



LUGLIO 2021

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

### Politica monetaria e politica fiscale in azione: le previsioni di crescita economica sono forti e in miglioramento.

Secondo l'Economist (TABELLA 1, nella quale i paesi sono ordinati per variazione del PIL 2022, e TABELLA 2), l'area EURO dopo un -6,7% nel 2020 (era previsto un meno 7% tre mesi fa) crescerà nel 2021 del +4,3% (era +4,2%) e del +4,3% anche nel 2022 (era +4%). In USA il 2020 ha registrato una contrazione del -3,7% (era meno 3,5%). Nel 2021 si dovrebbe tornare ad un notevole +6% (era +5,5% previsto tre mesi fa) per poi scendere a +3,7% nel 2022. L'Italia ha chiuso il 2020 con un -8,9%. Per il 2021 si prevede una crescita del +4,6% (era +3,4%) seguito da +4,4% (era +3,5%). La TABELLA 2 (aggiornata a giugno 2021) indica l'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%. Secondo i dati del FMI (aggiornati ad aprile), 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 +5,9% nel 2021 (era +6,4%) e del +6,5% (era +4,70%) nel 2022. Per la Francia, rispettivamente, -8,2%, +5,5% (era +5,8%) e +4,3% (era +4,2%). Per la Germania il 2020 si è chiuso al -4,9%. Nel 2021 ci sarà una crescita del +3,5% (era +3,6%) e nel '22 del +4% (era +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: +8,5% (era +8,4%). Il 2022 sarà ancora molto forte, a quota +5,2% (ma era +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 +10,4% (il dato migliore di tutti, ma era +12,5% lo scorso trimestre) e da un 2022 ancora molto forte: +7% (era +6,90%). Per la Russia 2020 la contrazione si è portata al -3,1%. Segue un 2021 a +3,4% (era +3,8%) ed un '22 a +2,4% (era +3,8%). Il Brasile registra nel 2020 un -4,1% e torna a crescere del +5,5% (era +3,7%) nel 2021 e del +2,0% (era +2,6%) nel 2022. Il Regno Unito chiude il 2020 a -9,9%. Le previsioni sono un 2021 a +5,7% (era +5,3%) e un 2022 a +5,6% (era +5,10%). Considerando i dati cumulati del triennio, secondo le previsioni Economist, solo 4 paesi (su 58 censiti) non riescono a recuperare i livelli del PIL precedenti alla pandemia: Venezuela, Sud Africa, Argentina e ... Italia (anche se di poco, con una crescita cumulata del -0,52%). L'area EURO presenta - secondo le previsioni - una crescita cumulata del +1,8%; gli USA del +6,07%. Secondo le previsioni della Economist Intelligence Unit, il 2020 è il nuovo punto di minimo "storico" dell'economia mondiale, con un -3,8% (era -3,9%). Dopo il "rimbalzo" del 2021 (+5,3% era +5% lo scorso trimestre), 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

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*	2022**	
India	+16.0%	+6.0%	+10.4%	+7.0%	+20.3%	+6.3%	+6.2%	+5.2%	9.2%
Britain	-6.1%	-6.2%	+5.7%	+5.6%	+20.5%	+2.5%	+0.6%	+3.1%	4.8%
China	+7.9%	+5.3%	+5.5%	+5.2%	+3.3%	+1.3%	+1.5%	+1.6%	5.0%
Indonesia	-0.7%	na	+3.9%	+5.0%	+20.4%	+1.3%	+2.0%	+2.4%	6.3%
Italy	-8.9%	+0.6%	+4.6%	+4.4%	+21.1%	+1.3%	+0.2%	+1.3%	10.5%
France	+1.2%	-0.4%	+5.5%	+4.3%	+20.5%	+1.5%	+0.2%	+1.6%	7.5%
Canada	+0.3%	+5.6%	+5.4%	+4.2%	+21.6%	+3.6%	-0.4%	+2.3%	7.8%
Germany	-3.1%	-7.0%	+3.5%	+4.0%	+17.2%	+2.3%	+0.9%	+2.5%	3.7%
Turkey	+7.0%	na	+3.9%	+3.8%	+39.5%	+17.5%	+12.6%	+14.5%	12.4%
United States	-0.4%	-0.4%	+6.0%	+3.7%	+8.8%	+5.4%	+0.6%	+3.1%	5.9%
Saudi Arabia	-4.1%	na	+2.2%	+3.6%	na	+6.2%	+0.5%	+2.9%	6.5%
Mexico	-3.6%	+3.1%	+3.9%	+3.1%	+30.4%	+5.9%	+3.3%	+4.5%	4.1%
Japan	-1.6%	+3.9%	+2.2%	+2.0%	+21.3%	+0.1%	+0.0%	+0.2%	3.0%
Argentina	+2.5%	+11.0%	+7.0%	+2.8%	+25.8%	+48.8%	na	+47.3%	10.2%
South Korea	+1.9%	+2.1%	+3.8%	+2.6%	+15.6%	+2.4%	+0.0%	+2.0%	3.8%
Australia	+1.1%	+7.3%	+4.4%	+2.5%	-1.6%	+1.3%	+2.2%	+2.1%	4.9%
South Africa	-3.3%	+4.6%	+3.0%	+2.4%	+36.9%	+5.2%	+2.1%	+4.0%	33.5%
Russia	-0.7%	na	+3.4%	+2.4%	+11.9%	+6.5%	+3.2%	+5.7%	4.9%
Brazil	+1.0%	+4.9%	+5.5%	+2.0%	+24.1%	+8.3%	+2.1%	+7.1%	14.7%

TABELLA 1 - Fonte Economist 15 luglio 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	-3.1	5.7	4.2	3.5	3.3	3.2
OECD	1.9	2.6	2.4	1.4	-4.5	4.8	3.8	2.3	2.1	2.1
Non-OECD	4.5	4.6	4.5	3.6	-2.0	6.3	4.6	4.5	4.2	4.1
<b>Real GDP growth (market exchange rates)</b>										
World	2.5	3.1	3.0	2.3	-3.8	5.3	4.0	3.1	2.8	2.7
OECD	1.8	2.5	2.3	1.6	-4.8	4.7	3.8	2.3	2.0	2.0
Non-OECD	3.9	4.3	4.2	3.5	-2.0	6.2	4.5	4.4	4.1	3.9
North America	1.6	2.4	2.9	2.1	-3.7	6.0	3.7	2.2	1.9	2.0
Europe	1.9	2.9	2.2	1.6	-5.8	4.2	4.1	2.7	2.2	2.0
Euro area	1.8	2.7	1.9	1.3	-6.7	4.3	4.3	2.6	2.1	1.8
Asia & Australasia	4.5	4.8	4.4	3.7	-1.5	6.1	4.4	4.0	3.9	3.8
Latin America	-1.5	0.9	0.8	-0.5	-7.0	5.1	2.9	2.4	2.3	2.3
Middle East & North Africa	4.9	1.1	0.8	0.8	-3.9	3.1	3.8	3.6	2.8	2.2
Sub-Saharan Africa	0.8	2.3	2.4	2.2	-3.2	2.3	3.1	3.7	4.1	3.7
<b>Inflation (av)</b>										
World*	3.1	3.2	3.5	3.5	3.3	4.5	3.8	3.3	3.1	3.1
OECD	1.1	2.2	2.5	1.9	1.2	2.3	2.0	2.0	2.0	2.1
Non-OECD*	5.2	4.3	4.5	5.2	5.5	6.8	5.6	4.6	4.1	4.1
<b>Trade in goods</b>										
World	2.1	3.6	3.8	0.2	-8.1	8.0	5.6	4.7	4.2	4.3

TABELLA 2 - Fonte EIU giugno 2021

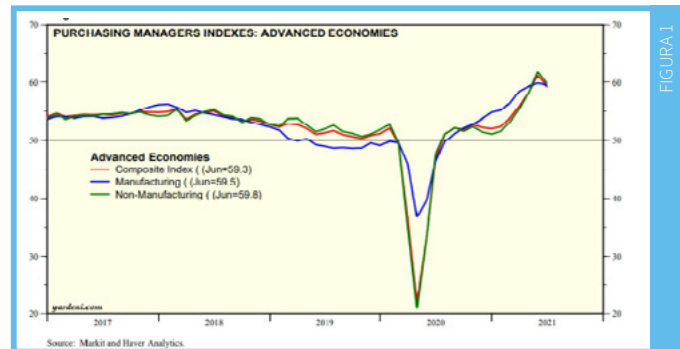


FIGURA 1

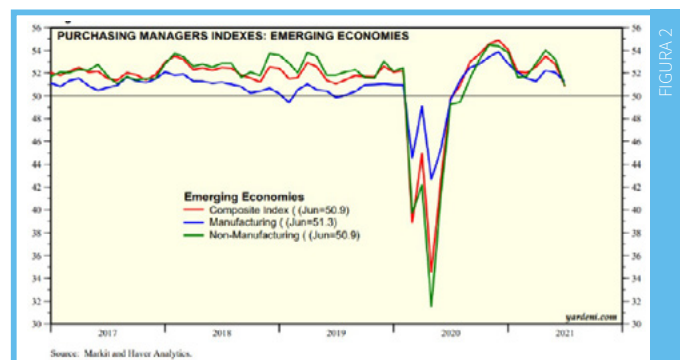


FIGURA 2

secondo l'Economist è diminuito di un significativo -8,1% (era -9,2% la previsione lo scorso trimestre); seguirà un +8% (era +7%) e un +5,6% (era +6,3%) nel 2021 e 2022. I PMIs (Purchasing Managers Index) sono aggiornati a giugno e confermano le tendenze ad una rapida crescita, soprattutto per le economie avanzate (FIGURE 1 e 2). Per queste ultime, infatti, l'indice composito è a 59,3 (era 55,9): 59,8 (era 55,4) il non manufacturing e 59,5 (era 58,5) il manufacturing. Per le economie emergenti, il livello del composito è a 50,9 (da 52,6): non manufacturing a 50,9 (era 52,9); manufacturing a 51,3 (era 52,8). Confermano questo quadro di crescita tendenziale sincronizzata i Leading Indicator dell'OCSE (12 luglio 2021): con il più grande crollo mai registrato negli indici alle spalle, il report conferma la fase positiva: "Steady Increase" per USA, Cina, Area Euro, Giappone, Francia, Germania, Italia, Regno Unito, Canada, Russia e "Stable Growth" per l'India. Il Brasile mostra segni di ulteriore rallentamento della crescita. 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" dalla crisi del 2008, 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 (confermando il dato dello scorso trimestre), la più breve dal 1959. Il Brent si trova in area 76,6 (era 62,9 dollari il trimestre precedente). Nell'ultimo anno (da inizio pandemia, dunque) è ora in aumento del +78,2% (era a +96,8% nel trimestre precedente). Nell'ultimo mese è aumentato del +3,4% (fonte Economist, 17 luglio 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 brusco risveglio dell'inflazione USA, giudicato temporaneo nelle dichiarazioni delle Banche Centrali. "Le incertezze permangono, in un contesto in cui le prospettive economiche a breve termine continuano a dipendere dall'andamento della pandemia e dalla reazione dell'economia dopo la riapertura. L'inflazione è aumentata negli ultimi mesi, principalmente a causa di effetti base, fattori transitori e un incremento dei prezzi dell'energia. Dovrebbe salire ulteriormente nella seconda metà dell'anno, per poi scendere con il venir meno dei fattori temporanei" (BCE, 10 giugno 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 (ventisettesima settimana del 2021) è pari a 7,926 trilioni di euro (da 7,514 del trimestre precedente). La FED ha recentemente ribadito (16 giugno 2021) che la politica dei tassi zero è necessaria finché l'inflazione non risale oltre il 2% e questo rimane l'obiettivo. In un recente intervento, dopo dati di inflazione in deciso aumento, ha ribadito che essa è temporanea e distorta dal "base effect" (la variazione fa riferimento ad un periodo di forte diminuzione). Comunque sia, ha chiarito di tollerare anche valori sopra il 2% finché non si raggiunge la piena occupazione. La politica monetaria rimarrà dunque espansiva. Tassi stabili e acquisti di 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

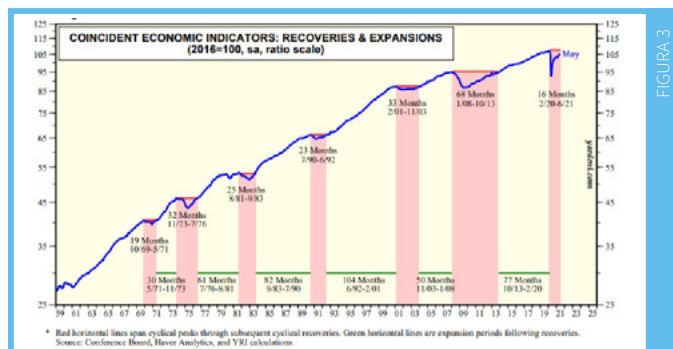


FIGURA 3

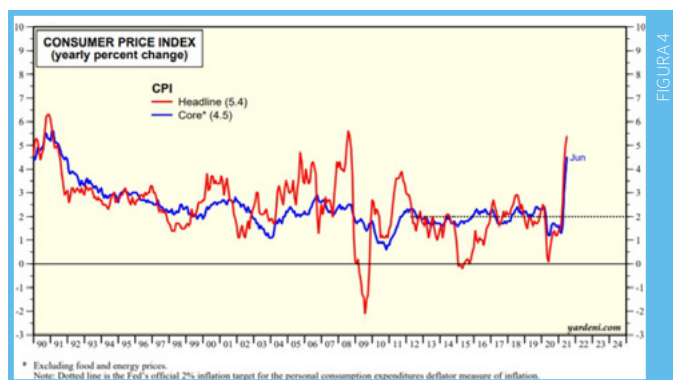


FIGURA 4

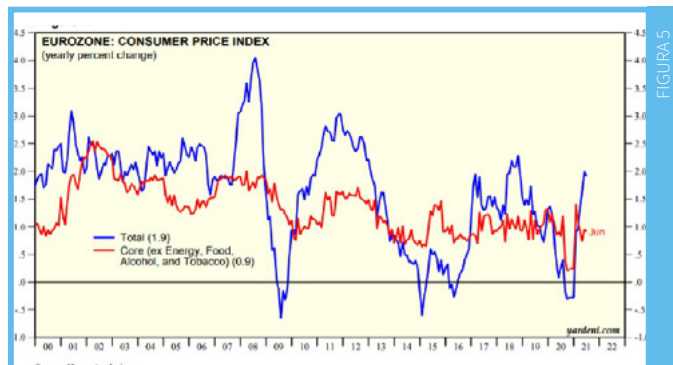


FIGURA 5

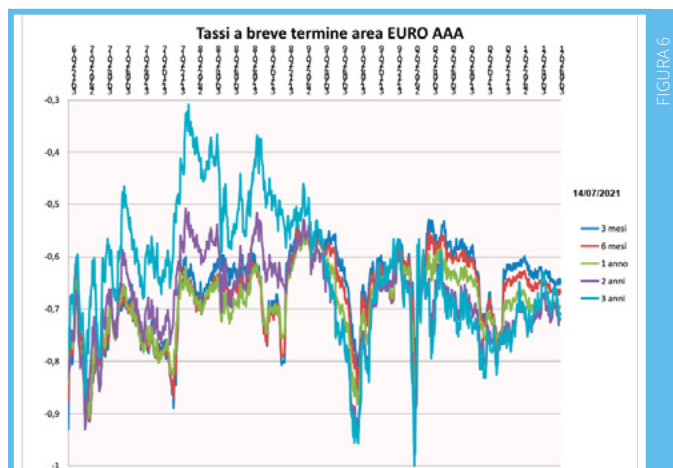


FIGURA 6

politica monetaria che ne segue gli ingentissimi fabbisogni, attraverso l'acquisto di titoli pubblici (diretto o indiretto). Secondo gli ultimi dati Economist, la politica fiscale particolarmente espansiva si farà sentire. I tre paesi con il più alto deficit/PIL 2021 sono: USA (-13,5%); Italia (-11,8%); Regno Unito (-10,8%). In Area EURO il rapporto è previsto a -7,1%; in Germania a -5,4%. 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).

## L'inflazione: improvviso e sostanzioso rialzo in USA; in area EURO la "core" non si muove.

Maggio e giugno sono sati per gli USA mesi di brusco risveglio inflazionistico: la FED sostiene con decisione che si tratta di un effetto temporaneo dovuto al confronto con periodi in cui inizia l'effetto della pandemia. La - per certi aspetti - desiderata inflazione è arrivata; ora si tratta di dimostrare che non è "troppa" o fuori controllo. È "solo" un segnale di entusiasmo per il ritorno alla normalità. Anche in area EURO vi è stato un rapido balzo che ha portato l'inflazione totale (compresi cibo ed energia) dai valori negativi di inizio anno al fatidico 2%. Qui è più evidente il "base effect" di cui parla la FED, complice il balzo del prezzo del petrolio, espresso in dollari, ricordiamolo. Infatti, l'inflazione core in area EURO è cresciuta, ma è sotto l'1%. Al momento, dunque, 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 legato al boom dei consumi a lungo "repressi" e a magazzini (di materie prime e prodotti finiti) troppo "vuoti". Il tasso di risparmio in tutta Europa (Germania in testa) è in forte aumento. Se i prezzi sono previsti in crescita, meglio affrettarsi a spendere. Se l'incertezza diminuisce, i soldi messi da parte perché "non si sa mai" (eccesso di risparmio) devono essere riassorbiti. 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 dal +1,3% del trimestre precedente, oggi (giugno) sfiora il +2% (+1,9%, per l'esattezza). L'inflazione core è invece stabile rispetto a tre mesi addietro: +0,9%. I dati sono riferiti a giugno. La BCE, nel lasciare inalterati i tassi, ribadisce che essi si manterranno "su livelli pari o inferiori a quelli attuali, finché non vedremo le prospettive di inflazione convergere saldamente su un livello sufficientemente prossimo ma inferiore al 2%". Questa formula potrebbe essere modificata nel prossimo comunicato, vista la revisione della strategia di politica monetaria annunciata da BCE. Vedremo. In FIGURA 4 è riportata l'inflazione USA core (dati di giugno): +5,4% da +2,6% l'inflazione totale; +4,5% da +1,6% 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". Vedremo. 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). E oggi devono tenere a bada le aspettative di inflazione, perché non si metta in moto la "spirale inflazionistica". 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 +1,31% (era +1,59% lo scorso trimestre) e -1,02% (era -0,77%), si attestano dunque al +2,32% (da +2,37%; dati del 17 luglio 2021). Nessun allarme, dunque, al momento.

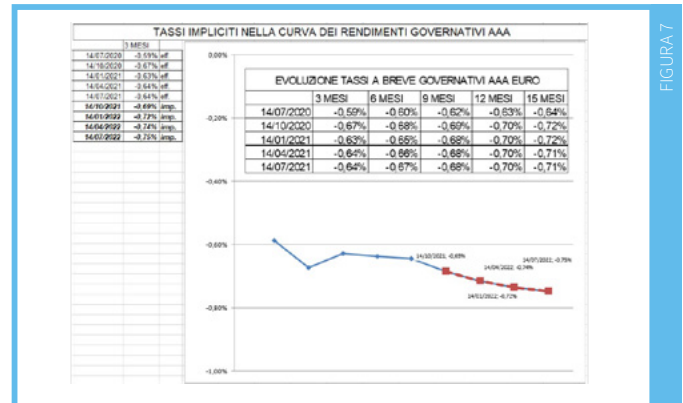


FIGURA 7

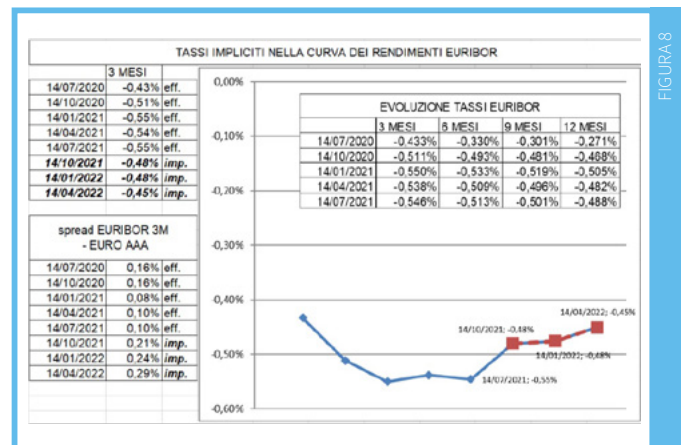


FIGURA 8

### EVOLUZIONE TASSI A BREVE GOVERNATIVI AAA EURO

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI	15 MESI
14/07/2020	-0,59%	-0,60%	-0,62%	-0,63%	-0,64%
14/10/2020	-0,67%	-0,68%	-0,69%	-0,70%	-0,72%
14/01/2021	-0,63%	-0,65%	-0,68%	-0,70%	-0,72%
14/04/2021	-0,64%	-0,66%	-0,68%	-0,70%	-0,71%
14/07/2021	-0,64%	-0,67%	-0,68%	-0,70%	-0,71%

TABELLA 3

### EVOLUZIONE TASSI EURIBOR

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI
14/07/2020	-0,443%	-0,330%	-0,301%	-0,271%
14/10/2020	-0,511%	-0,493%	-0,481%	-0,468%
14/01/2021	-0,550%	-0,533%	-0,519%	-0,505%
14/04/2021	-0,538%	-0,509%	-0,496%	-0,482%
14/07/2021	-0,546%	-0,513%	-0,501%	-0,488%

TABELLA 4

## 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 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 fino a 17 anni e nove mesi (erano negativi fino ad oltre 14 anni lo scorso trimestre) (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 di area EURO e alla ripresa economica. Secondo le elaborazioni BCE, i tassi a breve rimarranno negativi per altri 7 anni e 7 mesi (erano 6 anni e 5 mesi lo scorso trimestre), giungendo ad un valore minimo di -0,763% tra 1 anno e 6 mesi (oggi -0,675%; fonte BCE instantaneous forward 15/7/2021). 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 (tutti negativi, ovviamente) sono leggermente diminuiti. 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. Il "debito comune" si afferma prudentemente. L'evoluzione dell'EURIBOR negli ultimi 12 mesi è riassunta nella TABELLA 4. In FIGURA 8 il tasso EURIBOR implicito si manterrebbe negativo almeno fino ad aprile 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 dodici mesi addietro, sembra sia stato ben governato, scontando i tempi macroeconomici migliori che oggi sono una realtà. I CDS spread delle banche europee (indice ITRAXX) si sono ridotti rispetto al trimestre precedente a 42 bp (da 44 bp). Per le tre banche italiane nell'indice si è registrata una leggera diminuzione a 61,46 da 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.

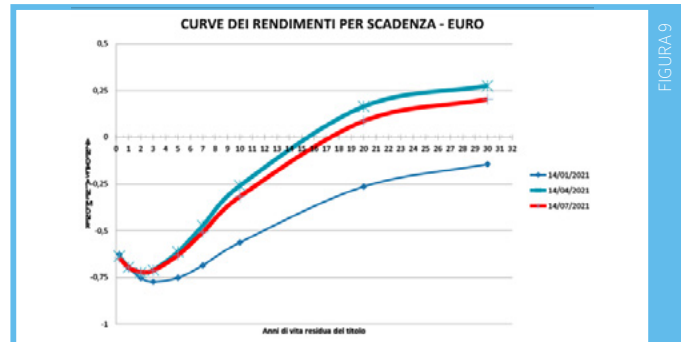


FIGURA 9

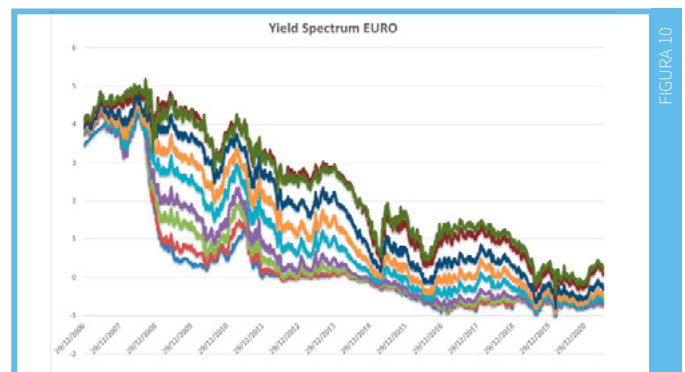


FIGURA 10

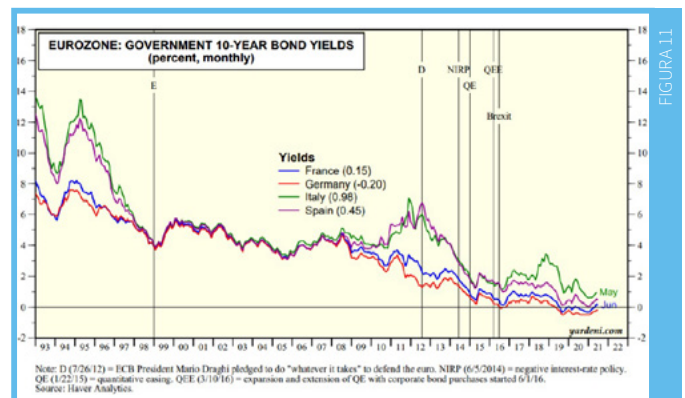


FIGURA 11



FIGURA 12

## Tassi EURO lungo termine: è iniziata una fase nuova, ma il governo del rialzo dei tassi è forte.

In questo trimestre la curva dei tassi EURO (governativi AAA) ha registrato un nuovo movimento verso il basso, riducendo la propria inclinazione (FIGURA 9). Dopo il rialzo dello scorso trimestre, il “governo” dei tassi a lungo ha compreso un movimento che poteva essere pericoloso. I tassi sono discendenti fino a 2 anni e 6 mesi (erano 2 anni e un mese lo scorso trimestre), per poi risalire. Il livello dei tassi a 3 mesi (-0,652%) viene superato solo dopo i 4 anni e 11 mesi (erano 4 anni e 6 mesi). Anche i tassi USA, rispetto al trimestre precedente, mostrano una diminuzione della pendenza, più evidente sul tratto medio-lungo (dopo i 5 anni). Il mercato (con un attento occhio alle reazioni di FED e BCE rispetto ai dati inflazionistici) ha preso atto che i tassi saliranno certamente, ma lo devono fare con ordine. I tassi a 10 anni in Germania sono (ovviamente) negativi (-0,375%; erano a -0,229% lo scorso trimestre) e più bassi dei tassi giapponesi: 0% (era +0,087%). Il tasso italiano 10 anni si attesta a quota +0,728% (era +0,793%), quello USA è a livello +1,297% (era 1,61%) (fonte Refinitiv Eikon, 15/7/2021). 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). Nell'ultimo trimestre si nota la frenata del rialzo. Tuttavia, 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 ha mancato 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. E così è stato. Il Recovery Fund sembra avere le caratteristiche desiderate. In questo contesto, l'aumento dei tassi AAA, iniziato tre mesi addietro, è una tendenza che si confermerà, sia pure con estrema attenzione. 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.

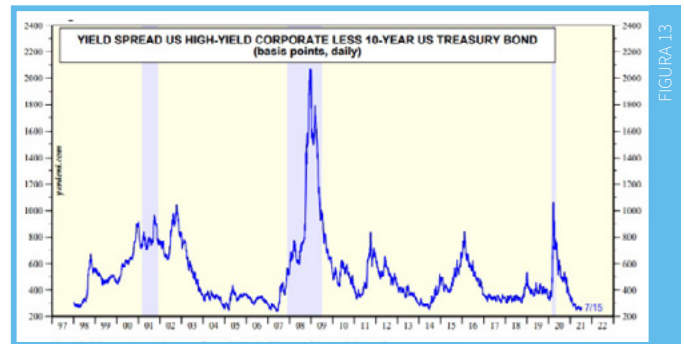


FIGURA 13

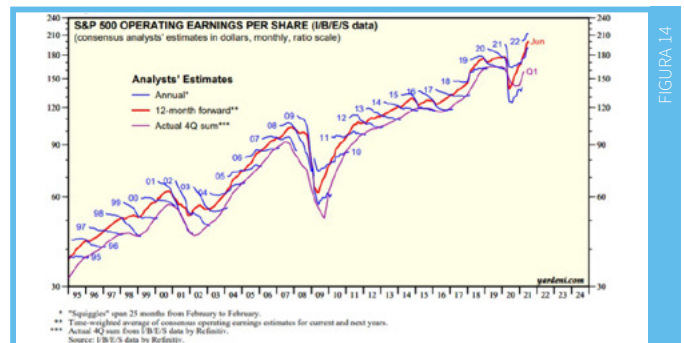


FIGURA 14

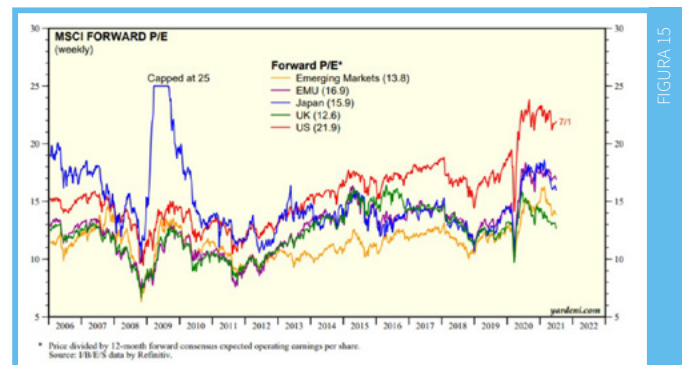


FIGURA 15

## 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 15/07/2021	SPREAD 15/07/2021	SPREAD 16/04/2021	Variazione SPREAD
Germania	70,30	57,10	3,5	4,0	-3,6	-0,36	0,00	0,00	
Olanda	56,10	51,80	3,4	3,8	-1,7	-0,36	0,00	0,02	-0,03
Francia	115,20	116,90	5,5	4,3	-8,7	-0,05	0,31	0,22	0,09
Austria	87,20	78,00	3,4	4,3	-7,6	-0,28	0,08	0,08	0,00
Belgio	115,90	122,20	4,3	3,2	-6,6	0,08	0,28	0,31	-0,03
Italia	157,10	151,00	4,6	4,4	-11,8	0,72	1,08	1,03	0,05
Spagna	118,40	118,40	5,9	6,4	-8,7	0,32	0,67	0,72	-0,04
Irlanda	63,20	54,40	5,0	8,3	-4,7	-0,27	0,08	-0,10	0,18
Portogallo	131,40	110,60	3,8	4,3	-4,7	0,15	0,51	0,61	-0,11
Grecia	210,10	179,60	5,4	4,3	-5,8	0,96	1,31	1,47	-0,16
USA	132,80	134,50	6,0	3,7	-13,5	1,36	1,71	1,87	-0,15
Giappone	256,50	254,70	2,2	2,9	-8,9	0,01	0,36	0,41	-0,05
UK	107,10	113,00	5,8	5,5	-11,5	0,66	1,01	1,10	-0,09

Fonte FMI (APR 2021)

Fonte Economist 09/07/2021

Fonte Datastream

TABELLA 5

## 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, riviste al rialzo (+4,6% da +3,4%), collocano l'Italia prima di Germania, Olanda, Austria, Belgio e Portogallo; nel 2022 il +4,4% (era +3,5%) italiano è un risultato migliore rispetto a Germania, Olanda, Francia, Austria, Belgio, Portogallo e Grecia. Un contesto previsionale decisamente migliorato per il nostro Paese. 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 un lieve aumento a 108 bp (da 103 bp). Rispetto a 33 mesi fa, l'Italia da 333 bp si è portata a 232 bp e poi a 156 bp di 24 mesi addietro; lo spread attuale è inferiore solo a quello della Grecia (131 bp da 147 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 -11,8% (da -8,3%) il peggior dato della TABELLA 5 dopo gli USA. La nostra solvibilità dipende dal modo nel quale saranno utilizzate le risorse. Una sfida accettata dal governo Draghi. L'evoluzione di questa sfida è da seguire con estrema (e preoccupata) attenzione. 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 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 nove mesi addietro. Al 19/4/2021 lo spread sui governativi era pari a 325 bp (era 373 bp a gennaio). Al 16/7/2021 è ancora in diminuzione a 318 bp (fonte ICE BoFA indice US HY Index H0A0). In FIGURA 12 osserviamo l'andamento dei tassi delle obbligazioni corporate high yield. Il tasso



FIGURA 16

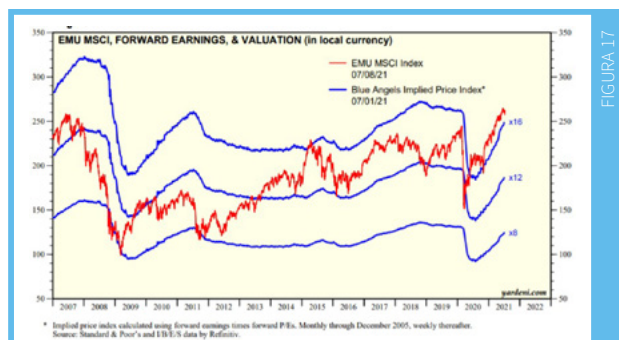


FIGURA 17

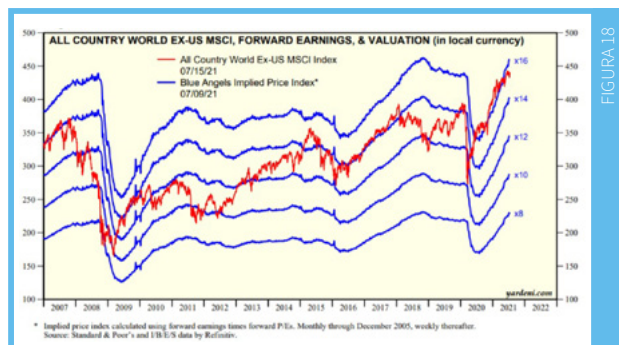


FIGURA 18

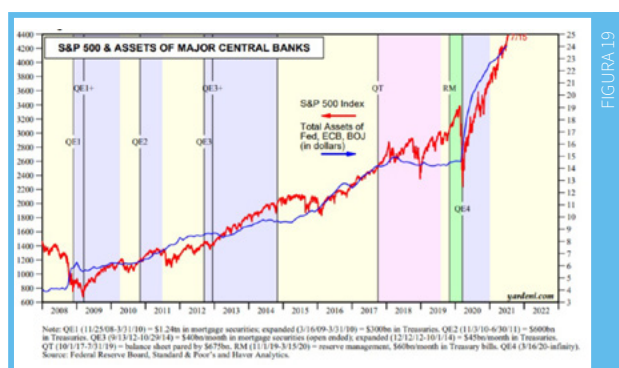


FIGURA 19

di interesse si è portato al 3,99% (era 4,20% il trimestre precedente). La performance dell'indice (total return) negli ultimi 3 mesi è stata pari al +1,99%; ultimi 12 mesi +13,408% (fonte ICE BoFA indice US HY Index H0A0). Ancora performance molto alte, dunque. 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 salire, hanno scontato crescita futura e sono sempre più sensibili al presente.

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 pre-visioni 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: uno spettacolare +37,1% a 191,65 dollari (era +26% a 176,51 dollari), che supera di slancio il livello 2019. Per il 2022 nuova crescita: +11,6% (era +15,1%) fino a sfiorare i 214 dollari per azione (erano 203 dollari). In FIGURA 14 la linea rossa rappresenta l'andamento degli utili attesi per azione S&P500 dal 1995 (fonte Yardeni Research, aggiornamento fine giugno). Le linee blu rappresentano l'andamento delle previsioni degli analisti (consensus). Vediamo le revisioni al rialzo per il 2021 e 2022 ed i risultati acquisiti del primo trimestre 2021 (Q1 nel grafico). 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 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). 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. I dati più recenti indicano che le previsioni degli utili forniscono un forte supporto ai mercati in rialzo. Il resto è aritmetico. Il mercato più "caro" rimane quello USA (21,9 contro 22,7 del trimestre precedente); il più "economico" (escludendo lo UK) è l'indice dei paesi emergenti (13,8 da 14,9). Il PE è funzione di tre elementi: il tasso privo di rischio (molto basso, quindi PE 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 sono molto forti (o fortissimi), come abbiamo visto. Una visione nella quale prevale l'ottimismo di una rapida chiusura "economica" (e sanitaria) della vicenda e di una successiva forte crescita dell'economia mondiale. Tuttavia, i mercati sono sempre più legati all'avveramento della "profezia" ed ogni dubbio si traduce in volatilità. In FIGURA 17, vengono rappresentate le determinanti del PE del mercato azionario EMU. Il mercato presenta un PE di 16,9 (era 17,8 tre mesi ad-dietro), dunque 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 forward PE è circa 16 e, sia i mercati, sia 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 e (pare) inarrestabile. Secondo i dati IBES - Thomson Reuters, la crescita degli utili a 5 anni per l'Italia è prevista ancora in aumento rispetto al trimestre precedente: +12,7% (era +9,4%) ma sotto la media EMU (+18,9% era +11,4%). Nel breve termine, il rimbalzo: gli utili cresceranno (secondo le previsioni) del +26,5% (ma era +34,1%) contro una media EMU del +24,7% (era +29,6%). Tra i grandi paesi per crescita a breve, l'India registra +26,7% (era +32,8%), la Cina +16,8% (da +17,2%), gli USA +18,6% (da +20,3%), la Germania: +22,4% (da +24,6%). Nel lungo termine, troviamo Cina a +23,1% (da +23%), Emerging Markets Asia a +22,3% da +23,9%, India a +22,1% (da +21,5%), Emerging Markets +22,3% (da +22,7%). Gli Stati Uniti seguono da vicino a +21,1% (da +17,6%).

# 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)