

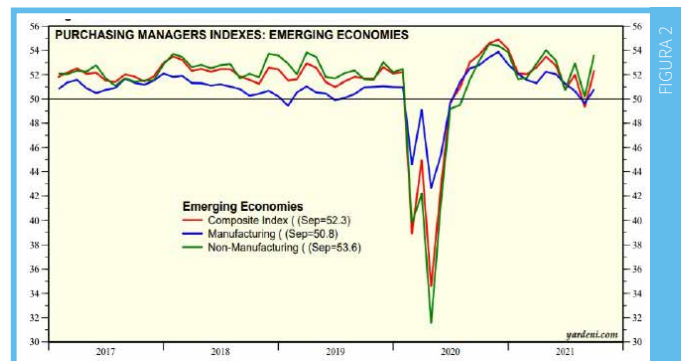
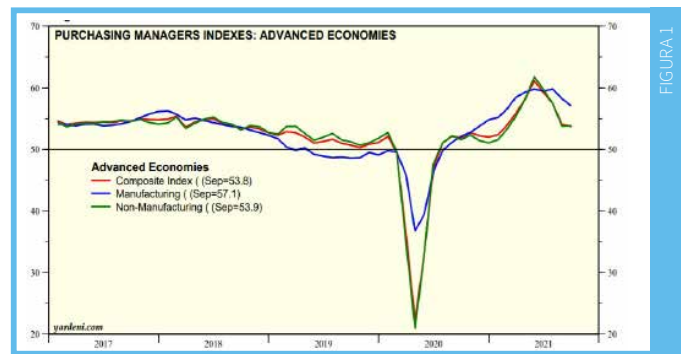


La crescita economica attesa è troppo forte? Colli di bottiglia la frenano temporaneamente.

Secondo l'Economist (TABELLA 1, nella quale i paesi sono ordinati per variazione del PIL 2022, e TABELLA 2), l'area EURO, dopo un -6,6% nel 2020, crescerà nel 2021 del +4,8% (era +4,3%) e del +4,3% anche nel 2022 (stabile rispetto al trimestre precedente). In USA il 2020 ha registrato una contrazione del -3,7%. Nel 2021 si dovrebbe tornare ad un notevole +6% (confermato) per poi scendere a +3,7% nel 2022 (confermato). L'Italia ha chiuso il 2020 con un -8,9%. Per il nostro paese le previsioni sono notevolmente migliorate: il 2021 vedrebbe una crescita del +6% (era +4,6%) seguito da +4,4% (confermato, al quarto posto nel G20 dopo India, Cina e Indonesia). La TABELLA 2 (aggiornata a ottobre 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 (paesi OCSE) che balza al 3,3% nel 2021, per poi tornare nel 2024 intorno al 2%. Secondo i dati del FMI, solo sei paesi 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 è collocato 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 +6,1% nel 2021 (era +5,9%) e del +5,6% (era +6,5%) nel 2022. Per la Francia, rispettivamente, -8,2%, +5,5% (era +5,5%) e +4,0% (era +4,3%). Per la Germania il 2020 si è chiuso a -4,9%. Nel 2021 ci sarà una crescita del +3,1% (era +3,5%) e nel '22 del +4,2% (era +4%). Come è stato detto, la Cina è uno dei pochi paesi con un dato positivo nel 2020: +2,3%. Anche il 2021 si presenta forte, ma molto ridimensionato: +7,9% (era +8,5%). Il 2022 sarà ancora molto forte, a quota +5,3% (era +5,2%). Per l'India il 2020 è stato brutale: -8%; sarà seguito però da un 2021 a +8,2% (ma era +10,4% lo scorso trimestre) e da un 2022 ancora molto forte: +7,8% (era +7%). Per la Russia 2020 la contrazione si è portata al -3,1%. Segue un 2021 a +3,8% (era +3,4%) ed un '22 a +2,7% (era +2,4%). Il Brasile registra nel 2020 un -4,1% e torna a crescere del +5% (era +5,5%) nel 2021 e del +1,2% (era +2%) nel 2022. Il Regno Unito chiude il 2020 a -9,9%. Le previsioni sono un 2021 a +6,4% (era +5,7%) e un 2022 a +4,1% (era +5,6%). Considerando i nuovi dati pubblicati a metà ottobre dal FMI (il confronto è con dati analoghi Economist dello scorso trimestre), solo 4 paesi (su 58 censiti) non riescono a recuperare i livelli del PIL precedenti alla pandemia: Venezuela, Argentina, Thailandia e Filippine. Il nostro Paese - e questa è la importante novità - è uscito da questo sfortunato gruppo: la crescita cumulata del PIL del triennio sarà pari a +0,43%. Non è molto, ma è un segnale di oggettivo miglioramento. L'area EURO presenta - secondo queste previsioni - una crescita cumulata del +2,6% (era +1,8%); gli USA del +7,7% (era +6,07%). Sempre secondo i dati aggiornati FMI (il confronto è con dati analoghi Economist Intelligence Unit dello scorso trimestre), il 2020 è il nuovo punto di minimo "storico" dell'economia mondiale, con un -3,1% (era -3,8%). Dopo il "rimbalzo" del 2021 (+5,9% era +5,3% lo scorso trimestre), la

TABELLA 1 - Fonte Economist 20 ottobre 2021. Table with columns: Country, Gross domestic product, Industrial production, Consumer prices, Unemployment rate.

TABELLA 2 - Fonte EIU giugno 2021. Table with columns: Year (2017-2026) and rows for Real GDP growth (PPP and market exchange rates), Inflation (av), Trade in goods.



crescita tende progressivamente al +3,3% (era +2,7%) nel 2025 (TABELLA 2). A livello globale, dunque, nel 2022 il PIL sarà cresciuto di oltre il +7,6% (era +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. Avverte il FMI (che intitola il suo outlook "Recovery during a pandemic") che la crescita continua, ma ci sono segni di rallentamento e vecchie e nuove fonti di incertezza: divergenze nello sviluppo delle campagne vaccinali, distruzione di capacità produttiva, effetti inflazionistici del rialzo dei prezzi delle materie prime. Il commercio mondiale secondo l'Economist è diminuito di un significativo -8,1%; seguirà un +9% (era +8%) e un +5,8% (era +5,6%) nel 2021 e 2022. I PMIs (Purchasing Managers Index) sono aggiornati a settembre e confermano le tendenze ad una rapida crescita, soprattutto per le economie avanzate, anche se in deciso ridimensionamento (FIGURE 1 e 2). Per queste ultime, infatti, l'indice composito è a 53,8 (era 59,3): 53,9 (era 59,8) il non manufacturing e 57,1 (era 59,5) il manufacturing. Per le economie emergenti, il livello del composito è a 52,3 (da 50,9): non manufacturing a 53,6 (era 50,9); manufacturing a 50,8 (era 51,3). Confermano questo quadro di crescita tendenziale sincronizzata, ma in indebolimento, i Leading Indicator dell'OCSE (12 ottobre 2021): con il più grande crollo mai registrato negli indici alle spalle, il report conferma un rallentamento nella forza della crescita: "Moderating Growth" per USA, Area EURO, Giappone, Francia, Italia, Germania, Regno Unito, Canada; "Stable Growth" per India e Cina; "Steady increase" per la Russia. 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 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 la durata della fase di recovery: 16 mesi (confermando il dato dello scorso trimestre), la più breve dal 1959. Quanto al petrolio (e alle altre materie prime) la forza della ripresa sembra aver sorpreso tutti i mercati. Il Brent si trova ora in area 83,5 (era 76,6 dollari il trimestre precedente). Nell'ultimo anno è ora in aumento del +96,4% (era +78,2% nel trimestre precedente). Nell'ultimo mese è aumentato del +13,3% (fonte Economist, 16 ottobre 2021). La politica monetaria continua ad accompagnare, nelle parole e nei fatti, la fase di recupero. Per ora l'indirizzo non può mutare bruscamente, ma si iniziano a temere gli effetti collaterali: inflazione e "colli di bottiglia" generati da attese di crescita economica "troppo" forti. Il brusco risveglio dell'inflazione in USA, ma anche in area EURO, è giudicato temporaneo nelle dichiarazioni delle Banche Centrali e le materie prime dovrebbero ritrovare un punto di equilibrio. 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 (quarantunesima settimana del 2021) è pari a 8,337 trilioni di euro (da 7,926 del trimestre precedente). La FED ha recentemente ribadito (22 settembre 2021) che la politica dei tassi zero è necessaria finché non si realizza la piena occupazione e l'inflazione non risale oltre il 2% e rimane moderatamente sopra questo livello "per qualche tempo".

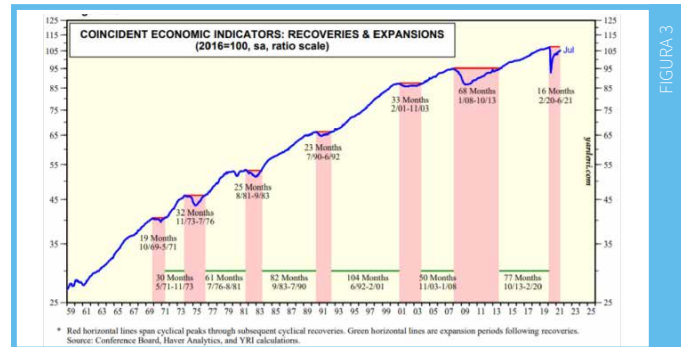


FIGURA 3

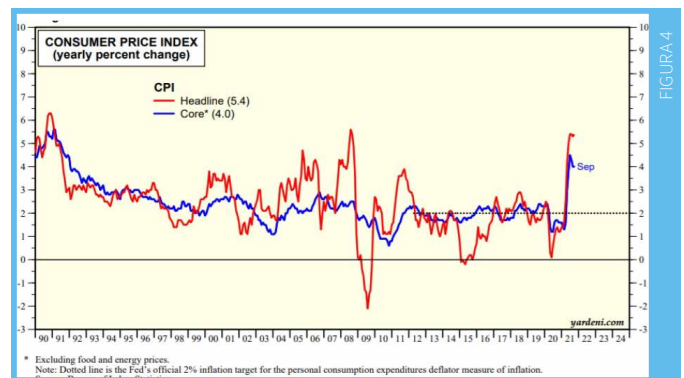


FIGURA 4

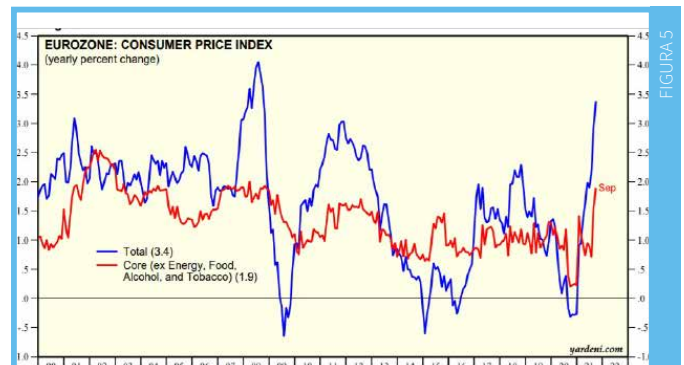


FIGURA 5

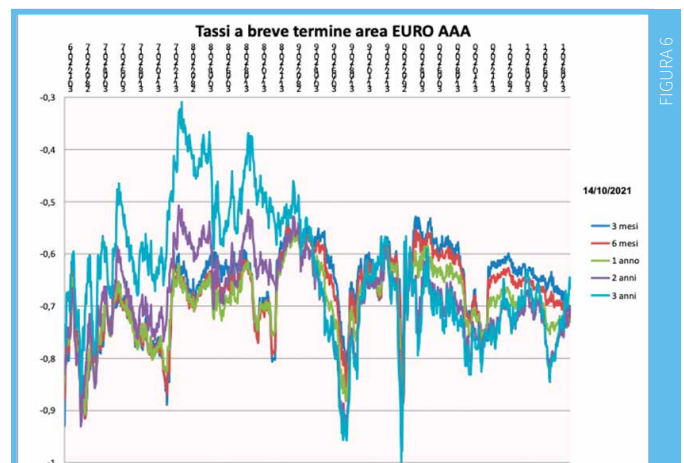
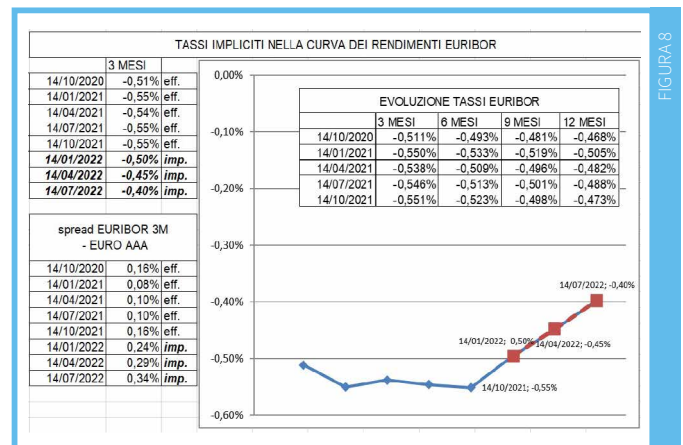
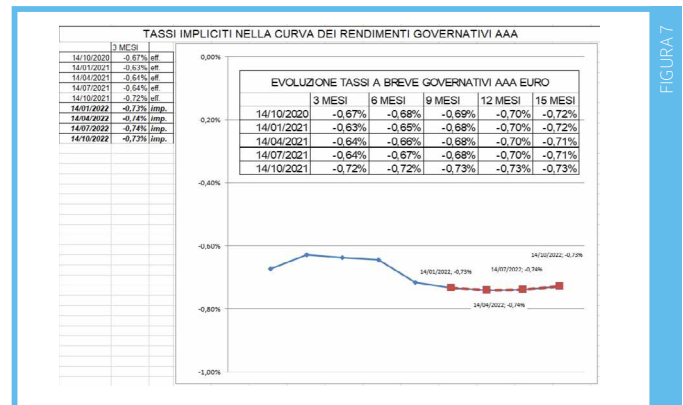


FIGURA 6

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. Se i progressi dell'economia si confermano, "presto" sarà possibile ridurre il ritmo degli acquisti. 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 iper-espansiva si accompagna ad una 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 progressi nella crescita hanno ridotto i valori rispetto al trimestre precedente. I due paesi con il più alto deficit/PIL 2021 sono: USA (-12,6%); Regno Unito (-10,9%). Noi siamo al quarto posto con -9,6% (era -11,8%). In Area EURO il rapporto è previsto a -7,2%; in Germania a -5,7%. Secondo il FMI (ottobre 2021), nei paesi avanzati si passerà dal 103,8% di rapporto debito PIL del 2019 al 121,6% del 2021 (nel 2020 era 122,7%). Il nuovo debito passerà dal 2,95% del PIL del 2019 all' 8,8% del 2021 (era 10,79% nel 2020).

L'inflazione: in rialzo ... ma temporanea.

"Ci si attende che l'attuale rialzo dell'inflazione sia perlopiù transitorio; le pressioni di fondo sui prezzi stanno aumentando solo gradualmente. Nelle nuove proiezioni formulate dai nostri esperti le prospettive di inflazione sono state riviste lievemente al rialzo, ma si prevede che nel medio termine l'inflazione rimanga ben al di sotto del nostro obiettivo del 2%" (BCE, 9 settembre 2021). 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. Sia in USA (FIGURA 4), sia in area EURO (FIGURA 5) vi è stato un rapido balzo. L'inflazione totale (compresi cibo ed energia) in area EURO ha raggiunto il 3,4% (da 1,9% del trimestre precedente); quella core l'1,9% (da 0,9%). 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. In FIGURA 4 è riportata l'inflazione USA (dati di settembre): 5,4% l'inflazione totale (invariata); 4,0% da 4,5% 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



EVOLUZIONE TASSI A BREVE GOVERNATIVI AAA EURO

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI	15 MESI
14/10/2020	-0,67%	-0,60%	-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%
14/10/2021	-0,72%	-0,72%	-0,73%	-0,73%	-0,73%

TABELLA 4

EVOLUZIONE TASSI EURIBOR

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI
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%
14/10/2021	-0,551%	-0,523%	-0,498%	-0,473%

TABELLA 5

indicizzato all'inflazione (il TIPS), rispettivamente pari a +1,65% (era +1,31% lo scorso trimestre) e -0,92% (era -1,02%), si attestano dunque al +2,54% (da +2,32%; dati del 20 ottobre 2021). Nessun allarme, dunque, al momento.

Tassi di interesse EURO a breve termine: i tassi negativi rimangono 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 12 anni (erano negativi fino a 17 anni e nove mesi lo scorso trimestre) (FIGURA 6 e TABELLA 3). Da notare però che i tassi a 3 anni hanno superato quelli a due anni, "invertendo" l'inversione della curva. 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 5 anni e 4 mesi (erano 7 anni e 7 mesi lo scorso trimestre), giungendo a toccare un valore minimo di -0,716% tra 6 mesi (oggi -0,707%; fonte BCE instantaneous forward 20/10/2021). Il mercato si comporta dunque come se i futuri tassi a tre mesi nei prossimi 12 mesi fossero destinati a rimanere sostanzialmente stabili. I rendimenti a tre mesi impliciti (forward rate) sono riassunti in FIGURA 7. In questo contesto, i tassi EURIBOR (tutti negativi, ovviamente) sono leggermente aumentati a 9 e 12 mesi. 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 a luglio 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) sono leggermente aumentati rispetto al trimestre precedente a 46,43 bp (da 42 bp). Per le tre banche italiane nell'indice si è registrata una stabilità a 61,62 (da 61,46 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.

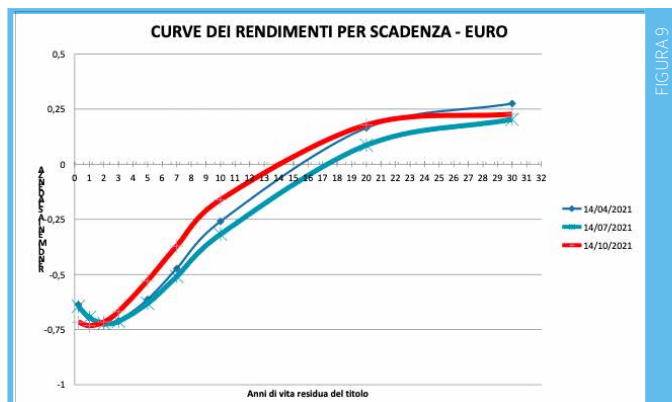


FIGURA 9

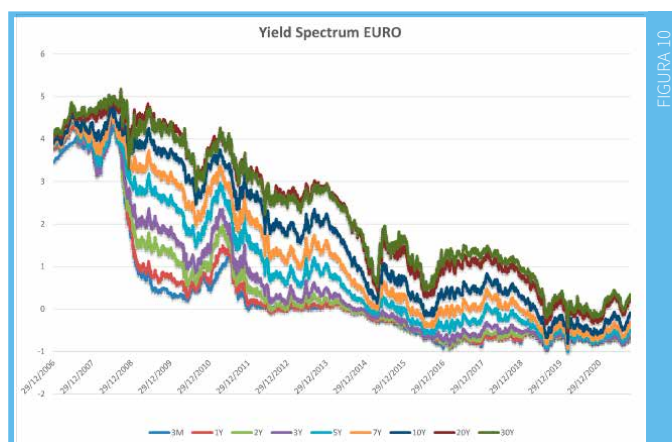


FIGURA 10

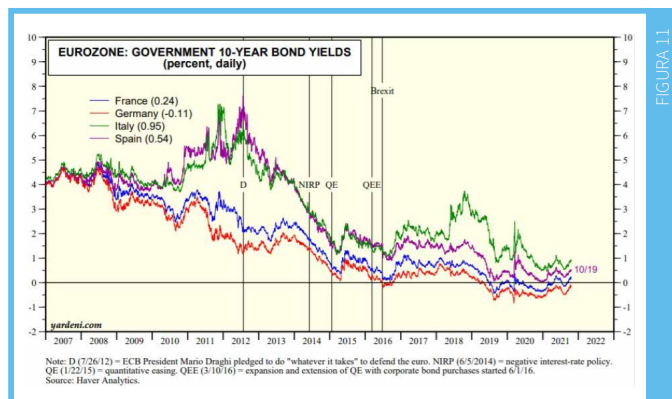


FIGURA 11

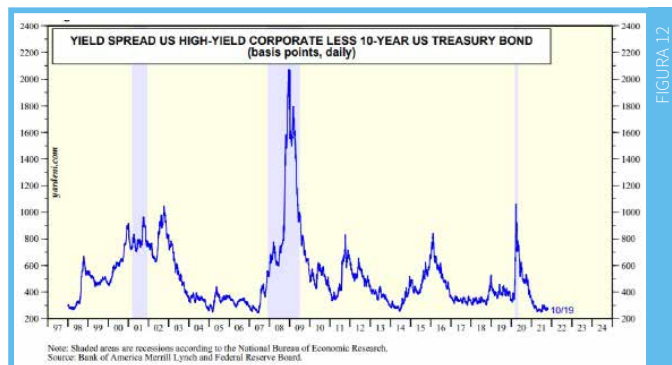
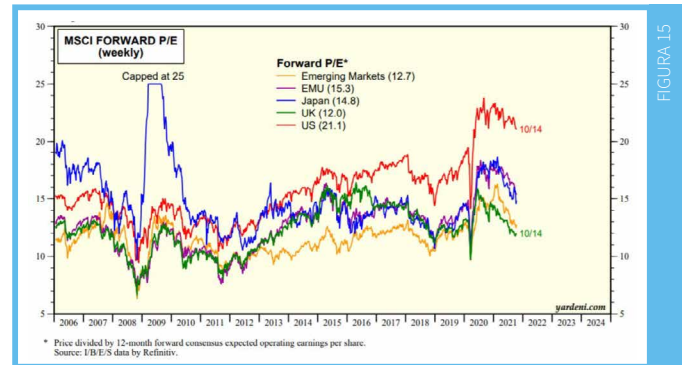
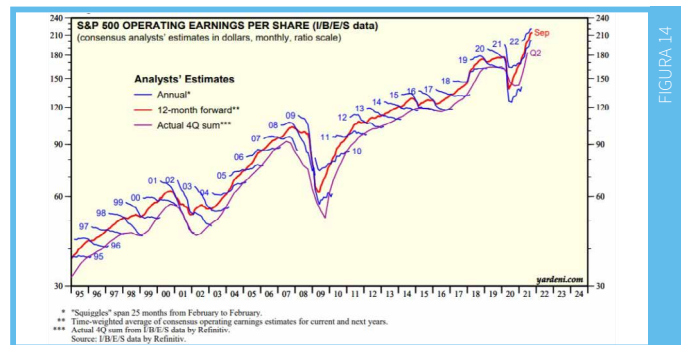
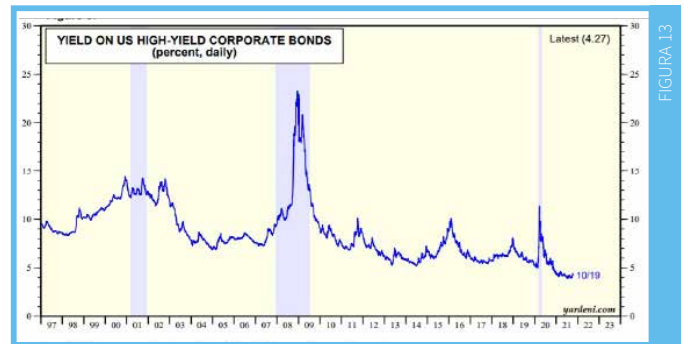


FIGURA 12

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 leggero movimento verso l'alto, aumentando la propria inclinazione (FIGURA 9). I dati di inflazione europea hanno alimentato qualche preoccupazione, ma il "governo" dei tassi a lungo ha evitato un pericoloso rialzo. L'aspetto della curva è un poco mutato. I tassi sono discendenti fino a 10 mesi (erano 2 anni e 6 mesi lo scorso trimestre), per poi risalire. Il livello dei tassi a 3 mesi (-0,707%) viene superato dopo 1 anno e 3 mesi (erano 4 anni e 11 mesi). Anche i tassi USA, rispetto al trimestre precedente, mostrano un aumento della pendenza, più evidente sul tratto 1 - 7 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 (ancora) negativi (-0,124%; erano a -0,375% lo scorso trimestre) e più bassi dei tassi giapponesi: +0,084% (era 0%). Il tasso italiano 10 anni si attesta a quota +0,917% (era +0,728%), quello USA è a livello +1,635% (era +1,297%) (fonte Refinitiv Eikon, 20/10/2021). Lo «spettro» dei rendimenti (dal 3 mesi al 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 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.



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	72,50	60,90	3,1	4,2	-3,6	-5,7	-0,11	0,00	
Olanda	58,10	49,20	3,9	3,9	-4,7	-0,14	-0,03	0,00	-0,03
Francia	115,80	116,90	5,5	4,0	-8,7	0,16	0,27	0,31	-0,04
Austria	84,20	72,20	3,1	4,7	-7,7	-0,08	0,03	0,08	-0,05
Belgio	113,40	119,70	5,0	3,5	-7,1	0,13	0,24	0,28	-0,04
Italia	154,80	146,50	6,0	4,4	-9,6	0,95	1,06	1,08	-0,02
Spagna	120,20	117,50	6,1	5,6	-8,9	0,54	0,65	0,67	-0,03
Irlanda	57,30	54,70	10,4	5,8	-4,1	-0,12	-0,01	0,08	-0,09
Portogallo	130,80	114,70	4,1	5,1	-5,1	0,41	0,52	0,51	0,01
Grecia	206,70	179,60	6,5	5,0	-9,6	1,16	1,27	1,31	-0,05
USA	133,30	133,50	6,0	3,7	-12,6	1,63	1,74	1,71	0,03
Giappone	256,30	251,90	2,3	3,0	-8,9	0,08	0,19	0,36	-0,17
UK	108,50	111,60	6,4	4,1	-10,9	1,16	1,27	1,01	0,26
	Fonte FMI (OCT 2021)		Fonte Economist 16/10/2021			Fonte Datastream			

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 (+6% da +4,4%), 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, e Belgio. 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 una lieve diminuzione a 106 bp (da 108 bp). Rispetto a 39 mesi fa, l'Italia da 333 bp si è portata a 232 bp e poi a 156 bp di 27 mesi addietro; lo spread attuale è inferiore solo a quello della Grecia (127 bp da 131 bp). Secondo le previsioni FMI (ottobre 2021), il debito PIL italiano aumenta a 154,80% 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 -9,6% (il peggior dato della TABELLA 5 dopo USA ed UK). 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 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 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



FIGURA 16

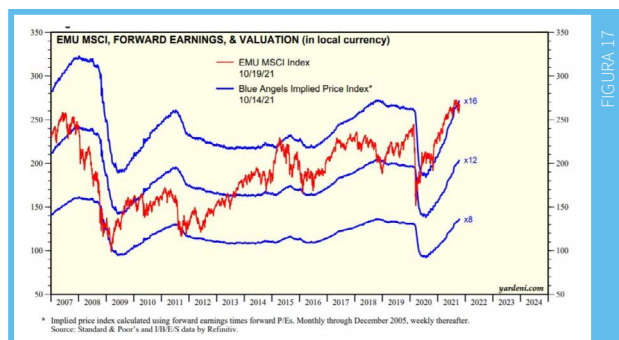


FIGURA 17

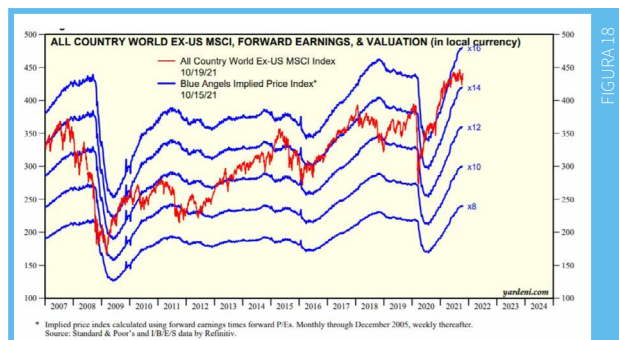


FIGURA 18

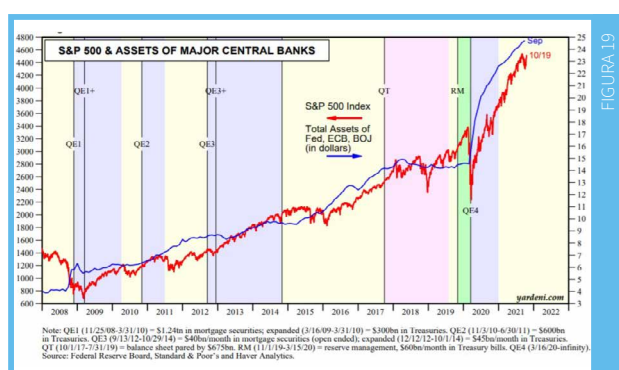


FIGURA 19

Note: QE1 (11/25/08-3/31/10) = \$1.2tn in mortgage securities; expanded (3/16/09-3/31/10) = \$300bn in Treasuries; QE2 (11/3/10-6/30/11) = \$600bn in Treasuries; QE3 (9/13/12-10/29/14) = \$400bn/month in mortgage securities (open ended); expanded (12/12/12-10/1/14) = \$45bn/month in Treasuries; QT (10/1/17-7/31/19) = balance sheet pared by \$675bn; RM (11/19-3/15/20) = reserve management, \$600bn/month in Treasury bills; QE4 (3/16/20-infinity). Source: Federal Reserve Board, Standard & Poor's and Haver Analytics.

587 bp in luglio e si attestava a 454 dodici 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. Il 20/10/2021 raggiunge i 307 bp (fonte ICE BoFA indice US HY Index H0A0). In FIGURA 13 osserviamo l'andamento dei tassi delle obbligazioni corporate high yield. Il tasso di interesse si è portato al 4,27% (era 3,99% il trimestre precedente). La performance dell'indice (total return) negli ultimi 3 mesi è stata pari al +0,919% (era +1,99%); ultimi 12 mesi +9,658% (era +13,408%) (fonte ICE BoFA indice US HY Index H0A0). Ancora performance alte, dunque, ma in progressivo "esaurimento". 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 diciotto 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: uno spettacolare +44,1% a 201,36 dollari (era +37,1% a 191,65 dollari), che supera di slancio il livello 2019. Per il 2022 nuova crescita: +9,6% (era +11,6%) fino a 220,77 dollari per azione (erano 214 dollari). Nel 2023 arriveremo (secondo le previsioni) a 236,43 dollari (+7,1%). In FIGURA 14 la linea rossa rappresenta l'andamento degli utili attesi per azione S&P500 dal 1995 (fonte Yardeni Research, aggiornamento fine settembre). 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 secondo trimestre 2021 (Q2 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 (21,1 contro 21,9 del trimestre precedente); il più "economico" (escludendo lo UK) è l'indice dei paesi emergenti (12,7 da 13,8). 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 15,3 (era 16,9 tre mesi addietro), dunque sulla linea dello "angelo azzurro" che moltiplica per 16 gli utili attesi. Il PE del 2007 era più basso. Gli utili 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 15 (era 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 - Refinitiv, la crescita degli utili a 5 anni per l'Italia è prevista ancora in aumento rispetto al trimestre precedente: +15,7% (era +12,7%), ma sotto la media EMU (+24,3% era +18,9%). Nel breve termine: in Italia gli utili cresceranno (secondo le previsioni) del +17,2% (ma era +26,5%) contro una media EMU del +15,3% (era +24,7%). Tra i grandi paesi per crescita a breve, l'India registra +23,6% (era +26,7%), la Cina +15,1% (da +16,8%), gli USA +12,4% (da +18,6%), la Germania: +14,5% (da +22,4%). Nel lungo termine, troviamo Cina a +20,8% (da +23,1%), Emerging Markets Asia a +22,2% da +22,3%, India a +21,7% (da +22,1%), Emerging Markets +21,7% (da +22,3%). Gli Stati Uniti seguono da vicino a +22,8% (da +21,1%).

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

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