secondo alcune fonti è inferiore al tasso italiano. Sul benchmark fonte datastream rimane superiore. 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.

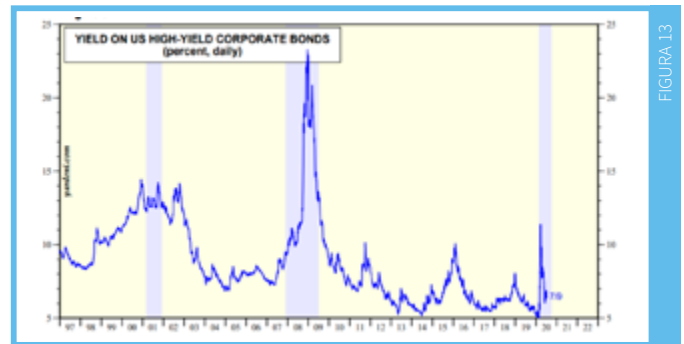


FIGURA 13

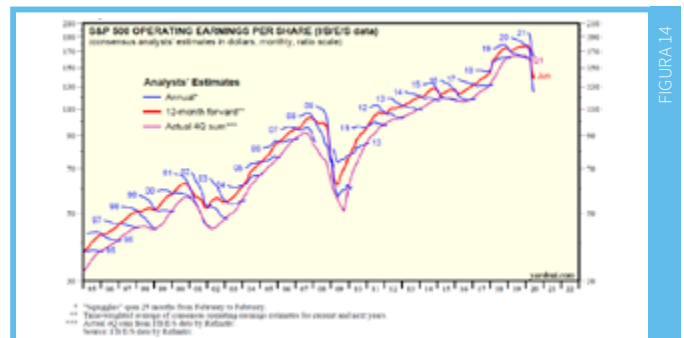


FIGURA 14



FIGURA 15

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

	Debito PIL 2019	Debito PIL 2024	Crescita PIL 2019	Crescita PIL 2020	Deficit PIL 2019	Tassi a 10 anni 15/01/2020	SPREAD 15/01/2020	SPREAD 06/12/2019	Variazione SPREAD
Germania	68,66	65,61	-5,8	4,5	-6,1	-0,46	0,00	0,00	
Olanda	58,26	58,10	-6,0	4,1	-5,4	-0,35	0,11	0,22	-0,11
Francia	115,42	116,38	-9,9	6,7	-11,0	-0,17	0,29	0,46	-0,17
Austria	84,63	80,97	-6,3	3,6	-7,6	-0,27	0,19	0,43	-0,24
Belgio	114,85	114,81	-7,9	5,8	-7,7	-0,13	0,33	0,60	-0,27
Italia	155,54	150,43	-10,8	6,8	-12,0	1,18	1,64	2,32	-0,68
Spagna	113,42	114,61	-11,0	6,0	-10,7	0,35	0,81	1,30	-0,49
Irlanda	63,31	60,05	-8,6	6,1	-11,3	-0,28	0,18	0,51	-0,33
Portogallo	134,95	128,52	-8,0	4,0	-8,0	0,42	0,88	1,36	-0,47
Grecia	200,75	194,82	-7,0	2,8	-6,1	1,59	2,05	3,12	-1,07
USA	131,07	131,90	-5,3	3,7	-15,9	0,65	1,11	1,09	0,02
Giappone	251,91	247,63	-5,2	1,7	-11,3	0,02	0,48	0,42	0,01
UK	95,73	95,78	-9,0	6,0	-15,9	0,14	0,60	0,72	-0,13

Fonte FMI (APR 2020) Fonte Economist 07/07/2020 Fonte Datastream

TABELLA 5

Le previsioni di crescita economica 2020 condannano l'Italia al penultimo posto (-10,8%; ultima la Spagna: -11%) con un "rimbalzo" nel 2021 al +6,8% (la crescita più alta). 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, una riduzione di 68 punti base. La Grecia ha fatto leggermente peggio (-49 punti base). Ad onor del vero, rispetto a diciotto mesi fa, l'Italia da 333 bp si è portata a 232 bp lo scorso trimestre dai 156 bp di sei mesi addietro; lo spread attuale (164) è secondo solo a quello della Grecia (205 da 312 bp). Secondo le previsioni FMI (aprile), 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 al -12% dal -7% previsto nel trimestre precedente. Il ritorno a tassi "unici" (come nel 2007, FIGURA 11) corre il rischio di subire un nuovo, brusco, arresto. 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. 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 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. Tassi di default in aumento.

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. 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) per poi salire a oltre 1000 bp a causa della recessione per decreto. Ha ritracciato a 737 (16 aprile 2020) dopo gli annunci monetari e fiscali e oggi è a 587 bp. In FIGURA 13 osserviamo l'andamento dei tassi delle obbligazioni corporate high yield. Il tasso di interesse si è portato a circa il 6% (era circa 8%). 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 selettivamente.



FIGURA 16



FIGURA 17



FIGURA 18



FIGURA 19

I mercati azionari sanno sempre stupire: recessione non è depressione.

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 (quasi il doppio dei livelli del 2010). Le previsioni per il 2020 si attestavano sei mesi fa ad un buon +9,6% a livello 177,01. Le prime previsioni 2021 erano a 195,99. Poi la recessione da lockdown. 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). Non ci sono modifiche rispetto al trimestre precedente. 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 (il consenso è più ottimista di Yardeni). Gli utili attesi tra 12 mesi (la linea rossa) sono bruscamente diminuiti, anche se per il momento non crollati (almeno non come è avvenuto 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, una certezza. 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 erano crollati lo scorso trimestre, oggi sono cresciuti moltissimo. I mercati sono saliti mentre gli utili attesi a 12 mesi sono stati rivisti bruscamente al ribasso. Il resto è aritmetico. Il mercato più "caro" rimane quello USA (21,9 contro 17,8 del trimestre precedente); il più "economico" è l'indice dei paesi emergenti (14 da 11,4). 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). Gli utili "scontati" in questo momento non sono evidentemente quelli 2020, che forniscono dati di PE preoccupanti perché molto alti, ma quelli 2021 e 2022. Una visione nella quale prevale l'ottimismo di una rapida chiusura "economica" (se non sanitaria) della vicenda. In FIGURA 17, vengono rappresentate le determinanti del PE del mercato azionario EMU. Il mercato presenta un PE di 17,2 (era 13,1 tre mesi addietro), oltre la linea dello "angelo azzurro" che moltiplica per 16 gli utili attesi. Il PE del 2007 era più basso. Gli utili sono stati rivisti al ribasso e sono al livello del 2009. Si legge in tutta la sua evidenza il movimento divergente. Lo stesso grafico compare in FIGURA 18, con riferimento ai mercati azionari mondiali (indice MSCI World exUS in valuta locale). Il PE è intorno a 16 (13 tre mesi addietro) ed i mercati sono allo stesso livello del 2007 e 2015. Gli utili (previsti) sono scesi bruscamente, portandosi sotto i livelli del 2016. Evidente la divergenza tra andamento dell'indice mondiale e andamento degli utili. Secondo i dati IBES - Thomson Reuters, la crescita degli utili a 5 anni per l'Italia è prevista in calo rispetto al trimestre precedente: +6,7% (era +7,7%) e rimane sotto la media EMU, che pure è stata ridotta (+7% era +8,8%). Nel breve termine invece la recessione colpisce: gli utili si ridurranno (secondo le previsioni) del -5,3% (era -7,3%) contro una media EMU del +4,4% (era -0,3%). Una previsione generosa e in miglioramento. Tra i grandi paesi per crescita a breve, l'India è arretrata in modo significativo (+5,1% in calo da +17,2%), la Cina è migliorata (+11,7% da +8,8%), gli USA presentano dati migliori (+6% da +0,7%). Interessante il dato della Germania che arriva a +12,8% di crescita degli utili di breve termine. Nel lungo termine, troviamo Cina a +17,8% (da +17%), Emerging Markets Asia a +15% da +13,5%, India a +16,7% (da +17%), Emerging Markets +14% (da +12,6%). Gli Stati Uniti seguono a +12,2% (da +10,5%).

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 _ info@sanfelice1893.it