

La ripresa c'è, ma le incognite riemergono.

Secondo l'Economist (TABELLA 1, nella quale i paesi sono ordinati per variazione del PIL 2021), l'area EURO subirà una contrazione record del -8,4% (era -8,3% la stima del trimestre precedente). Si pensi che nel 2009 è stata -4,5%. Si tratta, lo ricordiamo, 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 +5,5% (era +5,6%). In USA il 2020 registra una contrazione prevista del -5,3% (stabile rispetto al trimestre precedente; -2,5% il dato 2009). Nel 2021 si dovrebbe tornare a +4% (era +3,7%). Le previsioni FMI sono state aggiornate ad ottobre: -8,3% (era -10,2% a giugno) per area EURO; -4,3% (era -8%) per USA. Rispettivamente, nel 2021 +5,2% e +3,1% (era +6% e +4,5% la previsione di giugno). Secondo le previsioni economist, l'Italia è il peggior paese del G20 prima di Regno Unito e Argentina: -10,4% (era -10,8%) seguito da +5,8% (era +6,8%). Per il FMI: -10,6% seguito da un +2,2%. Dei 58 Paesi censiti dall'Economist, solo tre paesi riescono a mantenere segni positivi nel 2020: Vietnam (+3,0%), Cina (+1,9%), Egitto (+3,8%). Il nostro bellissimo Paese è sestultimo per crescita 2020, seguito da Regno Unito, Argentina, Spagna, Perù e dal Venezuela che segna un calo del -30,3%. Il commercio mondiale secondo l'Economist crolla del -11,6% (era -22,6% il trimestre precedente). La Spagna si contrae del -12,6% (era -11%) nel 2020 e cresce del +6,8% (era +6%) nel '21. Per la Francia, rispettivamente, -10,2% (era -10,4%) e +7,1% (stabile). Per la Germania il 2020 è negativo: -5,8% (stabile) ma nettamente migliore della media dell'area EURO. Nel 2021 ci sarà una crescita del +4,6% (era +4,5%). Uno dei pochissimi casi di revisione al rialzo del dato 2021 rispetto al trimestre precedente. La Cina ottiene un dato migliore 2020 rispetto alle previsioni del trimestre precedente: +1,9% (era +1,4%). Il 2021 si presenta robustissimo: +7,3%, ma era +8%. Secondo questi dati, la Cina (insieme a Francia e Regno Unito) sarebbe il paese con la crescita più alta (per la verità dopo il Perù). Per l'India le previsioni 2020 sono ancora drasticamente peggiorate rispetto al trimestre precedente: da una contrazione del -5,8% si arriva -8,5% seguita da un +6,7% (era +8%) nel '21. Per la Russia 2020 la contrazione si porta al -5,8% (da -5,2%); seguita da un 2021 ad un (tutto sommato) modesto +3% (ma era +1,6%). Migliora invece il Brasile: -5,2% (era -7,5%) nel 2020 e torna a crescere del 3% (era +4%) nel 2021. Permangono preoccupazioni sulla Brexit, ma l'incertezza è sovrana. Il Regno Unito nel 2020 si contrae del -10,6% (era -9% tre mesi fa) e nel '21 torna ad una crescita del +7,2% (era +6%). Si tratta di un dato simile a quello della Cina. Secondo le previsioni della Economist Intelligence Unit, il 2020 è il nuovo punto di minimo "storico", con un -5% (era -4,8%) dell'economia mondiale. Le ultime previsioni FMI (ottobre 2020, TABELLA 2) vedono un mondo che si contrae del -4,4% (era -4,9% la previsione di giugno): -5,8% (era -8%) per le economie avanzate; -3,3% (era -3%) per le economie emergenti. Il 2021 è visto con un ritorno alla crescita: +5,2% (era +5,4%). Si pensi che la crescita mondiale 2009 è stata del -0,1%,

G20 Country	Gross domestic product, % change on a year ago				Consumer prices % change on a year ago				Unemployment rate, % latest
	latest	quarter*	2020*	2021**	latest	latest	year ago	2020*	
China	+4.9Q1	+11.2	+1.7	+7.3	+6.9Sep	+1.7Sep	+3.0	+3.5	3.8Q1*
Britain	-21.5Q1	-58.7	-10.6	+7.2	-6.3Aug	+0.2Aug	+1.7	+0.6	4.5Jul*
France	-18.9Q1	-44.8	-10.2	+7.1	-6.2Aug	nil/Sep	+0.9	+0.7	7.5Aug
India	-23.9Q1	-69.4	-8.5	+6.7	-8.0Aug	+7.3Sep	+4.0	+5.2	6.7Sep
Argentina	-19.1Q1	-50.7	-11.0	+6.0	-4.6Aug	+36.6*	na	+41.7	13.1Q1*
Italy	-18.0Q1	-42.8	-10.4	+5.8	-0.3Aug	-0.6Sep	+0.3	nil	9.7Aug
Germany	-11.3Q1	-33.5	-5.8	+4.6	-10.0Aug	-0.2Sep	+1.2	+0.5	4.4Aug
Indonesia	-5.3Q1	na	-2.2	+4.3	+2.0Feb	+1.4Sep	+3.1	+1.9	5.0Q1*
Canada	-13.0Q1	-38.7	-5.8	+4.0	-7.8Jul	+0.1Aug	+1.9	+0.7	9.0Sep
United States	-9.0Q1	-31.4	-5.3	+4.0	-7.3Sep	+1.4Sep	+1.7	+0.7	7.9Sep
Turkey	-9.9Q1	na	-3.9	+3.6	+16.0Aug	+11.7Sep	+9.3	+11.7	13.4Jul*
Mexico	-18.7Q1	-52.7	-9.1	+3.3	-9.0Aug	+4.0Sep	+3.0	+3.4	3.3Mar
Brazil	-11.4Q1	-33.5	-5.2	+3.0	-2.6Aug	+3.1Sep	+2.9	+2.8	13.8Jul*
Russia	-8.0Q1	na	-5.7	+3.0	-5.0Sep	+3.7Sep	+4.0	+3.4	6.4Aug*
South Korea	-2.8Q1	-12.0	-1.5	+2.9	-3.0Aug	+1.0Sep	+0.4	+0.5	3.6Sep*
Saudi Arabia	-0.3Q1	na	-5.2	+2.0	na	+5.7Sep	+1.4	+3.4	9.0Q1
Japan	-9.9Q1	-28.1	-6.4	+1.7	-13.8Aug	+0.2Aug	+0.2	nil	3.0Aug
Australia	-6.3Q1	-25.2	-4.5	+1.6	-2.1Q1	-0.3Q1	+1.6	+0.5	6.9Sep
South Africa	-17.1Q1	-51.0	-8.0	+1.5	-9.2Aug	+3.0Aug	+4.3	+3.3	23.0Q1*

TABELLA 1 - Fonte Economist 20 ottobre 2020



TABELLA 2 - Fonte International Monetary Fund - ottobre 2020

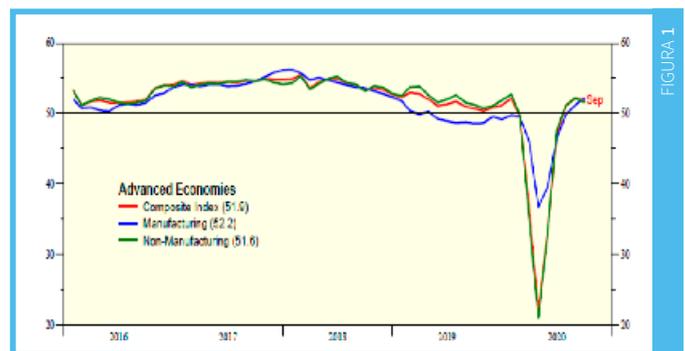


FIGURA 1

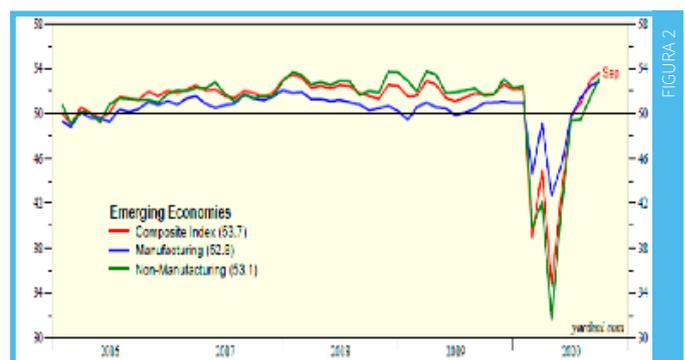


FIGURA 2

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. Ma la crescita perde slancio e si teme un effetto negativo di lungo periodo. I PMI (Manufacturing Purchasing Managers Index) sono aggiornati a settembre e, dopo esser precipitati, ora puntano verso l'alto, disegnano una appuntita "V" (FIGURE 1 e 2) e sono tutti sopra 50. Per le economie avanzate, l'indice composito è a 51,9 (era 46,9): 51,2 (era 47,6) il non manufacturing e 52,6 (era 46,4) 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 53,7 (da 49,7): non manufacturing a 53,1 (era 49,2); manufacturing a 52,8 (era 49,6). Confermano questo quadro di "rimbalzo" tendenziale, accompagnato però da una successiva (prematura) stabilizzazione, i Leading Indicator dell'OCSE (8 ottobre 2020): dopo il più grande crollo mai registrato negli indici, il nuovo report segnala una "moderation in growth" o una stabilizzazione sotto il livello di crescita di lungo periodo. 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 e la successiva ripresa. 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 42,5 (era 43,2 dollari il trimestre precedente). Nell'ultimo anno è ora in calo del -28,3% (era a -32,7% nel trimestre precedente). Nell'ultimo mese è cresciuto del 4,7% (fonte Economist, 13 ottobre 2020). La politica monetaria ha reagito con immediatezza in tutto il mondo e gli effetti sono stati immediati. Per ora l'indirizzo non può mutare, anzi. Le nuove ondate di diffusione del virus richiedono interventi monetari e fiscali sempre più ampi. Il QE ha una dotazione di 120 miliardi di euro. A questa si è aggiunto il "Pandemic Emergency Purchase Program" di 1350 miliardi. "Il vigore della ripresa resta soggetto a una significativa incertezza, poiché seguita a dipendere in larga misura dalla futura evoluzione della pandemia e dal buon esito delle politiche di contenimento. Su questo sfondo, permane la necessità di un ampio grado di stimolo monetario per sostenere la ripresa economica e salvaguardare la stabilità dei prezzi nel medio termine. Pertanto, abbiamo deciso di riconfermare il nostro orientamento accomodante della politica monetaria", afferma BCE a settembre 2020. Secondo la BCE, "quanto alle politiche di bilancio, resta cruciale un orientamento ambizioso e coordinato alla luce della netta contrazione dell'economia dell'area dell'euro" e aggiunge che essa sostiene "con forza l'impegno dei governi dell'area dell'euro". "Il Consiglio direttivo esprime inoltre vivo apprezzamento per lo strumento Next Generation EU della Commissione europea, che con una dotazione di 750 miliardi di euro potrà sostenere significativamente le regioni e i settori maggiormente colpiti dalla pandemia, rafforzare il mercato unico e 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 (quarantunesima settimana del 2020) è pari a 6,725 trilioni di euro (da 6,288 del trimestre precedente). La FED ha recentemente ribadito che la politica dei tassi zero è necessaria finché l'inflazione non risale oltre il 2% e non vi è "piena occupazione". Ha inoltre ribadito che acquisterà titoli di stato e titoli emessi dalle agenzie governative per il finanziamento dei mutui (MBS) per l'ammontare



FIGURA 3



FIGURA 4

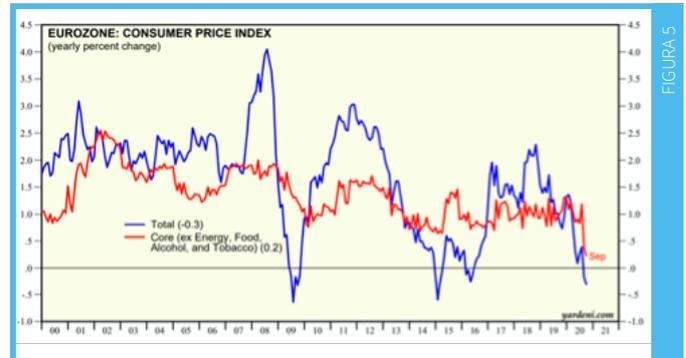


FIGURA 5

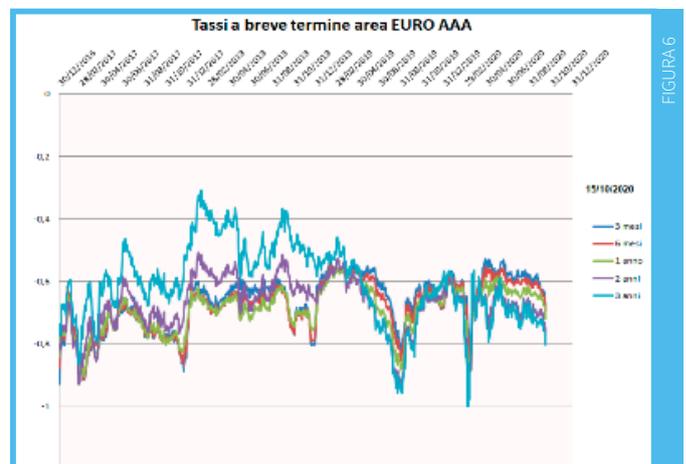
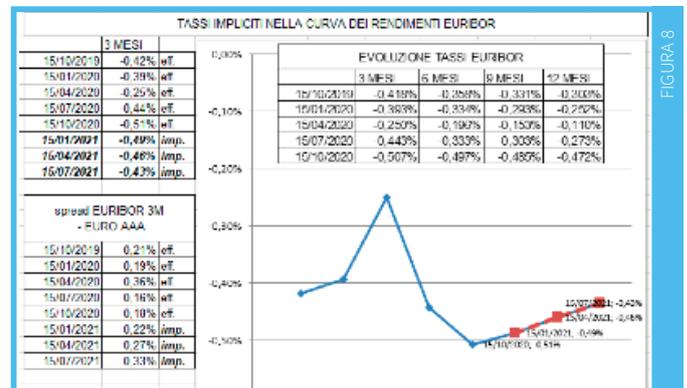
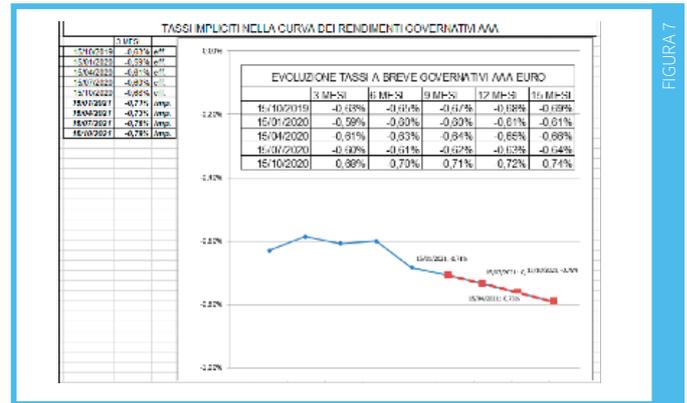


FIGURA 6

che sarà necessario, mantenendo “almeno” il ritmo attuale. Il 9 aprile la FED ha annunciato prestiti verso famiglie ed imprese per 2,3 trilioni di dollari. Powell ha inoltre ribadito 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 dunque l’atteggiamento iperespansivo, senza sosta. Conclude la FED: “Quando questa crisi sarà passata, rimetteremo questi strumenti di emergenza in cantina”. 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 si porterà al -18,9% (era -15,9%) nel 2020 (il valore più alto dopo il Venezuela); in USA al -15,3% (stabile, solo Venezuela, UK, Sud Africa e Brasile hanno un valore più alto di deficit). Area EURO arriverà a -9,2% (era -8,8%): Italia a -11,6% (stabile); Germania a -7,2% (era -6,1%). La Cina si porterà a -5,6% (era -6%); l’India a -7,9% (era -7,8%). Secondo il FMI (ottobre 2020), nei paesi avanzati si passerà dal 104,2% di rapporto debito PIL del 2019 al 124,1% (era 131,2% la previsione di giugno) del 2020. Il nuovo debito passerà dal 3,3% del PIL del 2019 al 14,39% (era 16,6%) del PIL del 2020.

L’inflazione: emergono differenze tra area EURO e USA.

Il futuro dell’inflazione è incerto. Tuttavia, in USA alcuni segnali anticipatori indicano un lieve rialzo dell’inflazione, vitale per evitare la depressione economica. Un’inflazione desiderata, ancora troppo modesta. In area EURO, invece, prevalgono i segni deflazionistici, nonostante una politica monetaria che ha portato tutti tassi a livelli negativi, anche sulle scadenze più lunghe. 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. Il tasso di risparmio in tutta Europa (Germania in testa) è in forte aumento. Se i prezzi scendono, non c’è motivo di affrettarsi a spendere. Se l’incertezza aumenta, meglio mettere i soldi da parte: “non si sa mai”. Nell’area dell’EURO l’inflazione totale è in territorio negativo: da +0,3% del trimestre precedente a -0,3% (FIGURA 5). L’inflazione core è scesa a 0,2% da 0,8%. I dati sono riferiti a settembre. 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 settembre): +1,7% da +1,2% e l’inflazione totale: +1,4% da +0,8%. 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



EVOLUZIONE TASSI A BREVE GOVERNATIVI AAA EURO

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI	15 MESI
15/10/2019	-0,63%	-0,65%	-0,67%	-0,68%	-0,69%
15/01/2020	-0,59%	-0,60%	-0,60%	-0,61%	-0,61%
15/04/2020	-0,61%	-0,63%	-0,64%	-0,65%	-0,66%
15/07/2020	-0,60%	-0,61%	-0,62%	-0,63%	-0,64%
15/10/2020	-0,68%	-0,70%	-0,71%	-0,72%	-0,74%

EVOLUZIONE TASSI EURIBOR

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI
15/10/2019	-0,418%	-0,358%	-0,331%	-0,303%
15/01/2020	-0,393%	-0,334%	-0,293%	-0,252%
15/04/2020	-0,250%	-0,196%	-0,153%	-0,110%
15/07/2020	-0,443%	-0,333%	-0,303%	-0,273%
15/10/2020	-0,507%	-0,497%	-0,485%	-0,472%

FIGURA 7

FIGURA 8

TABELLA 3

TABELLA 4

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% (ultimo dato disponibile -0,58%, era -0,42% il trimestre precedente, per durata 10 anni, fonte BCE, 20/10/2020).

Tassi di interesse EURO a breve termine: come è profondo il mar.

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 (-0,17%) fino ad oltre 30 anni (erano negativi fino 26 anni e 7 mesi lo scorso trimestre) (FIGURA 6 e TABELLA 3). Si conferma una realtà in ulteriore consolidamento, frutto della insufficiente azione di stimolo fiscale del governo di area EURO, che costringe BCE ad agire senza sosta in territori paludosi. Secondo le elaborazioni BCE, i tassi a breve rimarranno negativi per altri 13 anni e 4 mesi (erano 9 anni e 3 mesi lo scorso trimestre), giungendo ad un minimo di -0,878% tra 2 anni e 7 mesi (oggi -0,715%; fonte BCE instantaneous forward 20 10/2020).

Il mercato si comporta dunque 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 a luglio 2021, con un lieve incremento dello spread tra EURIBOR e AAA. L'effetto del rischio banche (sul fronte dei 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 diminuiti rispetto al trimestre precedente (da 68 a 54 bp). Per le tre banche italiane nell'indice si è registrata una diminuzione da 130 a 68 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.

I tassi EURO a lungo termine sono tutti negativi.

In questo trimestre la curva dei tassi EURO (governativi AAA) ha registrato rispetto al trimestre precedente un evidente movimento parallelo al ribasso (FIGURA 9). I tassi sono discendenti fino a 3 anni e sei mesi, per poi risalire. Il livello dei tassi a 3 mesi (-0,714%) viene superato solo dopo i 6 anni e 11 mesi (erano 7 anni). I tassi USA mostrano un segnale diverso, un aumento della pendenza più evidente sul tratto lungo. Il mercato pare orientato verso un

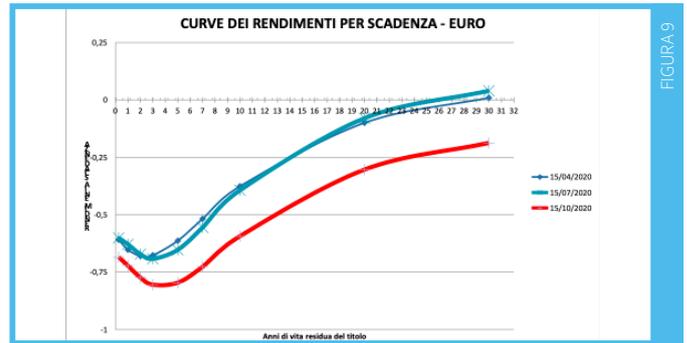


FIGURA 9

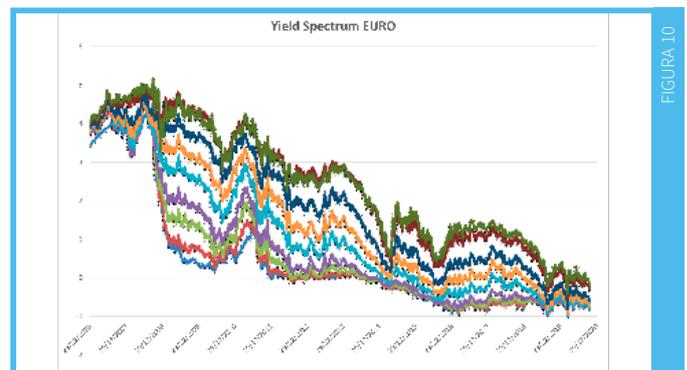


FIGURA 10

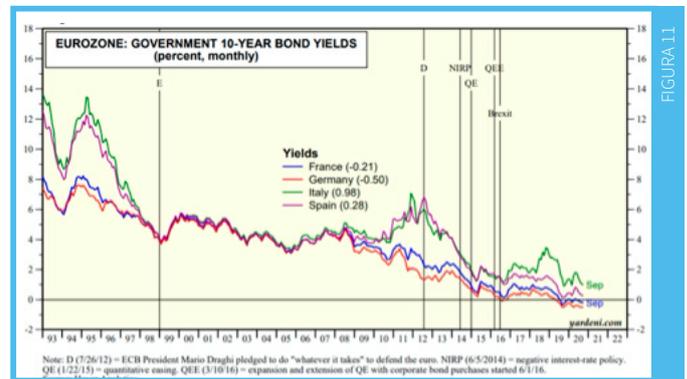


FIGURA 11

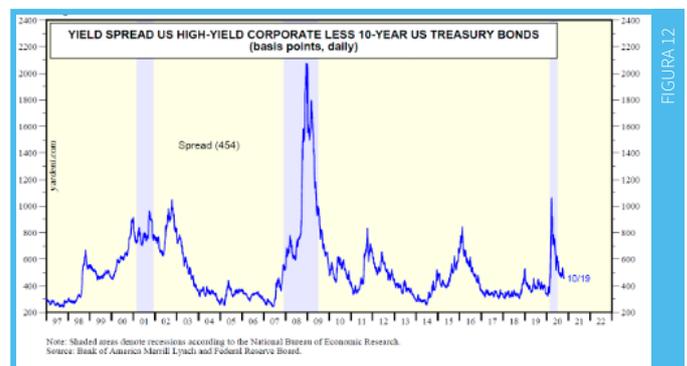


FIGURA 12

ritorno dell'inflazione, per effetto delle politiche monetarie e fiscali coordinate. I tassi in Germania sono tutti (da 3 mesi a 30 anni) negativi e più bassi dei tassi giapponesi: sui 3 anni, tasso tedesco -0,809% (era -0,722% il trimestre precedente); tasso giapponese -0,133% (era -0,151%; dati del 21/10/2020, fonte Thomson Reuters). Il tasso giapponese è più alto anche di quello italiano, a quota -0,202%. Lo «spettro» dei rendimenti (dal 3 mesi a 30 anni, FIGURA 10) mostra una curva tutta sotto lo zero, che si sta orientando verso il basso. Una volta si sarebbe chiamato «scenario giapponese». Oggi ha una sua esclusiva tipicità. La paura di un'area EURO incapace di reagire adeguatamente alla crisi sul fronte macroeconomico, pur essendosi attenuata, non è del tutto svanita. I tempi lunghi degli annunciati interventi comuni non aiutano di certo. 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. Sul secondo fronte ci sono segnali positivi.

I tassi di interesse nei diversi Paesi dell'area EURO: gli spread si stringono.

I tassi tedeschi sono tutti negativi. In Francia fino a 15 anni (erano 13 anni il trimestre precedente); in Spagna fino a 8 anni (erano 6 mesi). In Italia sono negativi fino a 4 anni (era un anno). 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

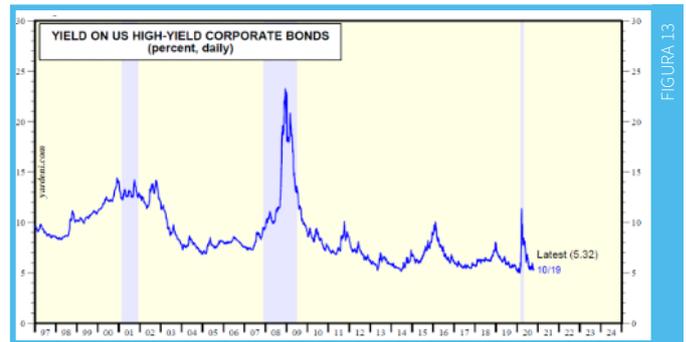


FIGURA 13

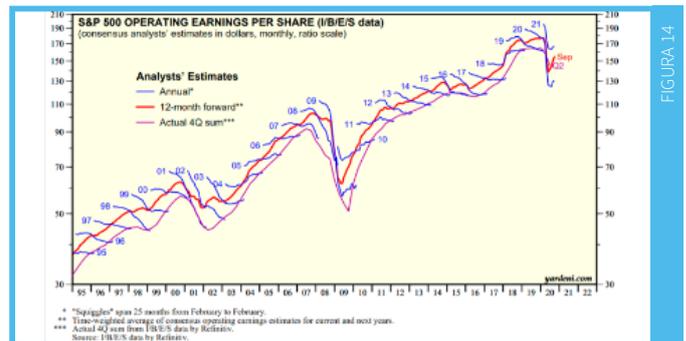


FIGURA 14

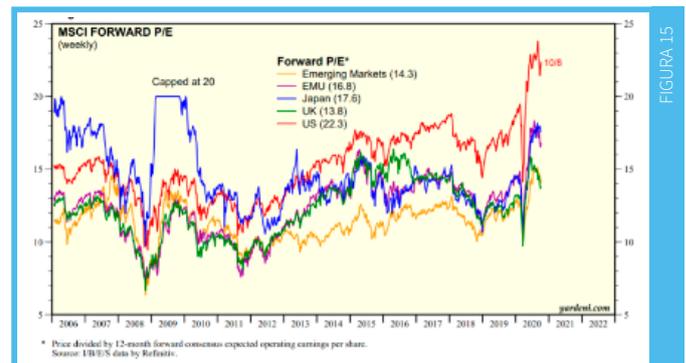


FIGURA 15

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

	Debito PIL 2020	Debito PIL 2025	Crescita PIL 2020	Crescita PIL 2021	Deficit PIL 2020	Tassi a 10 anni 16/10/2020	SPREAD 16/10/2020	SPREAD 07/07/2020	Variazione SPREAD
Germania	73,30	59,50	-5,8	4,6	-7,2	-0,61	0,00	0,00	
Olanda	59,30	56,40	-6,0	4,1	-5,4	-0,57	0,04	0,11	-0
Francia	118,70	123,30	-10,2	7,1	-11,3	-0,39	0,22	0,29	-0
Austria	84,80	77,00	-6,4	4,7	-7,4	-0,52	0,09	0,19	-0
Belgio	117,70	123,00	-8,1	5,4	-9,6	-0,37	0,24	0,33	-0
Italia	161,80	152,60	-10,4	5,8	-11,6	0,61	1,22	1,64	-0
Spagna	123,80	118,80	-12,6	6,8	-12,3	0,09	0,70	0,81	-0
Irlanda	63,70	49,20	-4,5	3,9	-9,4	-0,55	0,06	0,18	-0
Portogallo	137,20	115,90	-9,2	5,0	-7,4	0,16	0,77	0,88	-0
Grecia	205,20	165,90	-8,5	3,5	-7,5	1,19	1,80	2,05	-0
USA	131,20	136,90	-5,3	4,0	-15,3	0,73	1,34	1,11	0
Giappone	266,20	264,00	-6,4	1,7	-10,6	0,01	0,62	0,48	0
UK	108,00	117,00	-9,5	6,9	-18,2	0,22	0,83	0,60	0
	Fonte FMI (OCT 2020)		Fonte Economist 16/10/2020			Fonte Datastream			

TABELLA 5

(-10,4%; ultima la Spagna: -12,6%) con un “rimbalzo” nel 2021 al +5,8% (la crescita più alta dopo la Spagna). Il debito pubblico (una “certezza” negativa) costituisce il punto debole e determina l’andamento dello spread: lo spread italiano ha registrato rispetto al trimestre scorso una riduzione di altri 42 punti base (dopo i precedenti 68). La Grecia ha fatto leggermente peggio (-25 punti base). Rispetto a ventiquattro mesi fa, l’Italia da 333 bp si è portata a 232 bp e poi a 156 bp di nove mesi addietro; lo spread attuale (122) è secondo solo a quello della Grecia (180 da 205 bp). Secondo le previsioni FMI (aprile), il debito PIL italiano aumenta a 161,80 nel 2020 dal già poco lusinghiero 133,20 del 2019 (ma siamo in piena emergenza globale). Mentre il deficit/PIL si porta -11,6% dal -12% previsto nel trimestre precedente.

Il ritorno a tassi “unici” (come nel 2007, FIGURA 11) è decisamente più vicino. Un paradosso di una crisi 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 tecnicomonetario. Come è stato più volte detto, la BCE sta facendo tutto quanto nelle sue possibilità. La sua forza, la sua stessa esistenza, dipendono dalla moneta comune.

Il rischio di credito e gli spread sulle obbligazioni corporate. Con il fiato sospeso.

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 poi è sceso a 587 bp in luglio e oggi si attesta a 454. In FIGURA 13 osserviamo l’andamento dei tassi delle obbligazioni corporate high yield. Il tasso di interesse si è portato a 5,32 (era circa 6% il trimestre precedente). 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.

I mercati azionari osservano l’evoluzione della crisi: recessione o 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



FIGURA 16



FIGURA 17



FIGURA 18

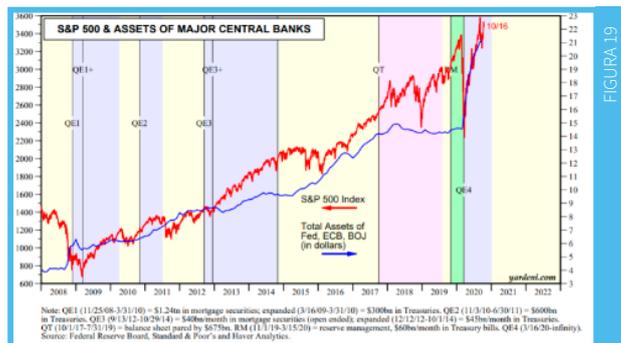


FIGURA 19

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 nove 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 125 dollari (che ci riportano al 2016); un -23,3% che ci riporta al 2008. Per il 2021 si prevede un immediato ritorno alla crescita (+24% a 155 dollari, che ci riporta sotto il dato 2018 e sopra quello 2017).

Piccola ma forte.
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



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 _ info@sanfelice1893.it