



Prospettive per i mercati

Massimo Mocio

Divisione IMI Corporate & Investment Banking
Intesa Sanpaolo

20 Maggio 2022

Previsioni sulla crescita

- **Il 2022 è iniziato per l'Italia all'insegna del consolidamento della ripresa** avviata lo scorso anno, **sul quale pesano una serie di incertezze. Le principali sono l'inflazione e gli effetti del conflitto in Ucraina.**
- **Abbiamo davanti a noi mesi particolarmente difficili, in cui le banche centrali, in primo luogo Bce e Fed, si trovano a gestire un cambio di paradigma epocale della politica monetaria.**
- **Questo compito sta richiedendo un complesso esercizio di equilibrio**, dovendo contenere un'inflazione più alta e persistente del previsto e la necessità di non compromettere le prospettive di crescita economica.
- **Le previsioni di crescita rimangono positive, ma i rischi di ulteriori revisioni al ribasso sono aumentati.** Le ultime stime di consensus prevedono un aumento del Pil Mondiale del +3.3% nel 2022 (da +6% nel 2021).
- I nostri economisti prevedono **una crescita vicina al +2.8% per l'Eurozona e +3% per l'Italia** nel 2022, alla luce della crisi russo-ucraina e degli elevati livelli d'inflazione.

Inizio d'anno particolarmente difficile per i mercati

- **Dall'inizio anno, le principali attività finanziarie hanno registrato performance negative**, vanificando le opportunità di diversificare i rischi di portafoglio.
- **I rendimenti nominali dei titoli decennali americani e tedeschi** sono saliti di oltre un punto percentuale dall'inizio dell'anno, arrivando a segnare **massimi pluriennali**, rispettivamente al 3.20% e 1.19%, per poi **consolidare a livelli leggermente più bassi negli ultimi giorni**.

Rendimento 10y Treasury (%)



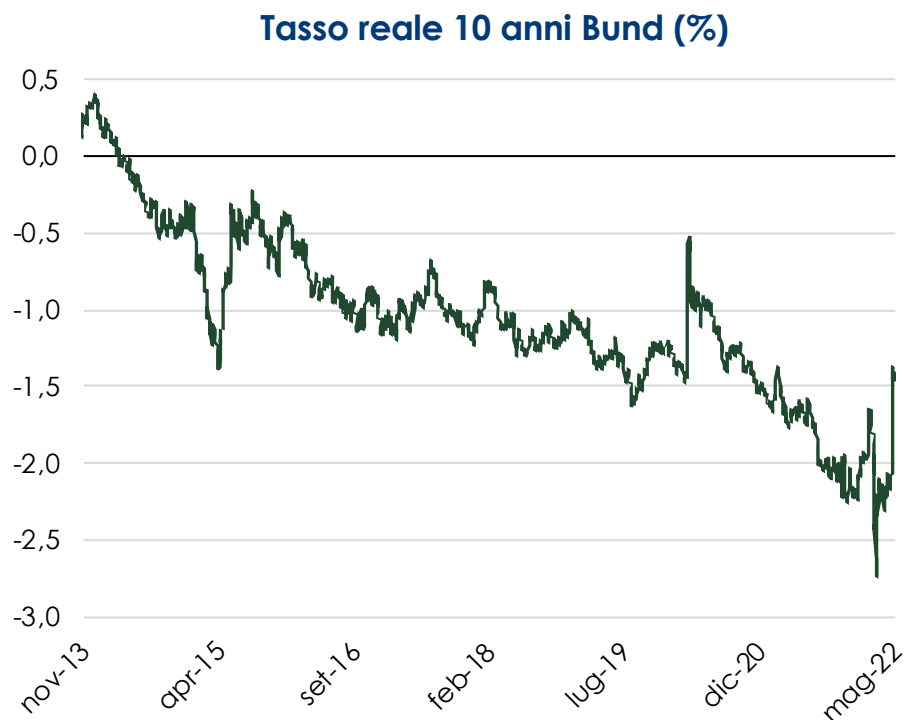
Fonte: Bloomberg al 18/5/22

Rendimento 10y Bund (%)



Fonte: Bloomberg al 18/5/22

Tassi reali ancora negativi in Europa



Fonte: Bloomberg al 18/5/22

- **Il tasso reale a 10 anni** (calcolato sulle curve governative tedesche) **ha raggiunto valori prossimi a -1.50%**, in salita di quasi 60bps dai livelli di fine 2021.
- **I tassi reali in Europa sono in territorio negativo sin dal 2014**. Riteniamo poco probabile un ritorno a tassi reali positivi nel medio termine.
- Ancora più significativa la crescita dei **rendimenti reali decennali statunitensi, tornati in territorio positivo per la prima volta dal 2020**, in salita di circa 130bps dai livelli di fine 2021, a +0.15%.

La normalizzazione delle politiche monetarie richiederà equilibrio

- L'aumento dei rendimenti minaccia la sostenibilità della crescita dato che il debito globale, pubblico e privato, a seguito degli ingenti interventi resi necessari dalla pandemia, rappresenta ora - secondo le ultime stime del Fondo Monetario Internazionale - circa il 260% del PIL mondiale.

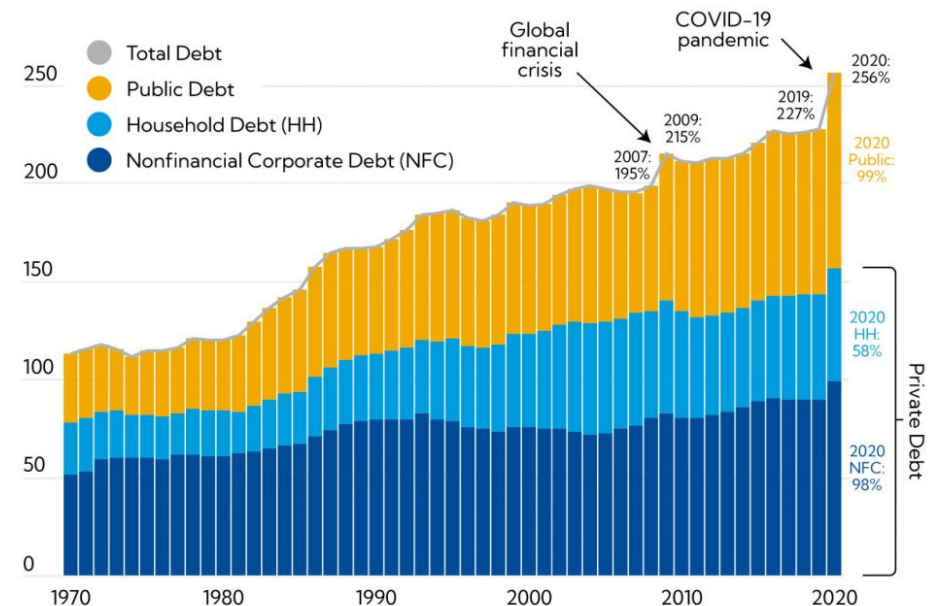
Totali attivi di Fed, BCE, BOJ, PBOC (in \$ Mld)



Fonte: Bloomberg dati al 30/4/2022

Historic highs

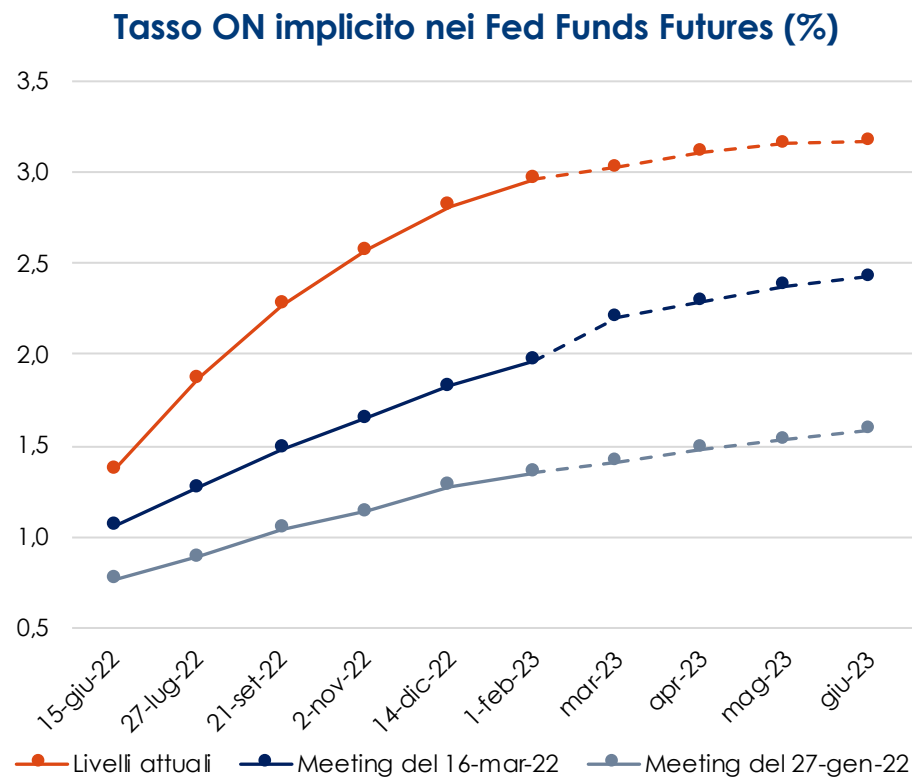
In 2020, global debt experienced the largest surge in 50 years. (debt as a percent of GDP)



Sources: IMF Global Debt Database and IMF staff calculations.
Note: The estimated ratios of global debt to GDP are weighted by each country's GDP in US dollars.

IMF

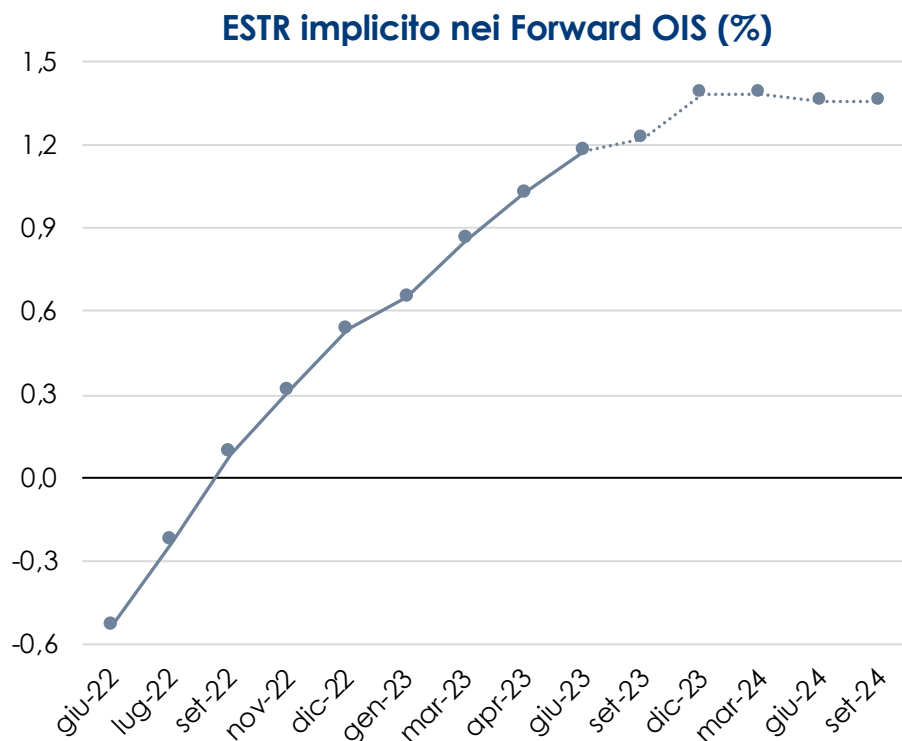
Aspettative sulle decisioni della Fed



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg al 17/5/22

- Negli ultimi mesi c'è stata una forte accelerazione nelle aspettative di mercato. **Fed Funds Futures incorporano due rialzi di 50 bps nelle prossime due riunioni, con un target rate di 2.75% a fine 2022.**
- **Il punto di arrivo del ciclo di tightening è ora prezzato dal mercato al 3% entro il secondo trimestre 2023, con una curva flat sui quei livelli per il resto dell'anno.**
- **Il percorso di rialzi attualmente scontato sembra non prevedere l'esercizio della "Fed put",** nel caso di una significativa disruption del mercato dei capitali.
- **A giugno partirà il piano di riduzione del bilancio (QT) a un passo iniziale di \$47.5 mld al mese, che potrebbe salire fino a \$95 mld dopo tre mesi.**

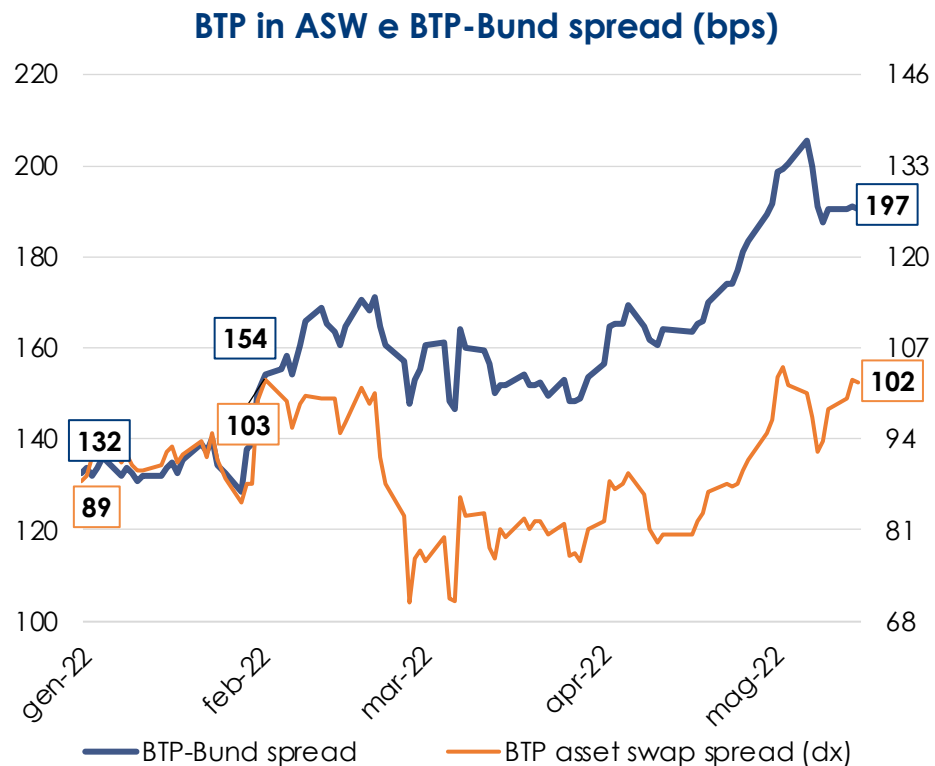
Aspettative sulle decisioni della BCE



Fonte: ICAP da giugno 2022 a giugno 2023; stripping curve OIS per le scadenze successive, dati Bloomberg al 18/5/2022

- **La BCE è sul sentiero di uscita dai tassi negativi, con ricadute positive sulla redditività bancaria.**
- Le aspettative di mercato indicano la possibilità di un **primo rialzo di 25bps nella riunione del 21 luglio**. Ulteriori interventi porterebbero il Depo rate a 0.50% entro fine 2022.
- **Il punto di arrivo del ciclo di tightening è attualmente prezzato dal mercato all'1.35% entro fine 2023.**
- Nella riunione del consiglio direttivo del 9 giugno i tassi rimarranno invariati, **ma potrebbero essere decisi i termini relativi alla conclusione dell'APP.**
- **Potrebbe essere necessaria la definizione di strumenti volti a evitare che la frammentazione dei mercati vanifichi la trasmissione della politica monetaria.**

Evoluzione del rischio Italia

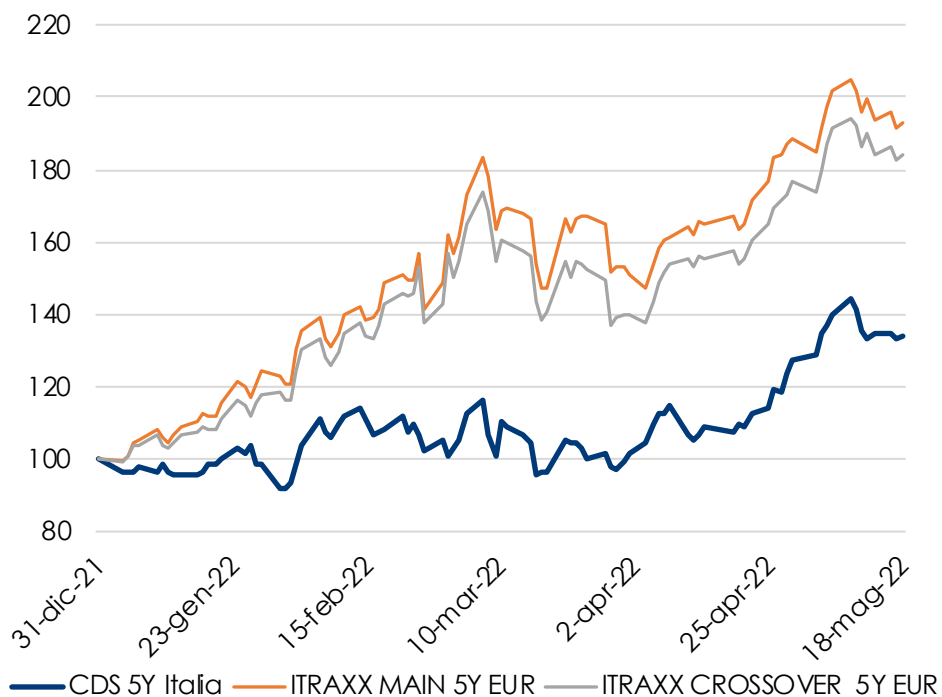


Fonte: Bloomberg al 18/5/22

- L'aumento dei rischi legato all'evolversi del contesto economico e politico non sono riflessi nelle quotazioni dei BTP.
- L'allargamento di 65bps dello spread BTP-Bund, dall'inizio dell'anno, **non riflette un aumento del rischio Italia**, in quanto influenzato finora dal deciso apprezzamento dei titoli governativi tedeschi in asset swap.
- La salita dello spread in asset swap del BTP decennale non è stata altrettanto significativa. **I prezzi attuali incorporano una bassa probabilità di deterioramento del rischio sovrano.**

Il rischio Italia a confronto con i derivati di credito europei

Andamento CDS Italia e indici di credito (base 100 YTD)



Fonte: Bloomberg al 18/5/22

- Il **CDS dell'Italia**, una metrica alternativa per quantificare il rischio Paese, **è cresciuto meno dei due principali indici derivati di credito europei**.
- Da inizio anno, **il livello del CDS dell'Italia è salito meno del 40%**, mentre i rendimenti di **Main (Markit iTraxx Europe)** e **Crossover (Markit iTraxx Europe Crossover)** sono cresciuti tra l'**80%** e il **90%**.
- La risalita del costo della protezione sul rischio Paese è ancora lontana dai livelli di stress registrati nel passato.

Settore bancario italiano a sostegno della ripresa

- Il contesto attuale ha **aumentato i rischi** per il settore bancario ma, allo stesso tempo, **l'incremento dei tassi sta già avendo un effetto positivo sul margine di interesse**.
- **Il miglioramento della qualità degli attivi** (con le sofferenze nette, in calo del 80% rispetto al 2015, pari a meno dell'1% degli impegni totali a marzo 2022*) **e dei coefficienti patrimoniali** (con il CET1 a 15.4% a dicembre '21*) **hanno rafforzato i nostri istituti, consentendo di chiudere il gap con i partner europei**.
- Come evidenziato dal recente report sulla stabilità finanziaria di Banca d'Italia, **l'indebitamento complessivo del settore delle famiglie** (circa il 65% del reddito disponibile), **rimane ben al di sotto della media nell'Eurozona (98,3%) ed il tasso di deterioramento dei prestiti rimane limitato (0,8%)**.
- Tuttavia, **la vulnerabilità finanziaria delle imprese è in aumento ma non ha ancora raggiunto livelli preoccupanti**. Il **tasso di deterioramento dei prestiti** ad imprese non finanziarie, nel quarto trimestre del 2021, **è in lieve rialzo al 2%, pur rimanendo su livelli storicamente bassi**.
- **L'inflazione, con i suoi effetti recessivi, rischia di acuire le disuguaglianze che sono aumentate negli ultimi anni**. In Italia, in particolare, vanno create le condizioni affinché il risparmio accumulato da famiglie e imprese possa essere indirizzato verso investimenti che favoriscano crescita e creazione di posti di lavoro.

*Fonte: ABI, EBA