



APRILE 2021

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

## Effetto vaccino: il 2021 sarà un anno di forte crescita economica.

Secondo l'Economist (TABELLA 1, nella quale i paesi sono ordinati per variazione del PIL 2021, e TABELLA2), l'area EURO dopo un -7% nel 2020 (era previsto un meno 7,6% tre mesi fa) crescerà nel 2021 del +4,2% (era +4,7%) e del +4% nel 2022. In USA il 2020 ha registrato una contrazione del -3,5% (era -3,7%). Nel 2021 si dovrebbe tornare ad un notevole +5,5% (era +3,3% previsto tre mesi fa). La TABELLA 2 (aggiornata a marzo 2021) indica evoluzione della crescita e dell'inflazione fino al 2025, con un ritorno a tassi di crescita più contenuti a partire dal 2023 e un'inflazione in lento rialzo fino al 2%. L'Italia ha chiuso il 2020 con un -8,9% (era previsto -9,1%). Per il 2021 si prevede una crescita del +3,4% (era +4,2%) seguito da +3,5%. Secondo i dati del FMI (recentemente aggiornati), solo sei paesi (erano quattro tre mesi addietro) sono riusciti a mantenere segni positivi nel 2020: Egitto (+3,6%), Taiwan (+3,1%), Vietnam (+2,9%), Irlanda (+2,5%), Cina (+2,3%) e Turchia (+1,8%). Il nostro bellissimo Paese si colloca al settimo posto per decrescita 2020. Peggio hanno fatto solo Filippine, UK, Argentina, Spagna, Perù e Venezuela (che segna un calo monstre del -30%). La Spagna si è contratta del -11% nel 2020 e crescerà del +6,4% nel 2021 (era +5,7%) e del +4,70% nel 2022. Per la Francia, rispettivamente, -8,2% (era -9,2%), +5,8% (era +5,9%) e +4,20%. Per la Germania il 2020 si è chiuso a -4,9% (era -5,4%). Nel 2021 ci sarà una crescita del +3,6% (era +4,3%) e nel '22 del 3,40%. Come è stato detto, la Cina è uno dei pochi paesi con un dato positivo nel 2020: +2,3%. Anche il 2021 si presenta robustissimo: +8,4% (era +8,7%). Il 2022 sarà ancora molto forte, a quota +5,6%. Cumulando il dato dei tre anni, la Cina registrerà, secondo le previsioni, la crescita più alta (insieme al Vietnam). Per l'India il 2020 è brutale: -8%; seguito però da un 2021 a +12,5% (il dato migliore di tutti) e da un 2022 ancora molto forte: +6,90% (il migliore dopo il Vietnam). Per la Russia 2020 la contrazione si è portata al -3,1% (era -3,8% la previsione del trimestre precedente). Segue un 2021 a +3,8% (era +2,8%) ed un 2022 a +3,8%. Il Brasile registra nel 2020 un -4,1% (era -4,5%) e torna a crescere del +3,7% nel 2021 e del +2,6% nel 2022. Il Regno Unito chiude il 2020 a -9,9% (al quintultimo posto, ma era -11,3% la previsione del trimestre precedente). Gli eccellenti risultati sul fronte del vaccino fanno prevedere un 2021 a +5,30% (era +6,2%) e un 2022 a +5,10%. Considerando i dati cumulati del triennio, secondo le previsioni FMI, solo 5 paesi non riescono a recuperare i livelli del PIL precedenti alla pandemia: Venezuela, Argentina, Messico, Sud Africa e... Italia. Secondo le previsioni della Economist Intelligence Unit, il 2020 è il nuovo punto di minimo "storico" dell'economia mondiale, con un -3,9% (era -4,4%). Dopo il "rimbalzo" del 2021 (+5%), la crescita tende progressivamente al 2,7% nel 2025 (TABELLA 2). A livello globale, dunque, nel 2022 il PIL sarà cresciuto di oltre il 4% rispetto al 2019. Detto in altri termini, la fase di recupero dai minimi sarà rapida, secondo le previsioni. E poi torneremo alla normalità di una crescita mondiale in progressivo ridimensionamento. Il commercio mondiale secondo l'Economist è diminuito di un significativo -9,2% (era -10,3% la previsione lo scorso trimestre); seguirà un +7% e un +6,3% nel 2021 e 2022. I PMIs (Purchasing Managers Index) sono aggiornati a marzo e confermano le tendenze ad una rapida crescita (FIGURE 1 e 2). Per le economie avanzate, l'indice composito è a 55,9 (era 52): 55,4 (era 51,1) il non manufacturing e 58,5 (era 54,8) il manufacturing. Per le economie emergenti, il livello del composito è a 52,6 (da 54,1): non manufacturing a

Country	Gross domestic product, % change on a year ago				Industrial production, % change on a year ago			Consumer prices % change on a year ago			Unemployment rate, %	
	latest	quarter	2021**	2022*	latest	year ago	2021*	latest	year ago	2021*	latest	
India	+0.0	+27.7	+33.0	+4.5	+3.5	+5.5	+5.0	-5.5	+5.8	+5.0	5.5	
China	+6.9	+10.8	+5.5	+5.0	+35.1	+0.4	+4.3	+1.6	+1.6	+5.5	5.5	
Argentina	-4.3	+19.4	+0.2	+3.2	+7.5	+40.7	no	+41.9	no	11.0	11.0	
United States	2.4	+4.3	+5.5	+3.1	-4.2	+1.7	+2.3	-2.1	+2.3	+2.1	6.0	
France	-4.9	-2.7	+5.3	+3.7	-6.6	+1.1	+0.7	+1.1	+0.7	+1.1	8.0	
Mexico	-4.3	+11.7	+5.1	+3.2	-4.5	+4.7	+3.3	-3.8	+3.3	+3.3	4.5	
Britain	-7.3	+3.2	+5.1	+5.5	-4.8	+0.4	+1.7	-1.7	+1.7	+1.7	5.0	
Canada	-3.3	+9.6	+4.8	+3.7	-1.9	+1.1	+2.3	-2.1	+2.3	+2.1	7.5	
Turkey	-5.0	no	+0.1	+5.1	-7.5	+16.2	+11.9	+11.3	+11.3	+11.3	14.1	
Germany	-3.0	+1.4	+3.5	+4.0	-6.1	+1.7	+1.4	+1.8	+1.8	+1.8	4.5	
Italy	-6.0	-7.5	+3.4	+3.5	-2.0	+0.8	+0.1	+0.7	+0.7	+0.7	10.2	
South Korea	-1.2	+5.0	+5.3	+2.7	+0.9	+1.5	+1.0	+1.5	+1.5	+1.5	4.9	
Indonesia	-2.0	no	+3.3	+5.0	+2.0	+1.4	+3.0	-2.0	+3.0	-2.0	7.0	
Brazil	-1.9	+13.3	+3.2	+2.3	+0.3	+6.1	+5.3	+6.7	+6.7	+6.7	14.2	
Australia	-1.9	+13.1	+3.1	+2.3	-3.0	+0.9	+1.8	+2.0	+2.0	+2.0	5.8	
South Africa	-4.1	no	+3.0	+2.4	no	+5.3	+1.2	+2.5	+2.5	+2.5	24.0	
Russia	-1.0	no	+2.7	+2.1	-3.7	+5.8	+2.5	+4.6	+4.6	+4.6	5.7	
Japan	-1.4	+11.7	+2.7	+2.6	-2.6	+0.4	+0.5	+0.2	+0.2	+0.2	2.9	
South Africa	-4.1	+0.2	+2.0	+2.2	-1.0	+2.9	+4.5	-3.7	+4.5	-3.7	32.5	

TABELLA 1 - Fonte Economist 13 aprile 2021

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Real GDP growth (PPP exchange rates)</b>										
World	3.3	3.7	3.5	2.6	-3.2	5.5	3.9	3.5	3.3	3.2
OECD	1.9	2.6	2.4	1.4	-4.6	4.4	3.4	2.2	2.1	2.0
Non-OECD	4.6	4.6	4.4	3.5	-2.1	6.5	4.3	4.5	4.3	4.2
<b>Real GDP growth (market exchange rates)</b>										
World	2.5	3.2	2.9	2.2	-3.9	5.0	3.7	3.0	2.8	2.7
OECD	1.8	2.5	2.3	1.6	-4.9	4.3	3.4	2.2	2.0	1.9
Non-OECD	3.9	4.3	4.1	3.4	-2.1	6.2	4.2	4.4	4.1	4.0
North America	1.6	2.4	2.9	2.1	-3.7	5.4	3.1	2.0	1.8	1.9
Europe	1.9	2.9	2.2	1.5	-6.0	3.9	3.8	2.6	2.1	2.0
Euro area	1.8	2.7	1.9	1.2	-7.0	4.2	4.0	2.4	1.9	1.7
Asia & Australasia	4.5	4.8	4.1	3.7	-1.5	6.3	4.1	4.0	4.0	3.8
Latin America	-1.5	0.9	0.8	-0.5	-7.1	4.0	3.0	2.3	2.4	2.4
Middle East & North Africa	4.9	1.3	0.7	0.5	-4.9	2.6	3.5	3.5	2.9	2.4
Sub-Saharan Africa	0.8	2.3	2.4	2.2	-3.5	1.7	3.1	3.8	4.2	3.7
<b>Inflation (av)</b>										
World*	3.1	3.2	3.4	3.5	3.3	4.0	3.6	3.3	3.1	3.1
OECD	1.1	2.2	2.5	1.9	1.2	1.8	2.0	2.1	2.0	2.1
Non-OECD*	5.2	4.3	4.5	5.2	5.4	6.3	5.3	4.6	4.2	4.2

TABELLA 2 - Fonte EU marzo 2021

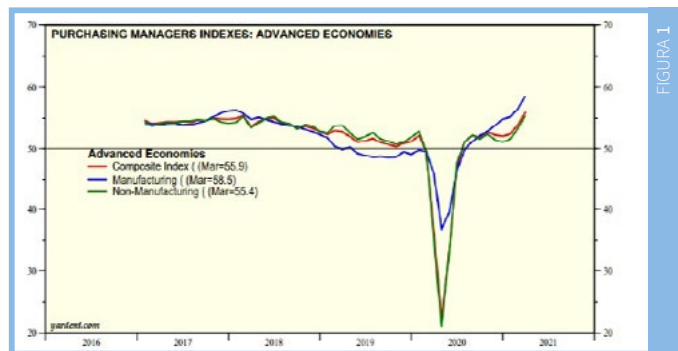


FIGURA 1



FIGURA 2

52,9 (era 53,9); manufacturing a 51,3 (era 52,8). Confermano questo quadro di crescita tendenziale sincronizzata i Leading Indicator dell'OCSE (14 aprile 2021): con il più grande crollo mai registrato negli indici alle spalle, il nuovo report conferma la fase positiva: "Steady Increase" per USA, Cina, Area Euro, Giappone, Germania, Italia, Canada, India e Russia e "Stable Growth" per Regno Unito e Francia. Il Brasile mostra segni di rallentamento della crescita, dopo un forte aumento nel trimestre precedente. Tuttavia, il report non manca - di nuovo - di segnalare prudenza nell'interpretare questi dati, vista l'incertezza legata alle misure di contenimento della pandemia e alla campagna vaccinale. 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 2020 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: 16 mesi (erano 22 mesi lo scorso trimestre), la più breve dal 1959. Il Brent si trova in area 62,9 (era 56,7 dollari il trimestre precedente). Nell'ultimo anno (da inizio pandemia, dunque) è ora in aumento del +96,8% (era a -12,5% nel trimestre precedente). Nell'ultimo mese è diminuito del -7% (fonte Economist, 6 aprile 2021). La politica monetaria continua ad accompagnare, nelle parole e nei fatti, la fase di recupero. Per ora l'indirizzo non può mutare, anzi: le misure sono efficaci e senza effetti collaterali, almeno al momento, a parte il riscaldamento dei prezzi degli asset finanziari vecchi e nuovi (Bitcoin in testa). "Nonostante le previsioni di un miglioramento della situazione economica complessiva nel 2021, l'incertezza continua a caratterizzare le prospettive economiche di breve termine, per quanto riguarda in particolare la dinamica della pandemia e la velocità delle campagne vaccinali. La ripresa della domanda a livello mondiale e le ulteriori misure di bilancio sostengono l'attività mondiale e dell'area dell'euro" (BCE, 11 marzo 2021). La BCE continuerà "a condurre gli acquisti netti di attività nell'ambito del Programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP), con una dotazione finanziaria totale di 1.850 miliardi di euro, almeno sino alla fine di marzo 2022 e, in ogni caso, finché il Consiglio direttivo non riterrà conclusa la fase critica legata al coronavirus". 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 (quattordicesima settimana del 2021) è pari a 7,514 trilioni di euro (da 6,985 del trimestre precedente). La FED ha recentemente ribadito (17 marzo 2021) che la politica dei tassi zero è necessaria finché l'inflazione non risale oltre il 2% e questo rimane l'obiettivo. Finché questo risultato non sarà raggiunto, la politica monetaria rimarrà espansiva. 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 e stabilità dei prezzi. In tutto il mondo continua 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, nel 2021 inizierà la riduzione del rapporto deficit/PIL mondiale. In UK si porterà dal -19,6% del 2020 a -12,6%; in USA dal -14,9% al -13,5% (il valore più alto dopo il Venezuela). In area EURO da un valore di -9,2% si arriverà ad un livello decisamente più contenuto (-5,9%): Italia dal -11% al -8,3%; Germania dal -7,0% al -4%. La Cina dal -5,2% al -4,8%; l'India da -7,2% a -6,7%. Questi valori vanno interpretati alla luce della crescita prevista del PIL 2021. Secondo il FMI (aprile 2021), nei paesi avanzati si passerà dal 104,2% di rapporto debito PIL del 2019 al 122,5% del 2021 (era 120,1% nel 2020). Il nuovo debito passerà dal 3,3% del PIL del 2019 al 10,4% del 2021 (era 11,7% nel 2020).

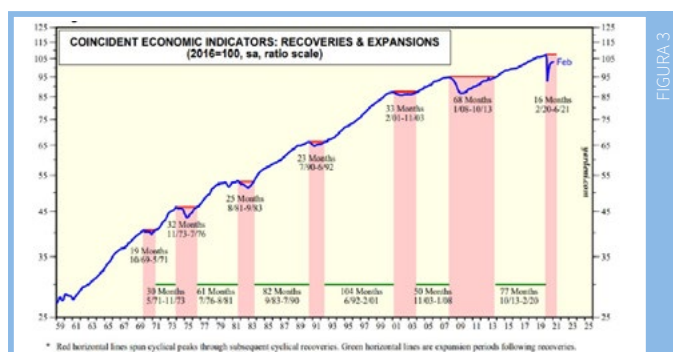


FIGURA 3

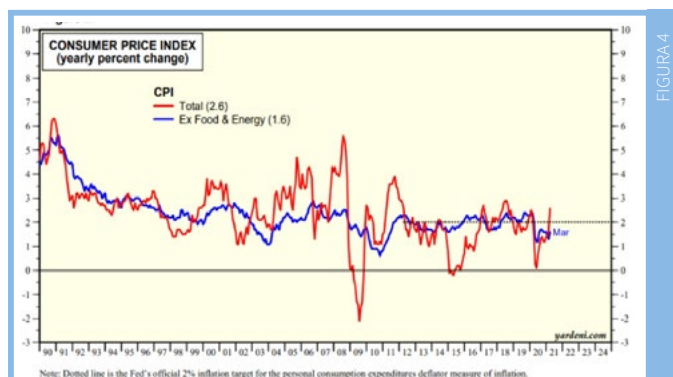


FIGURA 4



FIGURA 5

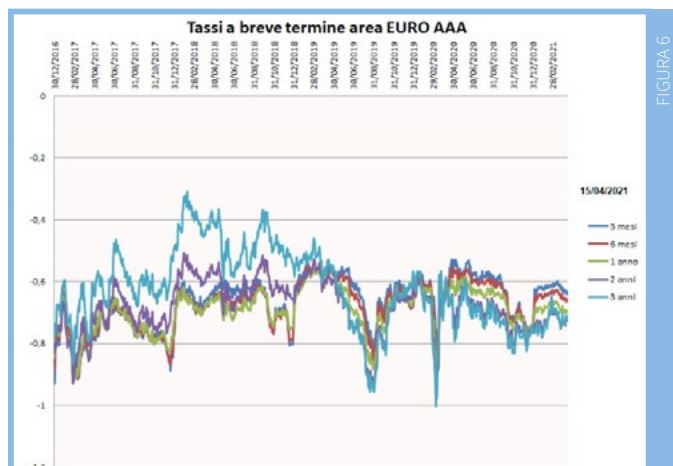


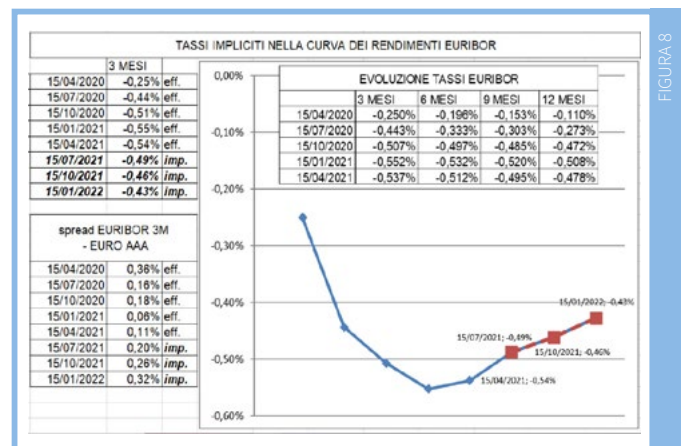
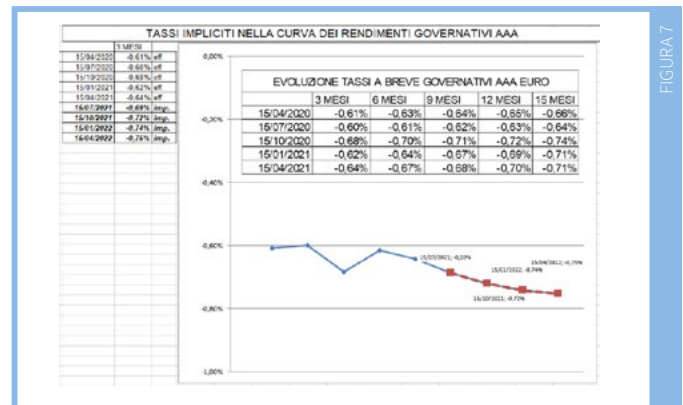
FIGURA 6

## L'inflazione: ancora qualche segnale di vivacità, ma è colpa dell'energia.

Il futuro dell'inflazione è meno incerto: aumenterà progressivamente, senza traumi. 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. La campagna vaccinale sembra la via d'uscita dalla pandemia ed è più vicino il ritorno alla normalità. Anche in area EURO si legge qualche timido segnale di rialzo, coerente con una politica monetaria che ha portato tutti i tassi a livelli negativi, anche sulle scadenze più lunghe. Al momento stanno prevalendo le forze inflazionistiche legate al prezzo del petrolio. 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 e si prevede un boom dei consumi troppo a lungo "repressi". 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". Ma se la ripresa è "certa", l'uscita dalla crisi pandemica si rende palese ed è condivisa, l'eccesso di risparmio viene riassorbito ed i consumi crescono. Nell'area dell'EURO l'inflazione totale è tornata in territorio positivo, rispetto al -0,3% del trimestre precedente (+1,3%, FIGURA 5). Anche l'inflazione core è aumentata: da +0,2% a +0,9%. I dati sono riferiti a marzo. La BCE, nel lasciare inalterati i tassi, ribadisce che essi si manterranno "su livelli pari o inferiori a quelli attuali, finché non vedremo le prospettive di inflazione convergere saldamente su un livello sufficientemente prossimo ma inferiore al 2%". In FIGURA 4 è riportata l'inflazione USA core (dati di marzo): +2,6% da +1,7% l'inflazione totale; 1,6% da +1,4% quella core. La FED ha azzerato i tassi di interesse, ma ha escluso tassi negativi, affermando che è sua 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). Le aspettative di inflazione in USA - calcolate come differenza tra rendimento nominale del decennale e rendimento del decennale indicizzato all'inflazione (il TIPS), rispettivamente pari a +1,59% e -0,77% - si attestano dunque al +2,37% (dati del 16 aprile 2021).

## Tassi di interesse EURO a breve termine: i tassi negativi sono strategici.

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 (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 fino a 14 anni (erano negativi fino ad oltre 30 anni lo scorso trimestre: -0,12%) (FIGURA 6 e TABELLA 3). I tassi negativi a breve servono a tenere bassi quelli a lungo termine anche in presenza di forte domanda di capitali. È la strategia perseguita da BCE, di fronte ad un'azione di stimolo fiscale dei governi dell'area EURO e alla ripresa economica. Secondo le elaborazioni BCE, i tassi a breve rimarranno negativi per altri 6 anni e 5 mesi (erano 11 anni e 11 mesi lo scorso trimestre), giungendo ad un valore minimo



EVOLUZIONE TASSI A BREVE GOVERNATIVI AAA EURO

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI	15 MESI
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%
15/01/2021	-0,62%	-0,64%	-0,67%	-0,69%	-0,71%
15/04/2021	-0,64%	-0,67%	-0,68%	-0,70%	-0,71%

TABELLA 3

EVOLUZIONE TASSI EURIBOR

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI
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%
15/01/2021	-0,552%	-0,532%	-0,520%	-0,508%
15/04/2021	-0,537%	-0,512%	-0,495%	-0,478%

TABELLA 4

di -0,759% tra 1 anno e 4 mesi (oggi -0,665%; fonte BCE instantaneous forward 16/04/2021). 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 sono leggermente risaliti. Il rischio banche è decisamente sotto controllo, 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 a gennaio 2022, con uno spread tra EURIBOR e AAA su livelli molto bassi. L'effetto del rischio banche (sul fronte dei prestiti bancari) in un momento di recessione profonda e diffusa, segnalato nove mesi addietro, sembra sia stato ben governato, scontando i tempi macroeconomici migliori che oggi si intravedono. I CDS spread delle banche europee (indice ITRAXX) sono stabili rispetto al trimestre precedente (44 bp). Per le tre banche italiane nell'indice si è registrata una leggera diminuzione da 70 a 66 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.

## Segnali di rialzo dei tassi a lungo termine anche in area EURO. È iniziata una fase nuova.

In questo trimestre la curva dei tassi EURO (governativi AAA) ha registrato un bel movimento verso l'alto, aumentando la propria inclinazione (FIGURA 9). Un segnale positivo. I tassi sono discendenti fino a 2 anni e 1 mese (erano 3 anni e cinque mesi), per poi risalire. Il livello dei tassi a 3 mesi (-0,639%) viene superato solo dopo i 4 anni e 6 mesi (erano 8 anni e 5 mesi). I tassi USA, rispetto al trimestre precedente, mostrano un aumento della pendenza più evidente sul tratto lungo. Il mercato è orientato verso un ritorno dell'inflazione, per effetto delle eccezionali politiche monetarie e fiscali rafforzate e coordinate, che funzionano. I tassi in Germania sono negativi da 3 mesi a 10 anni e più bassi dei tassi giapponesi: sui 10 anni, tasso tedesco -0,229%; tasso giapponese +0,087%. Il tasso italiano 10 anni si attesta a quota +0,793%, quello USA è a livello 1,61% (fonte Thomson Reuters, 16/4/2021). Lo «spettro» dei rendimenti (da 3 mesi a 30 anni, FIGURA 10) mostra una curva che torna a respirare, con i tassi più lunghi rivolti verso l'alto (e positivi, finalmente). La paura di un'area EURO incapace di reagire adeguatamente alla crisi sul fronte macroeconomico sembra del tutto svanita, sia pure in ritardo rispetto agli USA. 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", orientata alla produttività ed a favorire le riforme strutturali. In questo contesto, l'aumento dei tassi AAA potrebbe finalmente essere iniziato. La politica fiscale espansiva, forte, "coordinata e condivisa" è riuscita a far rialzare la pendenza della curva. I tassi bassi a lungo termine rimangono un obiettivo esplicito della BCE, insieme alla riduzione degli spread fra i diversi paesi dell'EURO, impegnati in disavanzi pubblici senza precedenti.

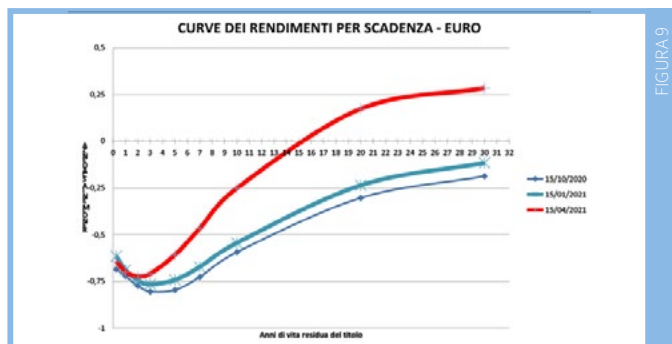


FIGURA 9

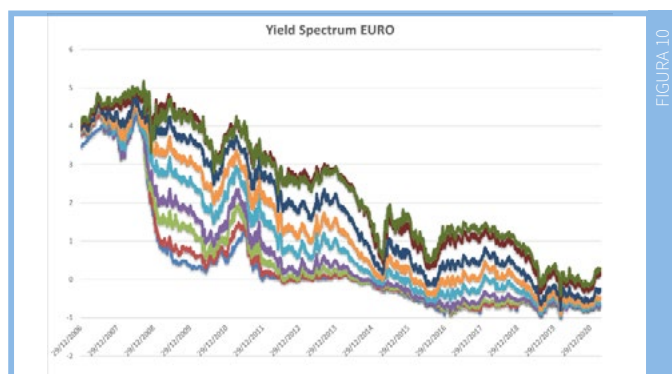


FIGURA 10

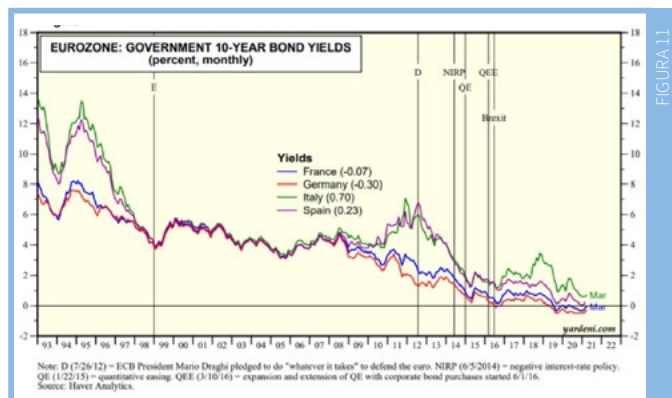


FIGURA 11

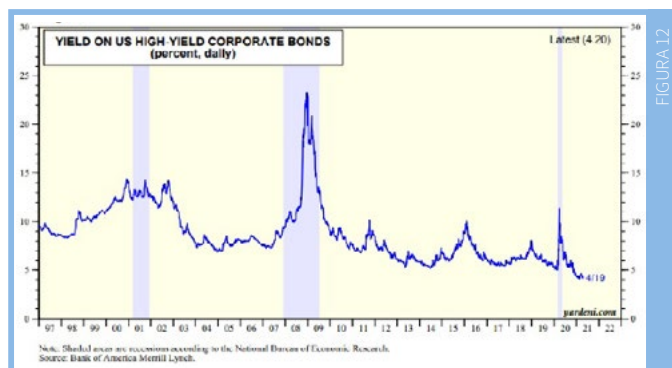


FIGURA 12

## I tassi di interesse nei diversi Paesi dell'area EURO: gli spread rimangono stabili su livelli bassi.

L'evoluzione dei tassi di interesse nei diversi paesi EURO, tutti impegnati sul fronte dello stimolo fiscale a debito, dipende dal punto di partenza del livello DEBITO/PIL e dagli effetti sulla crescita del DEFICIT/PIL. In particolare, "spendere bene" significa creare le condizioni per crescere di più e quindi per porre le basi per la sostenibilità dell'enorme debito in accumulazione. 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 2021 collocano l'Italia (con un blando +3,4%) prima di Grecia e Olanda; nel 2022 il +3,5% italiano è un risultato modesto (meglio solo di Belgio e Olanda). Il debito pubblico (una "certezza" negativa) costituisce il noto punto debole e determina l'andamento dello spread: lo spread italiano ha comunque registrato rispetto al trimestre scorso una riduzione di altri 10 punti base, stabilizzandosi a 100 bp. Rispetto a 30 mesi fa, l'Italia da 333 bp si è portata a 232 bp e poi a 156 bp di 15 mesi addietro; lo spread attuale (103 bp da 113 bp dello scorso trimestre) è secondo solo a quello della Grecia (147 bp da 153 bp). Secondo le previsioni FMI (aprile 2021), il Debito/PIL italiano aumenta a 157,10 nel 2021 (in diminuzione rispetto al dato 2020 pari ad oltre il 160%) dal già poco lusinghiero 133,20 del 2019 (ma siamo ancora in piena emergenza globale). Mentre il Deficit/PIL 2021 per l'Italia si porta -8,3% (secondo solo a quello della Spagna a -8,7% che presenta un Debito/PIL al 118,40%). Sono dati in diminuzione rispetto al terribile 2020 (-11%). 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.

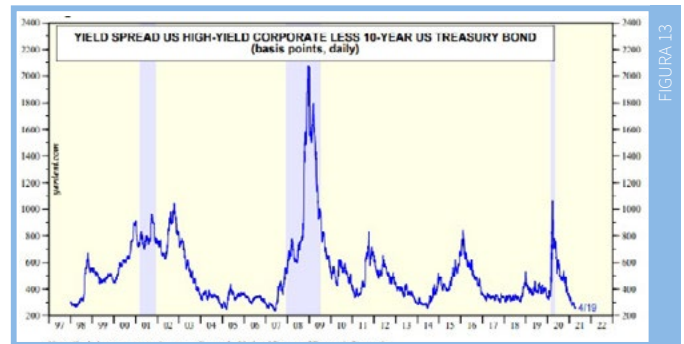


FIGURA 13



FIGURA 14



FIGURA 15

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

	Debito PIL 2021	Debito PIL 2025	Crescita PIL 2021	Crescita PIL 2022	Deficit PIL 2021	Tassi a 10 anni 16/04/2021	SPREAD 16/04/2021	SPREAD 13/04/2021	Variazione SPREAD
Germania	70,30	57,10	3,5	4,0	-4,0	-0,33	0,00	0,00	
Olanda	56,10	51,80	3,1	3,4	-3,4	-0,31	0,02	0,02	0,01
Francia	115,20	116,90	5,3	3,7	-7,2	-0,11	0,22	0,19	0,03
Austria	87,20	78,00	3,8	4,0	-6,1	-0,26	0,08	0,08	-0,01
Belgio	115,90	122,20	4,0	2,5	-6,3	-0,02	0,31	0,19	0,12
Italia	157,10	151,00	3,4	3,5	-8,3	0,70	1,03	1,13	-0,10
Spagna	118,40	118,40	5,8	5,3	-8,7	0,38	0,72	0,62	0,10
Irlanda	63,20	54,40	5,4	8,5	-4,1	-0,43	-0,10	-0,03	-0,07
Portogallo	131,40	110,60	4,3	4,0	-4,7	0,28	0,61	0,56	0,06
Grecia	210,10	179,60	3,2	5,7	-5,0	1,14	1,47	1,53	-0,06
USA	132,80	134,50	4,5	3,0	-10,0	1,53	1,87	1,64	0,23
Giappone	256,50	254,70	2,7	2,6	-9,0	0,08	0,41	0,52	-0,11
UK	107,10	113,00	5,1	5,5	-12,6	0,77	1,10	0,88	0,23

Fonte FMI (APR 2021)

Fonte Economist 14/04/2021

Fonte Datastream

TABELLA 5

## Il rischio di credito e gli spread sulle obbligazioni corporate. Raggiunti ancora nuovi minimi.

In FIGURA 13 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 13) 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 sei mesi addietro. Al 19/04/2021 lo spread sui governativi è pari a 325 bp (era 373 bp a gennaio) (fonte ICE BoFA indice US HY Index H0A0). In FIGURA 12 osserviamo l'andamento dei tassi delle obbligazioni corporate high yield. Il tasso di interesse si è portato al 4,20% (era 4,31% il trimestre precedente). La performance dell'indice (total return) negli ultimi 3 mesi è stata pari al +1,313%; ultimi 12 mesi +18,07% (fonte ICE BoFA indice US HY Index H0A0). 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 positivi. Riteniamo però che questi spread (e questi tassi) siano ciclicamente da vendere.

## I mercati azionari continuano a crescere, scontando nuova forza inattesa dell'economia mondiale.

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 dollari (quasi il doppio dei livelli del 2010). Le previsioni per il 2020 si attestavano quindici mesi fa ad un buon +9,6% a livello 177,01. Le prime previsioni 2021 erano a 195,99. Poi la recessione da lockdown. Il 2020 ha chiuso a 139,76 (in calo del -14% rispetto al 2019) che ci riportano appena sopra agli utili 2017. Per il 2021 si prevede un immediato ritorno alla crescita: +26% a 176,51 dollari (era +21,4% a 170 dollari), che supera il livello 2019. Per il 2022 nuova crescita: +15,1% fino a superare i 203 dollari per azione (erano 195 le previsioni dello scorso trimestre). 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 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.



FIGURA 16



FIGURA 17



FIGURA 18

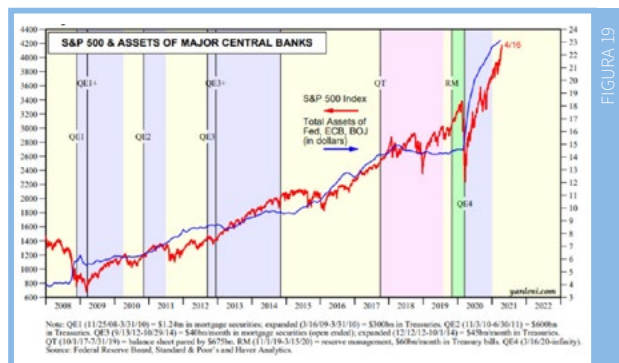


FIGURA 19

In FIGURA 16 vengono presentati i dati del QE della BCE. La linea blu indica il totale attivo della BCE che continua 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). Ma se le Banche Centrali agiscono i mercati rimbalzano. In FIGURA 15 sono raccolti gli andamenti dei PE delle principali aree geografiche (indici MSCI).

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

# Possiamo aiutarti anche a un metro di distanza

Scopri le nostre  
iniziative a sostegno  
di persone e imprese

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



**SANFELICE 1893**  
BANCA POPOLARE

# FILIALI

## SEDE CENTRALE

piazza Matteotti, 23 - San Felice sul Panaro (MO) - Tel. 0535/89811

## BOLOGNA

via Borghese, 21/B - Bologna (BO) - Tel. 051/6199544

## CAMPOSANTO

via Baracca, 7 - Camposanto (MO) - Tel. 0535/87121

## CARPI

via Manzoni, 22 - Carpi (MO) - Tel. 059/650938

## FORMIGINE

via Trento Trieste, 126 - Formigine (MO) - Tel. 059/5750540

## GAVELLO

via Valli, 319 - Gavello (MO) - Tel. 0535/31361

## MANTOVA

via Gombrich, 2 - Mantova (MN) - Tel. 0376/355019

## MASSA FINALESE

piazza Caduti per la libertà, 1 - Massa Finalese (MO) - Tel. 0535/99131

## MIRANDOLA

viale V Martiri, 9 - Mirandola (MO) - Tel. 0535/611099

## MODENA

via Nonantolana, 351 - Modena (MO) - Tel. 059/251709

## MODENA B

strada Morane, 411 - Modena (MO) - Tel. 059/443140

## MODENA D

via Emilia Est, 339 - Modena (MO) - Tel. 059/370913

## MORTIZZUOLO

via Imperiale, 241 - Mortizzuolo - (MO) - Tel.0535/37321

## RAVARINO

via Roma, 139 - Ravarino (MO) - Tel. 059/900653

## REGGIO EMILIA

via dei Gonzaga, 18/A - Reggio Emilia (RE) - Tel. 0522/432443

## SAN FELICE SUL PANARO - B

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

## SERMIDE

via Roma, 12 - Sermide (MN) - Tel. 0386/960827

## VIGNOLA

via A. Plessi, 5, Angolo Via Gramsci - Vignola (MO) - Tel. 059/767056



**SANFELICE 1893**  
BANCA POPOLARE

## DIREZIONE GENERALE

Piazza Matteotti, 23 \_ tel. 0535 89811 \_ fax 0535 83112 \_ [www.sanfelice1893.it](http://www.sanfelice1893.it) \_ [info@sanfelice1893.it](mailto:info@sanfelice1893.it)