



SANFELICE 1893

MERCATI

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

GENNAIO 2021

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

Il 2020 terribile, ma meglio delle attese. La ripresa 2021 è confermata, ma i tempi del recupero si allungano.

Secondo l'Economist (TABELLA 1, nella quale i paesi sono ordinati per variazione del PIL 2021), l'area EURO ha subito una contrazione record del -7,6% (era -8,4% 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 +4,7% (era +5,5%). In USA il 2020 ha registrato una contrazione del -3,7% (era meno 5,3% lo scorso trimestre; -2,5% il dato 2009). Nel 2021 si dovrebbe tornare a +3,3% (era +4%). La Tabella 2 (aggiornata a dicembre 2020) indica evoluzione della crescita e dell'inflazione fino al 2025, con un ritorno a tassi di crescita più contenuti a partire dal 2022 e un'inflazione in lento rialzo fino al 2021. Secondo le previsioni Economist, l'Italia è stato nel 2020 uno dei più colpiti tra i paesi del G20, prima di Francia, Argentina e Gran Bretagna: -9,1% (era -10,4%) seguito da +4,2% (era +5,8%). Dei 58 Paesi censiti dall'Economist, solo quattro paesi sono riusciti a mantenere segni positivi nel 2020: Egitto (+3,6%), Vietnam (+3,1%), Taiwan (+2,4%) e Cina (+1,9%), ma gli ultimi dati ufficiali dicono +2,3%). Il nostro bellissimo Paese si colloca al nono posto per decrescita 2020. Peggio hanno fatto Francia, Filippine, Grecia, Argentina, Regno Unito, Spagna, Perù e Venezuela che segna un calo del -30,3%. Il commercio mondiale secondo l'Economist è diminuito del -10,3% (era -11,6% il trimestre precedente). La Spagna si contrae del -11,4% (era -12,6%) nel 2020 e cresce del +5,7% (era +6,8%) nel '21. Per la Francia, rispettivamente, -9,2% (era -10,2%) e +5,9% (era 7,1%). Per la Germania il 2020 è (ovviamente) negativo: -5,4% (era -5,8%) ma nettamente migliore della media dell'area EURO. Nel 2021 ci sarà una crescita del +4,3% (era +4,6%).

Come è stato detto, gli ultimi dati attribuiscono alla Cina un dato migliore 2020 rispetto alle previsioni: +2,3% (era +1,4%). Anche il 2021 si presenta robustissimo: +8,7% (era +7,3%). Secondo questi dati, la Cina sarebbe il paese con la crescita più alta (per la verità dopo il Perù). Per l'India il 2020 è leggermente migliore delle previsioni: -7,9% (era -8,5%). Nel 2021 +6,9% (era +6,7%). Per la Russia 2020 la contrazione si porta al -3,8% in miglioramento da -5,8%; segue un 2021 ad un (tutto sommato) modesto +2,8% (ma era +3%). Migliora anche il Brasile: -4,5% (era -5,2%) nel 2020 e torna a crescere del +3,7% (era +3%) nel 2021. Permangono preoccupazioni sulla Brexit, anche ad accordo sottoscritto e l'incertezza è sovrana. Il Regno Unito nel 2020 si contrae del -11,3% (era -10,6% tre mesi fa) e nel '21 torna ad una crescita del +6,2% (era +7,2%). Secondo le previsioni della Economist Intelligence Unit, il 2020 è il nuovo punto di minimo "storico" dell'economia mondiale, con un -4,4% (era -5%). Seguono anni di crescita stabile fino al 2025 (+4,5% nel 2021, per tendere ad un +2,7% nel 2025, TABELLA 2). 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.

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	latest	year ago	2020*	latest	latest	
China	+4.9Q1	+11.2	+1.9	+8.7	+7.0Nov	+0.2Dec	+4.5	+2.5	4.2Q1*		
India	-7.5Q1	+125.1	-7.9	+6.9	-1.9Nov	+4.6Dec	+7.4	+6.7	9.1Dec		
Britain	-8.6Q1	+81.1	-11.3	+6.2	-4.7Nov	+0.3Nov	+1.5	+1.0	4.9Sep*		
France	-3.9Q1	+98.3	-9.2	+5.9	-4.6Nov	nilDec	+1.5	+0.5	8.8Nov		
Argentina	-10.2Q1	+61.7	-10.7	+5.0	-0.3Nov	+36.1Dec*	no	+42.2	11.7Q1*		
Germany	-4.0Q1	+38.5	-5.4	+4.3	-2.6Nov	-0.3Dec	+1.5	+0.4	4.5Nov		
Italy	-5.0Q1	+80.4	-9.1	+4.2	-4.2Nov	-0.1Dec	+0.5	-0.1	8.9Nov		
Canada	-5.2Q1	+40.5	-5.5	+4.0	-7.1Oct	+1.0Nov	+2.2	+0.8	8.6Dec		
Brazil	-3.9Q1	+34.6	-4.5	+3.7	+2.7Nov	+4.5Dec	+4.3	+3.2	14.3Oct*		
Turkey	+6.7Q1	no	-0.1	+3.7	+8.7Nov	+14.6Dec	+11.8	+12.3	12.7Oct*		
Mexico	-8.6Q1	+58.0	-8.9	+3.5	-3.7Nov	+3.2Dec	-2.9	+3.4	4.6Nov		
Indonesia	-3.5Q1	no	-2.2	+3.3	+2.0Feb	+1.7Dec	-2.6	+2.0	7.1Q1*		
United States	-2.8Q1	+33.4	-3.7	+3.3	-3.6Dec	+1.4Dec	-2.3	+1.2	6.7Dec		
South Korea	-1.1Q1	+8.8	-1.1	+3.0	+0.5Nov	+0.5Dec	+0.7	+0.5	4.1Dec*		
Russia	-3.4Q1	no	-3.8	+2.8	-2.6Nov	+4.9Dec	+3.0	+3.4	6.1Nov*		
Australia	-3.8Q1	+14.0	-2.9	+2.7	-2.0Q1	+0.7Q1	+1.7	+0.8	6.8Nov		
Saudi Arabia	+0.3H19	no	-4.2	+2.5	no	+5.4Dec	-0.2	+3.5	9.0Q1		
South Africa	-6.0Q1	+66.1	-7.2	+1.8	-2.6Nov	+3.2Nov	+3.6	+3.2	30.8Q1*		
Japan	-5.7Q1	+22.9	-5.3	+1.7	-3.4Nov	-1.0Nov	+0.5	nil	2.9Nov		

TABELLA 1- Fonte: Economist, 18 gennaio 2021

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Real GDP growth (PPP exchange rates)										
World	3.3	3.8	3.5	2.6	-3.8	4.8	3.8	3.5	3.3	3.3
OECD	1.8	2.7	2.4	1.4	-5.2	3.8	3.0	2.1	1.9	2.0
Non-OECD	4.6	4.7	4.4	3.5	-2.6	5.6	4.5	4.5	4.4	4.2
Real GDP growth (market exchange rates)										
World	2.5	3.2	2.9	2.2	-4.4	4.5	3.5	3.0	2.8	2.7
OECD	1.7	2.6	2.2	1.6	-5.5	3.8	2.9	2.1	1.9	1.9
Non-OECD	3.9	4.4	4.1	3.4	-2.6	5.7	4.4	4.4	4.2	4.1
North America	1.6	2.4	2.9	2.1	-3.9	3.4	2.4	2.1	1.8	1.9
Europe	1.9	2.9	2.2	1.5	-6.7	4.5	3.7	2.4	2.0	1.9
Euro area	1.8	2.7	1.9	1.3	-7.6	4.8	3.9	2.2	1.7	1.8
Asia & Australasia	4.5	4.9	4.3	3.8	-2.0	5.7	4.1	4.0	4.0	3.9
Latin America	-1.5	0.9	0.7	-0.6	-7.4	3.9	2.9	2.4	2.3	2.5
Middle East & North Africa	4.9	1.6	0.8	0.4	-6.3	2.1	3.2	3.4	3.0	2.5
Sub-Saharan Africa	0.8	2.3	2.4	2.2	-4.3	1.5	3.1	3.9	4.1	3.7
Inflation (av)										
World*	3.1	3.2	3.5	3.5	3.3	3.4	3.4	3.2	3.0	3.0
OECD	1.1	2.2	2.5	1.9	1.2	1.5	1.9	2.1	2.0	2.1
Non-OECD*	5.2	4.3	4.5	5.1	5.5	5.4	5.1	4.4	4.1	4.0

TABELLA 2 - Fonte: EU dicembre 2020

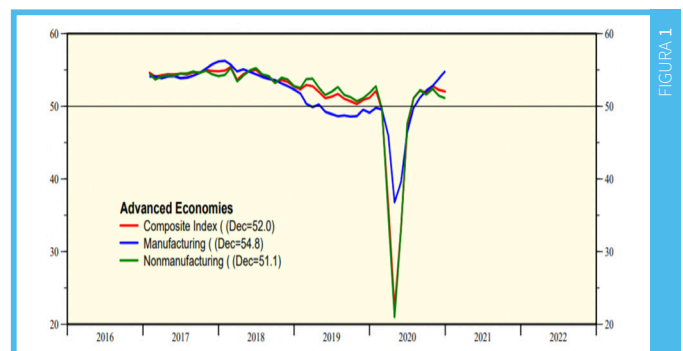


FIGURA 1

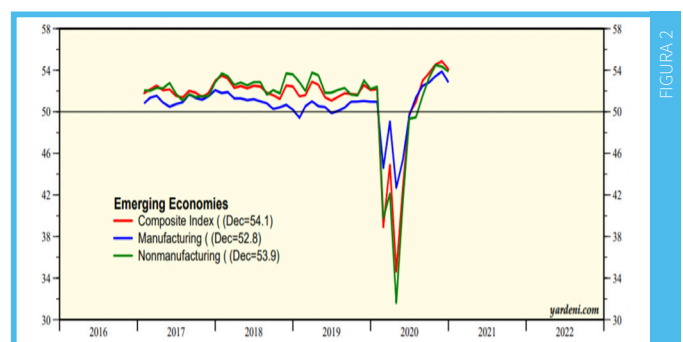


FIGURA 2

I PMIs (Manufacturing Purchasing Managers Index) sono aggiornati a dicembre e, dopo esser precipitati, ora puntano verso l'alto, disegnando una appuntita "V" (FIGURE 1 e 2) e sono tutti sopra 50. Per le economie avanzate, l'indice composito è a 52 (era 51,9); 51,1 (era 51,2) il non manufacturing e 54,8 (era 52,6) 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 54,1 (da 53,7): non manufacturing a 53,9 (era 53,1); manufacturing a 52,8 (era 52,8). Confermano questo quadro di "rimbalzo" tendenziale, con qualche segno di affaticamento, i Leading Indicator dell'OCSE (14 gennaio 2021): dopo il più grande crollo mai registrato negli indici, il nuovo report segnala una stabilizzazione del livello di crescita di lungo periodo ("Stable Growth" per quasi tutti i Paesi, con la notevole eccezione della Cina in "Steady Increase"). Tuttavia, il report segnala di grande prudenza nell'interpretare questi dati, vista l'incertezza legata alle misure di contenimento della pandemia.

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: 22 mesi, simile a quella del 1990 - 92. Il Brent si trova oggi in area 56,7 (era 42,5 dollari il trimestre precedente). Nell'ultimo anno è ora in calo del -12,5% (era a -28,3% nel trimestre precedente). Nell'ultimo mese è cresciuto dell'11,5% (fonte Economist, 12 gennaio 2021). 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" portato il 10 dicembre 2020 a 1850 miliardi (+500 miliardi) "alla luce delle ricadute economiche derivanti dalla recrudescenza della pandemia". "Il Consiglio direttivo condurrà gli acquisti netti finché non riterrà conclusa la fase critica legata al coronavirus", afferma BCE. Oltre ad estendere importi e tempi delle operazioni di rifinanziamento finalizzate alla crescita dei prestiti bancari (TLTRO III), la BCE ha deciso inoltre di offrire quattro ulteriori operazioni di rifinanziamento a più lungo termine per l'emergenza pandemica (PELTROS).

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 (...) la debolezza della domanda da parte di imprese e famiglie e il più elevato rischio di un ritardo della ripresa, tenuto conto delle nuove misure di confinamento legate alla seconda ondata della pandemia, richiedono il continuo sostegno delle politiche di bilancio nazionali". "Il Consiglio direttivo riconosce il ruolo fondamentale dello strumento Next Generation EU e sottolinea quanto sia importante che diventi operativo senza indugio. Esorta gli Stati membri a utilizzare i fondi per una spesa pubblica produttiva, accompagnata da politiche strutturali tese a migliorare la produttività". 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 (prima settimana del 2021) è pari a 6,985 trilioni di euro (da 6,725 del trimestre precedente).

La FED ha recentemente ribadito (16 dicembre 2020) 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 per almeno 80 miliardi al mese e almeno 40 miliardi di MBS finché sarà necessario per raggiungere gli obiettivi di occupazione

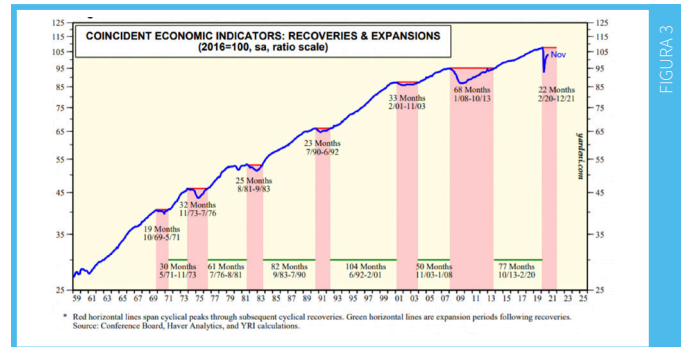


FIGURA 3

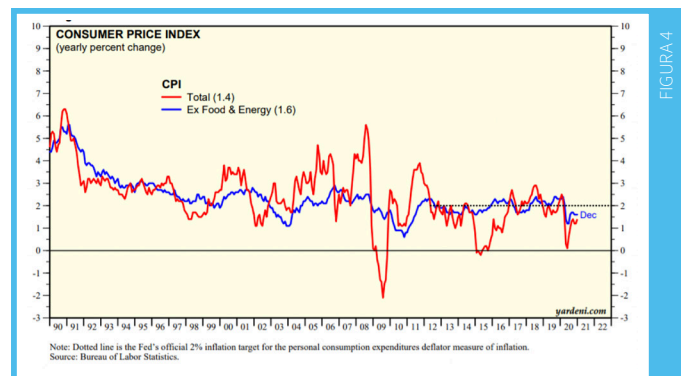


FIGURA 4

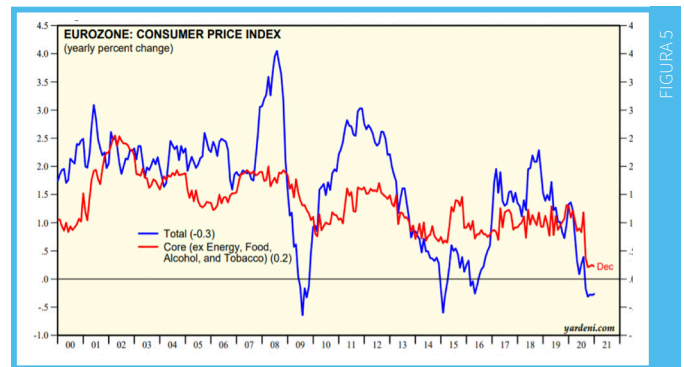


FIGURA 5

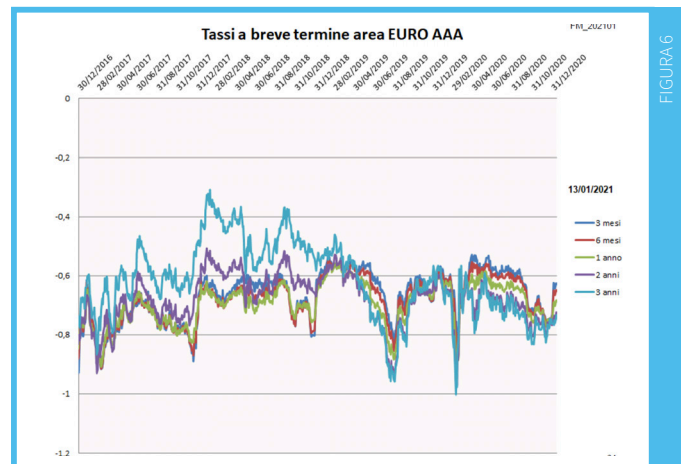


FIGURA 6

e stabilità dei prezzi. 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 iper-espansivo, 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 iper-espansiva 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 -19,6% (era -18,9%) nel 2020 (il valore più alto dopo il Venezuela); in USA al -14,9 (era -15,3%, solo Venezuela, UK, Sud Africa e Brasile hanno un valore più alto di deficit). Area EURO arriverà a -9,2% (stabile): Italia a -11% (era -11,6%); Germania a -7,0% (era -7,2%). La Cina si porterà a -5,2% (era -5,6%); l’India a -7,2% (era -7,9%).

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.

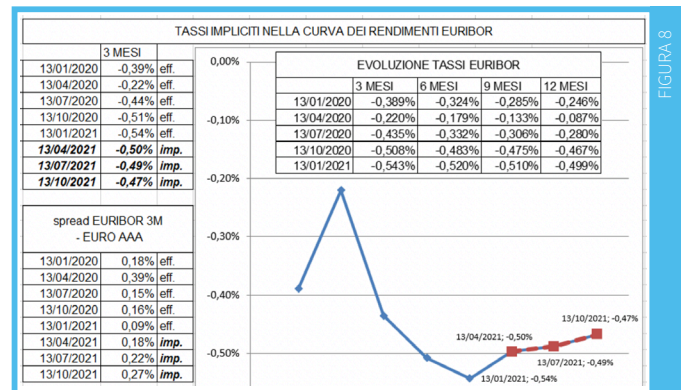
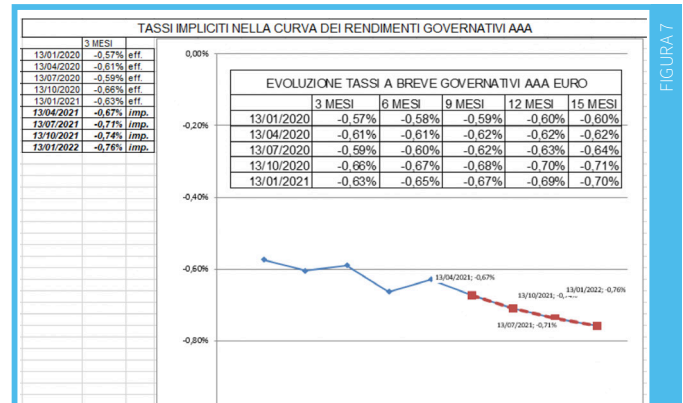
L’inflazione: le differenze tra area EURO e USA rimangono, ma non si ampliano come atteso.

Il futuro dell’inflazione è incerto. Tuttavia, in USA alcuni segnali anticipatori indicavano ed indicano un lieve rialzo dell’inflazione, vitale per evitare la depressione economica. Un’inflazione desiderata, ma ancora troppo modesta. Le ondate pandemiche certamente spingono indietro.

In area EURO continuano a prevalere 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 continuano ad esserci 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 rimasta in territorio negativo a -0,3% (stabile, FIGURA 5). L’inflazione core è scesa a 0,2% (stabile). I dati sono riferiti a dicembre. 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 dicembre): +1,6% da +1,7% e l’inflazione totale: +1,4% (stabile). La FED ha azzerato i tassi di interesse, ma ha escluso tassi negativi, affermando che è sua



EVOLUZIONE TASSI A BREVE GOVERNATIVI AAA EURO

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI	15 MESI
13/01/2020	-0,57%	-0,58%	-0,59%	-0,60%	-0,60%
13/04/2020	-0,61%	-0,61%	-0,62%	-0,62%	-0,62%
13/07/2020	-0,59%	-0,60%	-0,62%	-0,63%	-0,64%
13/10/2020	-0,66%	-0,67%	-0,68%	-0,70%	-0,71%
13/01/2021	-0,63%	-0,65%	-0,67%	-0,69%	-0,70%

TABELLA 3

EVOLUZIONE TASSI EURIBOR

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI
13/01/2020	-0,389%	-0,324%	-0,285%	-0,246%
13/04/2020	-0,220%	-0,179%	-0,133%	-0,087%
13/07/2020	-0,435%	-0,332%	-0,306%	-0,280%
13/10/2020	-0,508%	-0,483%	-0,475%	-0,467%
13/01/2021	-0,543%	-0,520%	-0,510%	-0,499%

TABELLA 4

intenzione portare l'inflazione sopra il 2% per qualche tempo, in modo che le aspettative restino "ben ancorate al 2% di lungo periodo".

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 all'1,7% (ultimo dato disponibile -0,54%, era -0,58% il trimestre precedente, per durata 10 anni, fonte BCE, 15/1/2021).

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 riserve ed i tassi rimarranno molto bassi, nonostante la domanda di capitali (pubblici). Nulla sembra possa mutare questa situazione. Almeno sino a quando la domanda di capitali privati non aumenterà considerevolmente.

Il livello dei tassi di interesse a breve termine AAA dell'area EURO rimane ampiamente in territorio negativo. Sono negativi i tassi a 3, 6, 12, 24, 36 mesi e rimangono negativi (-0,12%) fino ad oltre 30 anni (erano negativi fino ad oltre 30 anni anche lo scorso trimestre: -0,17%) (FIGURA 6 e TABELLA 3). Si conferma una realtà in ulteriore consolidamento, frutto della ancora insufficiente azione di stimolo fiscale dei governi dell'area EURO, che costringe BCE ad agire senza sosta in territori paludosi. Secondo le elaborazioni BCE, i tassi a breve rimarranno negativi per altri 11 anni e 11 mesi (erano 13 anni e 4 mesi lo scorso trimestre), giungendo ad un minimo di -0,818% tra 2 anni e 1 mese (oggi -0,615%; fonte BCE instantaneous forward 15/1/2021). 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, il meccanismo unico di risoluzione delle crisi bancarie, riforma del MES) ha reso meno correlato il rischio "banche" rispetto a quello dei titoli governativi dei diversi paesi dell'EURO. Il tasso EURIBOR dovrebbe funzionare meglio, quale unico tasso interbancario. Se gli euro depositati nelle banche "non sono tutti uguali", l'unione bancaria non esiste. La BCE sta vincendo questa battaglia. 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 ottobre 2021, con uno spread tra EURIBOR e AAA sostanzialmente stabile. L'effetto del rischio banche (sul fronte dei prestiti bancari) in un momento di recessione profonda e diffusa, segnalato sei mesi addietro, sembra rientrato nella norma, nonostante tutto.

I CDS spread delle banche europee (indice ITRAXX) sono ulteriormente diminuiti rispetto al trimestre precedente (da 54 a 44 bp). Per le tre banche italiane nell'indice si è registrato un leggero incremento da 68 a 70 bp (ma sono i giorni della crisi di governo). 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.

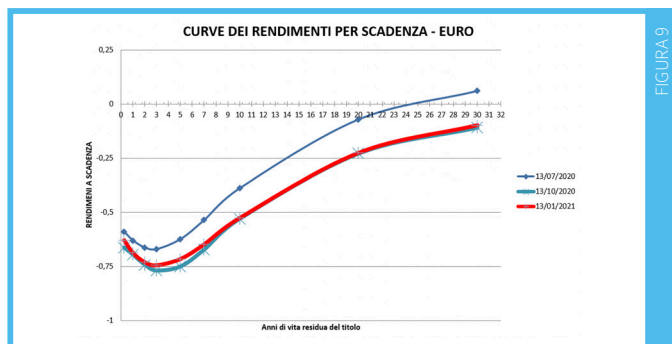


FIGURA 9

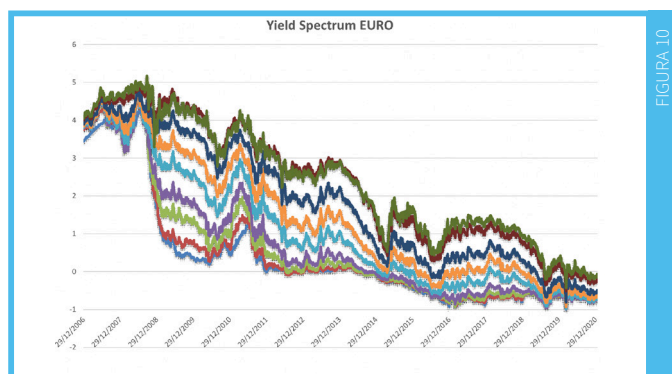


FIGURA 10

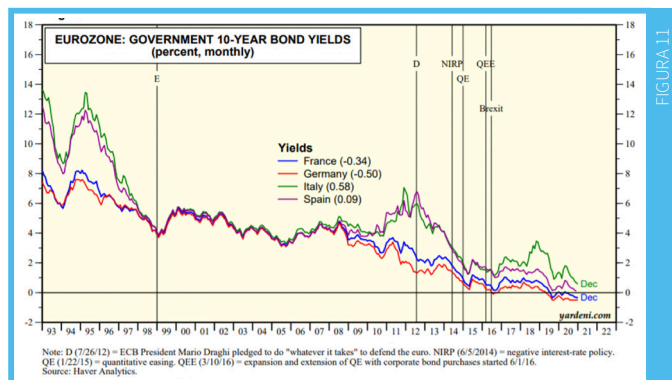


FIGURA 11

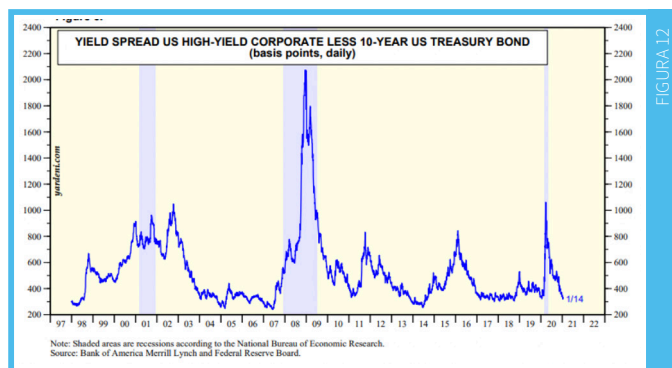


FIGURA 12

Nell'area EURO i tassi a lungo termine sono tutti negativi. In USA sono tutti positivi e in lieve crescita.

In questo trimestre la curva dei tassi EURO (governativi AAA) è rimasta sostanzialmente stabile (FIGURA 9). I tassi sono discendenti fino a 3 anni e cinque mesi, per poi risalire. Il livello dei tassi a 3 mesi (-0,615%) viene superato solo dopo i 8 anni e 5 mesi (erano 6 anni e 11 mesi). I tassi USA mostrano di nuovo un segnale diverso, un aumento della pendenza più evidente sul tratto lungo. Il mercato pare orientato verso un lento ritorno dell'inflazione, per effetto delle eccezionali 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 -0,751% (era -0,809% il trimestre precedente); tasso giapponese -0,114% (era -0,133%; dati del 19/1/2021, fonte Thomson Reuters). Il tasso giapponese rimane più alto anche di quello italiano, che si attesta a quota -0,299% (era -0,202%).

Lo «spettro» dei rendimenti (dal 3 mesi al 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, soprattutto di fronte ad uno scenario pandemico in peggioramento.

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. La politica fiscale deve essere «redistributiva» e orientata alla produttività ed a favorire le riforme strutturali.

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.

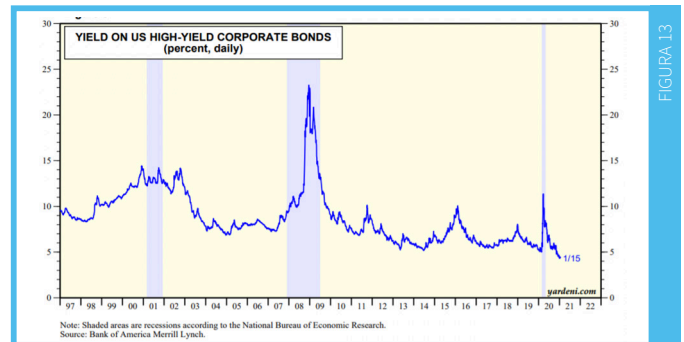


FIGURA 13

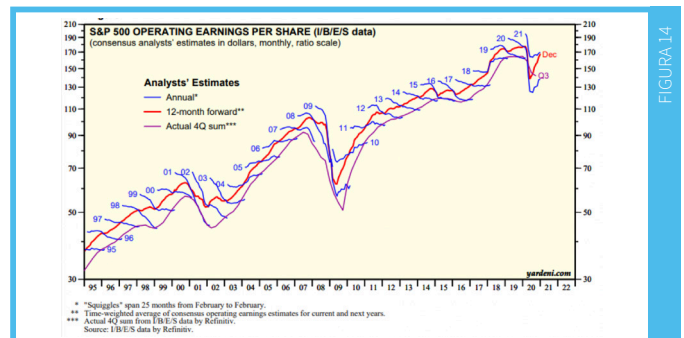


FIGURA 14

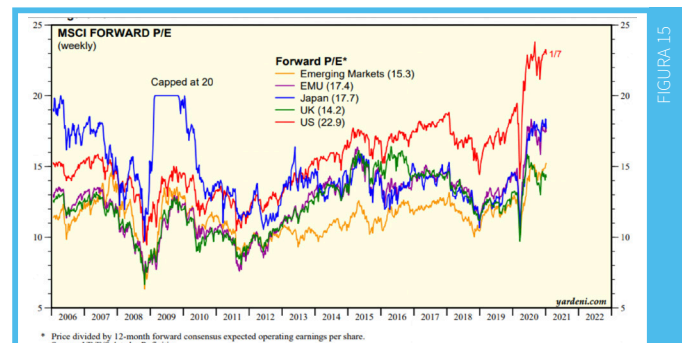


FIGURA 15

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 13/01/2021	SPREAD 13/01/2021	SPREAD 16/10/2020	Variazione SPREAD	
Germania	73,30	59,50	-5,4	4,3	-7,0	-0,50	0,00	0,00		
Olanda	59,30	56,40	-4,4	4,1	-6,9	-0,48	0,02	0,04	-0,02	
Francia	118,70	123,30	-9,2	5,9	-11,3	-0,31	0,19	0,22	-0,03	
Austria	84,80	77,00	-6,9	3,9	-8,5	-0,42	0,08	0,09	-0,01	
Belgio	117,70	123,00	-7,9	4,9	-9,1	-0,31	0,19	0,24	-0,05	
Italia	161,80	152,60	-9,1	4,2	-11,0	0,63	1,13	1,22	-0,10	
Spagna	123,00	118,80	-11,4	5,7	-11,0	0,12	0,62	0,70	-0,09	
Irlanda	63,70	49,20	-4,7	3,1	-11,5	-0,53	-0,03	0,06	-0,09	
Portogallo	137,20	115,90	-8,2	4,7	-5,8	0,06	0,56	0,77	-0,21	
Grecia	205,20	165,90	-9,9	3,2	-9,2	1,04	1,53	1,80	-0,26	
USA	131,20	136,90	-3,7	3,3	-14,9	1,14	1,64	1,34	0,29	
Giappone	266,20	264,00	-5,3	1,7	-12,2	0,02	0,52	0,62	0,11	
UK	108,00	117,00	-11,3	6,2	-19,6	0,38	0,88	0,83	-0,05	
	Fonte FMI (OCT 2020)		Fonte Economist 13/01/2021			Fonte Datastream				

TABELLA 5

I tassi di interesse nei diversi Paesi dell'area EURO: gli spread continuano a stringersi.

I tassi tedeschi sono tutti negativi. In Francia fino a 15 anni (erano 15 anni anche il trimestre precedente); in Spagna fino a 9 anni (erano 8 anni). In Italia sono negativi fino a 5 anni (erano 4 anni). 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 5) 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. In area EURO, le previsioni di crescita economica 2020 collocano l'Italia (-9,1%) prima di Francia, Grecia e Spagna, con un "rimbalzo" nel 2021 al +4,2% (dopo la Germania, la Francia, il Belgio, la Spagna e il Portogallo). 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 10 punti base (dopo i precedenti 42). La Grecia ha fatto meglio (-26 punti base). Rispetto a 27 mesi fa, l'Italia da 333 bp si è portata a 232 bp e poi a 156 bp di dodici mesi addietro; lo spread attuale (113 da 122 dello scorso trimestre) è secondo solo a quello della Grecia (153 da 180 bp). Secondo le previsioni FMI (ottobre 2020), 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 al -11% dal -11,6% previsto nel trimestre precedente.

Il ritorno a tassi "unici" (come dal 1999 al 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 tecnico-monetario. 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. Raggiunti nuovi minimi.

In FIGURA 12 sono rappresentati gli spread delle obbligazioni corporate High Yield USA. La tendenza è stata verso un improvviso ritorno a elevati spread sul credito a causa dei rischi di default legati agli interventi di contenimento pandemico. 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 pandemica. Ha ritracciato a 737 (16 aprile 2020) dopo gli annunci monetari e fiscali e poi è sceso a 587 bp in luglio e si attestava a 454 tre mesi addietro. Al 18/1/2021 lo spread sui governativi è pari a 373 bp (fonte ICE BoFA indice US HY Index HOAO). In FIGURA 13 osserviamo l'andamento dei tassi delle obbligazioni corporate high yield. Il tasso di interesse si è portato a 4,31% (era circa 5,32% il trimestre precedente). La performance dell'indice (total return) negli ultimi 3 mesi è stata pari al 5,48% (fonte ICE BoFA indice US HY Index HOAO).

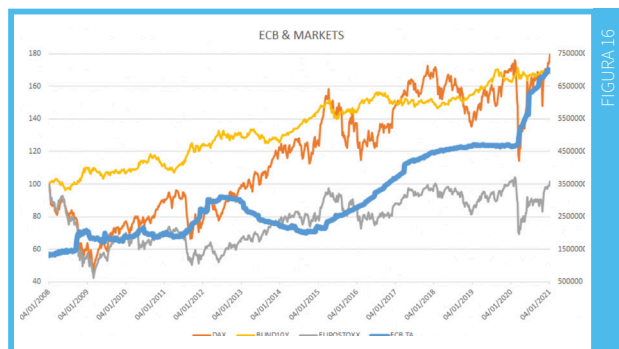


FIGURA 16

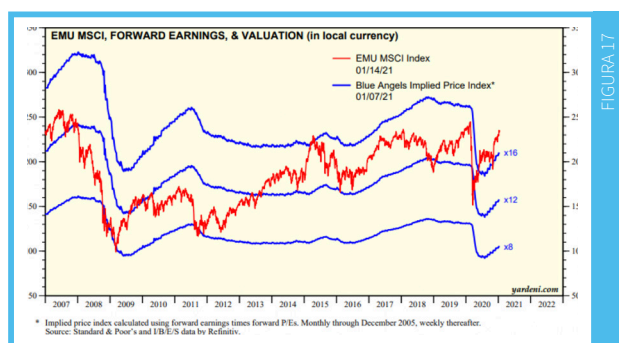


FIGURA 17

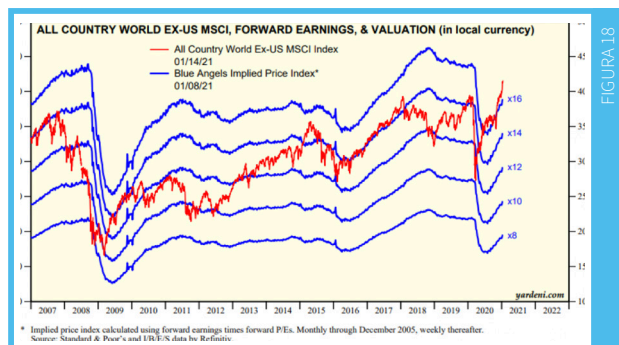


FIGURA 18

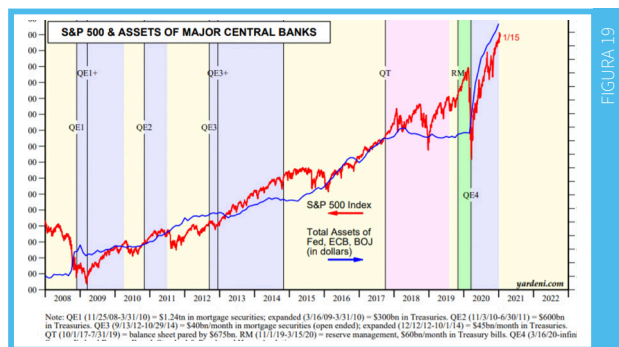


FIGURA 19

Gli spread sono diminuiti per l'effetto delle politiche monetarie e fiscali che hanno – da un lato – protetto dai default aziendali e dall'altro reso necessaria la ricerca di rendimento attraverso l'assunzione di rischio. In questo contesto, un portafoglio diversificato e selezionato di obbligazioni corporate può forse ancora generare rendimenti relativamente interessanti. Riteniamo però che questi spread (e questi tassi) siano da vendere.

I mercati azionari credono nelle conseguenze economiche del vaccino? Sembra di sì.

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 dodici 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 140 dollari (erano 125 dollari lo scorso trimestre) che ci riportano al 2017: un -14% (lo scorso trimestre era -23,3%). Per il 2021 si prevede un immediato ritorno alla crescita: + 21,4% a 170 dollari (era +24% a 155 dollari), che ci riporta sotto il dato 2019. Per il 2022 nuova crescita: +14,7% a 195 dollari per azione.

In FIGURA 14 la linea rossa rappresenta l'andamento degli utili attesi per azione S&P500 dal 1995 (fonte Yardeni Research, aggiornamento fine dicembre). Le linee blu rappresentano l'andamento delle previsioni degli analisti (consensus). Vediamo la revisione al rialzo per il 2020 e 2021. Gli utili attesi tra 12 mesi (la linea rossa), dopo essere bruscamente diminuiti, sono tornati a crescere con decisione. Gli analisti non sono capaci di prevedere le recessioni (ammesso che ci siano) e possono rimanere ottimisti per troppo tempo. Ma non è stato 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 i mercati rimbalzano.

In FIGURA 15 sono raccolti gli andamenti dei PE delle principali aree geografiche (indici MSCI). Non erano crollati ad inizio pandemia, poi sono cresciuti moltissimo. I mercati sono saliti mentre gli utili

attesi a 12 mesi sono stati rivisti bruscamente al ribasso e sono continuati a salire anche dopo le revisioni al rialzo degli utili. Il resto è aritmetico. Il mercato più "caro" rimane quello USA (22,9 contro 22,3 del trimestre precedente); il più "economico" è l'indice dei paesi emergenti (15,3 da 14,3). Il PE è funzione di tre elementi: il tasso privo di rischio (in diminuzione, quindi PE più alto), il premio per il rischio (in diminuzione, quindi PE più alto) e la crescita degli utili (in aumento, quindi PE più alto). 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" (e sanitaria) della vicenda.

In FIGURA 17, vengono rappresentate le determinanti del PE del mercato azionario EMU. Il mercato presenta un PE di 17,4 (era 16,8 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 ma mostrano una chiara tendenza alla crescita.

Lo stesso grafico compare in FIGURA 18, con riferimento ai mercati azionari mondiali (indice MSCI World ex-US in valuta locale). Il PE è 17 ed i mercati (ma non gli utili) hanno superato il livello del 2007. Gli utili (previsti) sono scesi bruscamente, portandosi sotto i livelli del 2016, ma ora sono tornati a crescere in modo convincente.

Secondo i dati IBES - Thomson Reuters, la crescita degli utili a 5 anni per l'Italia è prevista in calo rispetto al trimestre precedente: +5,2% (era +6,4%) e passa leggermente sotto la media EMU (+6,7% era +6,2%). Nel breve termine, il rimbalzo: gli utili cresceranno (secondo le previsioni) del +53% (era +29,3%) contro una media EMU del +44,5% (era +31,1%). Una previsione generosa e in ulteriore miglioramento.

Tra i grandi paesi per crescita a breve, l'India è migliorata in modo significativo (+41,4% in deciso aumento da +19,5%), la Cina è in crescita (+18,4% da +16,3%), gli USA presentano dati migliori (a +20,7% da +16,6%). Interessante il dato della Germania che arriva a +38,3% (da +36,4%) di crescita degli utili di breve termine.

Nel lungo termine, troviamo Cina a +22% (da +23,2%), Emerging Markets Asia a +23% da +20%, India a +19,6% (da +16,2%), Emerging Markets +22% (da +18,3%). Gli Stati Uniti seguono da vicino a +21% (da +15,1%).

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 (a +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