

OSSERVATORIO

MERCATI

mediolanum BANCA

APRILE
2021

INDICE

WHAT'S UP _____ 3

- PROSEGUE IL TREND POSITIVO NELL'AZIONARIO CON ACCELERAZIONE DELLA ROTAZIONE CICLICA/VALUE _____ 3
- OBBLIGAZIONARIO INFLUENZATO DALLA PARZIALE NORMALIZZAZIONE DEI RENDIMENTI GOVERNATIVI _____ 4
- DOLLARO IN RECUPERO, APPREZZAMENTO MATERIE PRIME LEGATE AL CICLO ECONOMICO _____ 4

WHAT'S NEW _____ 6

- AMPLIAMENTO DIVERGENZE NEL QUADRO SANITARIO ED ECONOMICO, MA GENERALIZZATO MIGLIORAMENTO DEL SENTIMENT PROSPETTICO _____ 6
- LA SUPREMAZIA AMERICANA PASSA DAI PIANI DI STIMOLO FISCALE _____ 7
- IL RUOLO DELLE BANCHE CENTRALI NEL CONTINUARE A FORNIRE SUPPORTO _____ 8

WHAT'S NEXT _____ 9

- IL "GRANDE RIMBALZO" DELL'ECONOMIA GLOBALE È UN FATTORE ORMAI CONCLAMATO _____ 9
- DISPARITÀ TRA AREE E SETTORI ANCORA ELEVATA, MA IN GRADUALE ATTENUAZIONE _____ 9
- POLITICHE MONETARIE ANCORA ACCOMODANTI TENGONO SOTTO CONTROLLO I RENDIMENTI _____ 10
- UN CONTESTO ANCORA FAVOREVOLE PER I "RISKY ASSETS" _____ 10

PURO E DISPOSTO A SALIRE A LE STELLE _____ 11

WHAT'S UP

Nell'ultimo mese è proseguito il riassetto dei mercati finanziari verso la prospettiva di una graduale riapertura delle economie e di una significativa ripresa del ciclo economico globale, grazie all'accelerazione e alla diffusione delle campagne vaccinali e al proseguimento dei supporti fiscali. Ciò si è riflesso chiaramente nelle performance di tutte le principali asset class, come descritto in quanto segue.

PROSEGUE IL TREND POSITIVO NELL'AZIONARIO, CON ACCELERAZIONE DELLA ROTAZIONE CICLICA/VALUE

I mercati azionari hanno mantenuto un trend complessivamente positivo, chiudendo il trimestre in rialzo del 4,2% e in prossimità dei massimi storici nella media globale, pur con una volatilità relativamente accentuata, come spesso accade nelle fasi iniziali di un nuovo ciclo economico, quando l'incertezza sulle prospettive future - in questo caso legata principalmente agli sviluppi pandemici - rimane ancora relativamente elevata.

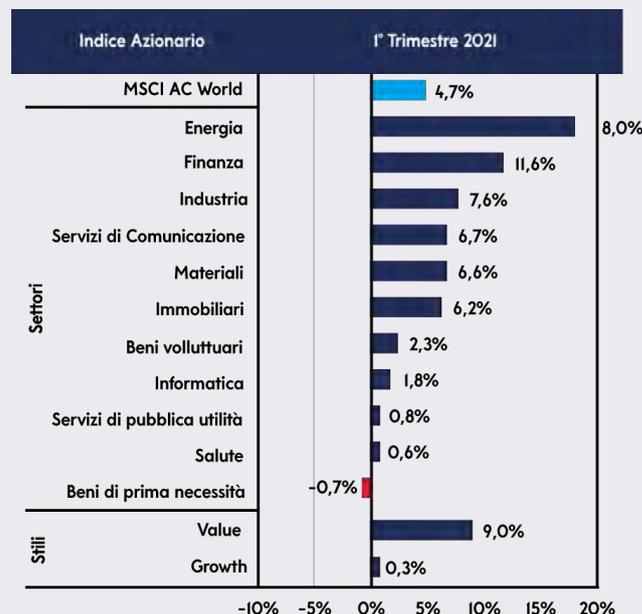
L'andamento aggregato degli indici maschera inoltre una notevole eterogeneità di andamento tra aree geografiche, settori e stili gestionali: ad ulteriore testimonianza della rivalutazione positiva del quadro macroeconomico da parte degli investitori, si è assistito infatti ad una significativa accelerazione della rotazione a favore dei settori più legati alle riaperture e afferenti al c.d. stile value (finanziari, energia, turismo, trasporti, industriali, ...). Questi ultimi presentano inoltre una correlazione tendenzialmente positiva con i rendimenti governativi e hanno quindi beneficiato anche del loro parziale aumento da inizio anno (vedi paragrafo successivo). D'altra parte, le aree di mercato in precedenza più favorite - tra cui le mega cap tecnologiche e lo stile growth in generale - hanno attraversato una fase di aggiustamento, soprattutto a partire da metà febbraio, con un fisiologico ridimensionamento delle valutazioni, dopo che in certi casi queste ultime erano arrivate a segnalare alcuni possibili eccessi speculativi. Tali settori conservano comunque ritorni brillanti rispetto ai livelli pre-covid e hanno inoltre aperto positivamente il secondo trimestre.

A livello geografico, la marcata sovraesposizione nei confronti dei settori ciclici e value e la relativa carenza di tecnologia e growth hanno favorito maggiormente i listini europei - nonostante i minori progressi sul fronte sanitario ed economico - rispetto a quelli USA, consentendo anche da questo punto di vista un parziale riequilibrio rispetto al trend dominante nel 2020. Il listino italiano si è, in particolare, distinto tra i migliori del trimestre. I mercati emergenti hanno invece sottoperformato la media globale, complice il calo degli indici cinesi, anche in questo caso attribuibile principalmente ad un temporaneo ridimensionamento delle valutazioni dopo i forti rialzi precedenti, oltre che ai timori di una riduzione della liquidità da parte delle autorità cinesi, volta a prevenire eventuali eccessi finanziari.

INDICI AZIONARI SEGNANO NUOVI MASSIMI STORICI IN TUTTE LE PRINCIPALI AREE



EVIDENTE ROTAZIONE VERSO SETTORI CICLI E VALUE



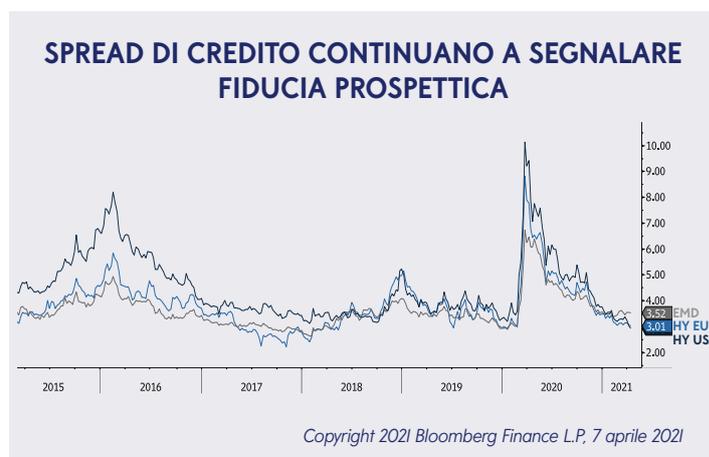
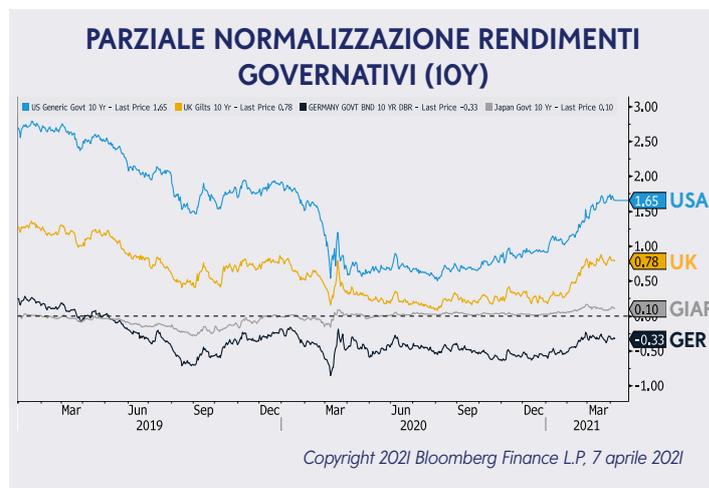
OBBLIGAZIONARIO INFLUENZATO DALLA PARZIALE NORMALIZZAZIONE DEI RENDIMENTI GOVERNATIVI

Gli sviluppi sui mercati obbligazionari possono, a ben vedere, essere considerati come la principale cartina di tornasole del citato miglioramento delle attese sul quadro economico da parte degli investitori. Partendo da livelli estremamente compressi, i rendimenti dei titoli governativi a medio-lungo termine hanno infatti registrato un incremento generalizzato, ma particolarmente marcato nei Paesi dove sono stati conseguiti i maggiori progressi nel contenere il virus, Stati Uniti in primis, complice anche il forte ampliamento della spesa pubblica derivante dal piano fiscale Biden.

Il movimento è stato dovuto soprattutto all'aumento delle attese di inflazione e solo in misura minore ai tassi reali, che si attestano ancora in buona parte su livelli negativi nei principali Paesi Avanzati. Allo stesso tempo, i rendimenti a breve termine, maggiormente influenzati dalle politiche monetarie, sono rimasti sostanzialmente invariati, con un conseguente irrigidimento delle curve dei rendimenti, rispecchiando il proseguimento dei supporti da parte delle Banche Centrali, inclusa la Fed. La conferma di politiche monetarie espansive sta inoltre contribuendo ad una stabilizzazione dei rendimenti su tutta la curva nell'ultimo periodo.

L'aumento dei rendimenti e della propensione al rischio da parte degli investitori hanno indubbiamente penalizzato i ritorni dell'obbligazionario governativo e, per estensione, di quello societario ad elevato merito creditizio, che è più sensibile all'andamento dei tassi - anche per via di una duration relativamente più elevata. L'high yield, invece, coerentemente con quanto spesso accade nelle fasi di ripresa economica, ha in buona parte compensato l'effetto tasso con l'ulteriore compressione degli spread di credito e con il più corposo effetto di accumulazione delle cedole.

Anche i bond emergenti hanno risentito dell'aumento dei rendimenti statunitensi, seppur a fronte di spread creditizi pressoché invariati da inizio anno; quelli in valuta locale, inoltre, sono stati influenzati dai rialzi dei tassi da parte di alcune Banche Centrali emergenti e dal deprezzamento delle rispettive valute rispetto al dollaro USA.

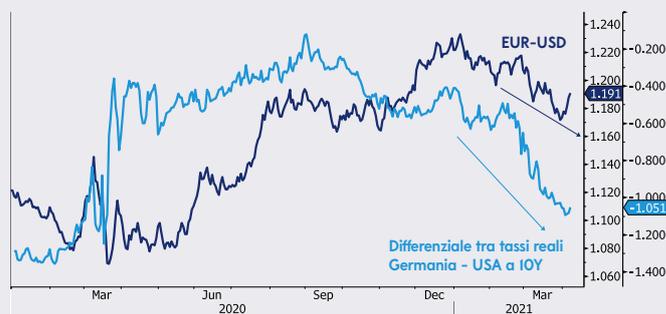


DOLLARO IN RECUPERO, APPREZZAMENTO MATERIE PRIME LEGATE AL CICLO ECONOMICO

In controtendenza rispetto al 2020 e alle attese di consensus, il primo trimestre ha visto per l'appunto un generalizzato recupero del dollaro, favorito dal riaffermarsi della supremazia economica americana - data l'accelerazione delle vaccinazioni e dagli ingenti stimoli fiscali - e dall'ampliamento del differenziale dei tassi d'interesse USA rispetto al resto del mondo. Da notare come, dal punto di vista dell'investitore europeo, ciò abbia contribuito positivamente alle performance degli indici espressi in dollari.

Da ultimo, anche il complesso delle commodities ha rispecchiato il miglioramento del sentiment di mercato e l'attesa ripresa dell'economia globale: in un contesto di generale apprezzamento delle materie prime legate al ciclo (energetiche e metalli industriali) e di deprezzamento dei beni rifugio (metalli preziosi, oro in primis), il prezzo del petrolio è salito di oltre il 20% da inizio anno, stabilizzandosi poi nell'ultimo periodo intorno ai 60 dollari al barile.

PARZIALE RECUPERO DEL DOLLARO DA INIZIO ANNO, FAVORITO DALL'ALLARGAMENTO DEL DEFFERENZIALE DI RENDIMENTO A FAVORE DEI TITOLI USA



Copyright 2021 Bloomberg Finance L.P., 7 aprile 2021

WHAT'S NEW

AMPLIAMENTO DIVERGENZE NEL QUADRO SANITARIO ED ECONOMICO, MA GENERALIZZATO MIGLIORAMENTO DEL SENTIMENT PROSPETTICO

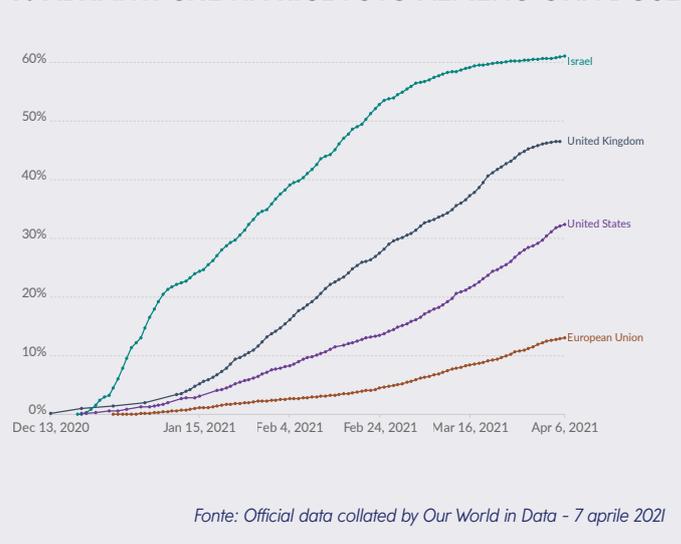
Il mese di marzo è stato segnato da forti differenze nell'andamento della pandemia tra Paesi. In Europa un forte aumento dei contagi ha obbligato gran parte dei Paesi membri ad applicare nuove misure restrittive; al contrario, in Gran Bretagna e Stati Uniti i nuovi casi sembrano più sotto controllo, con l'introduzione di alcune riaperture. Il principale motivo di questa divergenza è sicuramente la campagna vaccinale ormai avanzata: in Inghilterra il 45% della popolazione ha ricevuto almeno una dose di vaccino, negli USA circa il 30% e l'Europa è ferma al 15%.

Questo differente trend si riflette anche nei dati economici delle diverse aree geografiche.

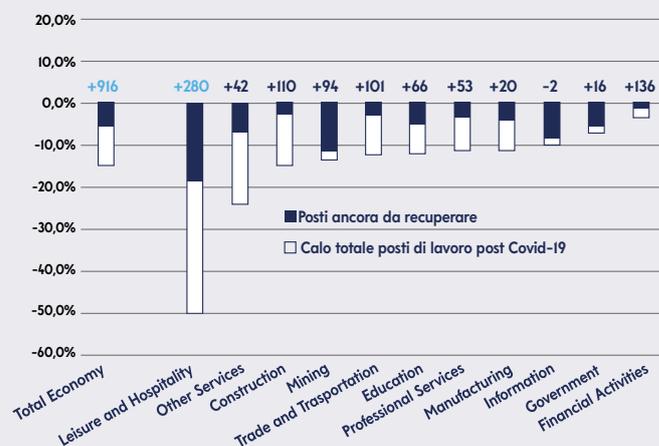
Partendo dagli Stati Uniti, nel mese vi è stato un ulteriore rafforzamento del settore industriale, con l'indice ISM Manifatturiero di marzo che ha raggiunto i massimi dal 1983, con un valore pari a 64,7. La lieve flessione della produzione industriale e degli ordini dei beni durevoli a febbraio (rispettivamente -2,2% e -1,1%) è frutto di una revisione al rialzo del mese precedente e degli effetti transitori dell'ondata di maltempo che ha colpito il sud del Paese. Un netto miglioramento si è osservato anche nel settore dei servizi, con l'indice ISM servizi pari a 63,7, risultato delle riaperture in molti Stati. In relazione a questo tema, è da sottolineare il miglioramento dei dati del mercato del lavoro: prosegue il calo delle richieste di sussidi di disoccupazione continuative e ciò ha portato a un'ulteriore riduzione del tasso di disoccupazione, che a marzo è sceso al 6% contro il 6,2% di febbraio. Continuano ad aumentare i nuovi contratti di lavoro nei settori più colpiti dalla pandemia, con la ristorazione e l'hospitality che fanno segnare il maggior recupero, pari al 2,1% su base mensile. Il percorso di ripresa non si può comunque ancora definire concluso, visto che gli stessi settori segnano ancora un -14,6% di occupati se confrontati con l'anno precedente.

Anche in Europa, gli ultimi dati sono stati incoraggianti soprattutto nel settore industriale. Infatti, l'indice PMI Manifatturiero ha toccato nel mese di marzo un valore di 62,5, confermando il forte miglioramento a cui si sta assistendo da inizio 2021. Ciò è in parte dovuto al contesto di crescita globale, con la riattivazione delle catene del valore globali, trainate dalla forte ripresa di USA e Cina. Le nuove chiusure pesano sul settore dei servizi, con un PMI in risalita ma ancora sotto la soglia limite di 50 (49,6 a marzo contro

% ABITANTI CHE HA RICEVUTO ALMENO UNA DOSE



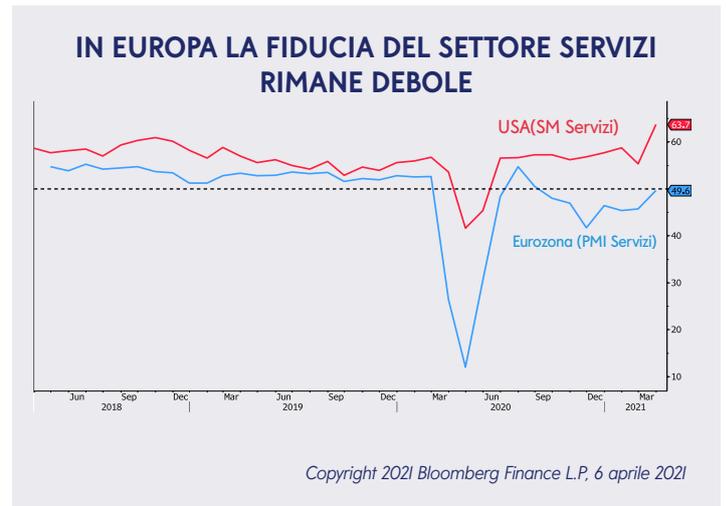
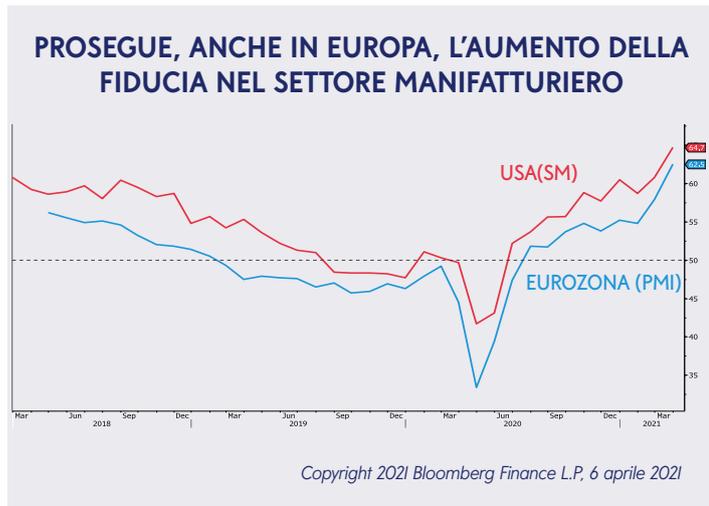
MIGLIORA IL MERCATO DEL LAVORO, MA IL RECUPERO NON È FINITO



I numeri rappresentano, in migliaia, l'aumento di posti di lavoro nel settore a Marzo 2021
Fonte dati: Bloomberg

il 45,7 di febbraio). In ogni caso, le aspettative economiche sono in miglioramento, aiutate dall'accelerazione della campagna vaccinale, con gli indici IFO e ZEW in crescita, a marzo pari rispettivamente a 100,4 e 76,6, contro i 95,0 e 74,0 del mese precedente.

Infine, in Cina i dati sui primi due mesi dell'anno hanno confermato il miglioramento delle condizioni economiche già avviato nel 2020, con alcuni indicatori in fortissima crescita, grazie anche al facile confronto con lo stesso periodo dell'anno scorso, in pieno lockdown. Tra questi, il dato della produzione industriale, con un progresso del 35,1%, e quello delle vendite al dettaglio, +33,8%, entrambi sopra le aspettative degli analisti. Tutto ciò è avvalorato anche dalla ripresa a marzo degli indici di sentiment delle imprese (PMI), dopo un temporaneo rallentamento a inizio anno.



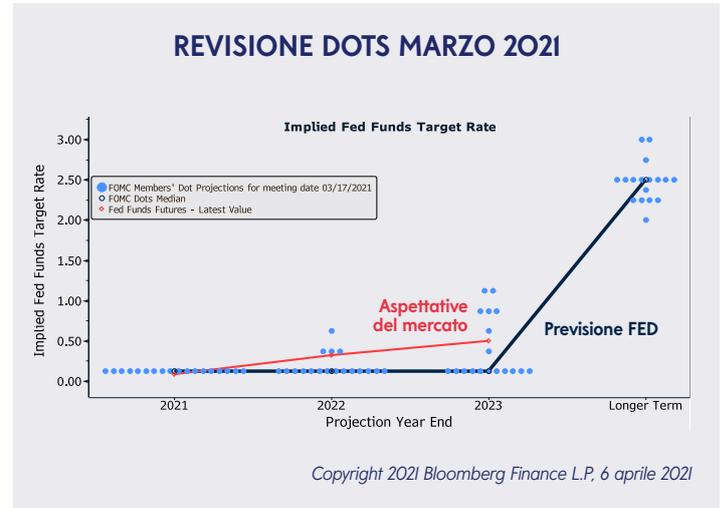
LA SUPREMAZIA AMERICANA PASSA DAI PIANI DI STIMOLO FISCALE

A inizio marzo è giunta l'approvazione definitiva del piano fiscale di sostegno dell'amministrazione Biden ("American Rescue Plan"), seppur con le modifiche già preventivate alla vigilia, tra cui l'eliminazione dell'aumento del salario minimo federale. Come descritto nel precedente numero dell'Osservatorio, i sussidi, in alcuni casi sotto forma di assegni diretti alle famiglie, avranno un impatto molto rilevante sull'economia nel breve periodo e in particolare sui dati di spesa e reddito personali, come già visto dopo la tranche di aiuti di dicembre 2020.

Il 31 marzo è stata inoltre presentata una nuova misura, questa volta focalizzata sugli investimenti. Con un ammontare di circa 2250 miliardi di dollari su otto anni, il piano ha molteplici obiettivi, tra cui molti legati a un rinnovamento infrastrutturale, mirato ad una vera e propria transizione ecologica: figurano 620 miliardi per i trasporti e il miglioramento delle vie di comunicazione, circa 180 miliardi per incentivi alla mobilità elettrica e 100 miliardi per l'efficientamento della rete elettrica, con l'obiettivo di produrre energia priva di emissioni fossili entro il 2035. Verrebbero inoltre stanziati più di 300 miliardi di spesa per case popolari e per la ristrutturazione delle scuole pubbliche. Parallelamente, al fine di finanziare parte delle misure, è stato anche annunciato un profondo progetto di riforma fiscale che vede, tra le misure principali, l'aumento delle imposte societarie dal 21 al 28% (ridimensionando di fatto la precedente riforma Trump, che le tagliò dal 35% al 21%) e il passaggio dal 13 al 21% dell'imposizione sui profitti esteri, misura che ha anche l'obiettivo di incentivare la produzione interna e supportare l'occupazione. Le proposte sul fronte della tassazione rappresentano evidentemente l'aspetto più spinoso del piano e ne complicano l'approvazione, soprattutto al Senato, dove la maggioranza dei democratici è di un solo voto e alcuni membri, non solo Repubblicani, hanno espresso delle riserve sull'aumento delle tasse.

IL RUOLO DELLE BANCHE CENTRALI NEL CONTINUARE A FORNIRE SUPPORTO

Nel mese di marzo le Banche Centrali hanno riaffermato ancora una volta il proprio impegno a prolungare i supporti monetari. Rispondendo alle crescenti preoccupazioni circa un rilevante aumento dell'inflazione negli USA, il governatore della FED, Powell, nel consueto Consiglio dei Governatori, ha ribadito come l'incremento dei prezzi atteso nel 2021 (rivisto a +2,4% da 1,8%) sia valutato come un fattore transitorio e che quindi la politica monetaria rimarrà accomodante: i "dots" (ossia la mediana delle aspettative dei membri della Commissione sui tassi futuri) hanno confermato tassi fermi a 0 fino al 2023 e al di sotto delle aspettative del mercato, al fine di favorire una completa ripresa economica, specialmente in materia di occupazione. Dall'altra parte dell'Atlantico, la risposta della BCE è stata ancora più esplicita, annunciando un aumento degli acquisti nell'ambito del PEPP nel prossimo trimestre, al fine di contrastare la risalita dei tassi e mantenere condizioni di finanziamento accomodanti, necessarie a sostenere un'ancora fragile ripresa.



WHAT'S NEXT

IL "GRANDE RIMBALZO" DELL'ECONOMIA GLOBALE È UN FATTORE ORMAI CONCLAMATO

È ormai opinione ampiamente condivisa tra economisti ed operatori di mercato che nei prossimi mesi si assisterà ad una forte accelerazione del ciclo economico globale, già in parte in atto nei Paesi più vicini alle riaperture, come descritto nei paragrafi precedenti.

Nell'ultimo World Economic Outlook di aprile, il Fondo Monetario Internazionale ha affermato che, sebbene quella del 2020 si sia confermata come la contrazione più profonda, repentina e diffusa dal secondo dopoguerra, le ripercussioni avrebbero potuto essere ancora più pesanti (fino a tre volte tanto), se non fosse stato per le eccezionali misure di supporto adottate dalle autorità monetarie e governative, inclusi oltre 16 mila miliardi di dollari di interventi fiscali, che hanno anche limitato notevolmente i danni economici a medio-lungo termine. Inoltre, gli attori economici, famiglie e imprese in primis, hanno mostrato una crescente capacità di innovazione e adattamento ad un contesto di operatività anche da remoto.

Su queste basi, il PIL mondiale dovrebbe riuscire a recuperare i livelli pre-covid più rapidamente di quanto ipotizzato solo fino a qualche mese fa, nonostante un'ancora significativa incertezza legata principalmente all'evoluzione della pandemia. Le stime di crescita globale sono state riviste infatti sensibilmente al rialzo, rispettivamente al 6% nel 2021 (il massimo da oltre 40 anni) e al 4,4% nel 2022, soprattutto grazie al miglioramento delle previsioni per le economie avanzate, Stati Uniti in particolare.

DISPARITÀ TRA AREE E SETTORI ANCORA ELEVATA, MA IN GRADUALE ATTENUAZIONE

Le divergenze geografiche e settoriali dovrebbero rimanere significative, iniziando però a riassorbirsi gradualmente a partire dal secondo trimestre, grazie all'avanzamento delle campagne vaccinali e al conseguente allentamento delle restrizioni in tutto il mondo. L'economia USA, con una crescita stimata al 6,4% quest'anno, dovrebbe riguadagnare per prima il trend di crescita pre-pandemia, continuando, insieme alla Cina, a fare da traino per l'intera economia globale. Tuttavia, il boom statunitense avrà effetti positivi a cascata anche sul resto del mondo, specie sui principali partner commerciali, inclusa l'Europa. Dal punto di vista settoriale, un fortissimo impulso dovrebbe giungere dalla riattivazione della domanda in tutti gli ambiti, ma specialmente nelle categorie di servizi più colpite dalle misure di distanziamento sociale, dopo oltre di un anno di repressione forzata e considerata l'enorme mole di risparmio accumulata dalle famiglie negli ultimi mesi. Complice l'avvio della stagione estiva, anche la mobilità internazionale dovrebbe recuperare parzialmente, sebbene le diverse velocità di vaccinazione tra aree geografiche potrebbero ritardare il ritorno completo alla normalità da questo punto di vista, penalizzando soprattutto le economie più esposte al turismo, specie tra quelle emergenti.

Stime di crescita PIL reale (%)	2020	2021	
		Aprile '21	Revisione % da Gennaio '21
Economia Globale	-3,3	6,0	0,5%
Economia Avanzate	-4,7	5,1	0,8%
USA	-3,5	6,4	1,3%
Eurozona	-6,6	4,4	0,2%
Italia	-8,9	4,2	1,2%
Spagna	-11	6,4	0,5%
UK	-9,9	5,3	0,8%
Giappone	-4,8	3,3	0,2%
Economie Emergenti	-2,2	6,7	0,4%
Cina	2,3	8,4	0,3%

Fonte: FMI World Economic Outlook, Aprile 2021

POLITICHE MONETARIE ANCORA ACCOMODANTI TENGONO SOTTO CONTROLLO I RENDIMENTI

Parallelamente al rimbalzo della crescita, nel prossimo periodo è atteso anche un significativo aumento delle pressioni inflazionistiche, per via del confronto con i bassi prezzi del 2020, dei rialzi delle materie prime e del fatto che - almeno in un primo momento - in alcuni settori l'offerta farà probabilmente faticare a tenere il passo con la domanda. Questo fenomeno dovrebbe tuttavia risultare transitorio, come hanno chiaramente e ripetutamente puntualizzato sia la Fed che la BCE nell'ultimo periodo, confermando approcci accomodanti ancora per diverso tempo.

In questo scenario, i rendimenti governativi dei principali Paesi avanzati potrebbero mantenere una traiettoria tendenzialmente al rialzo, ma limitata nella sua intensità e rapidità dalla volontà espressa da parte delle Banche Centrali di evitare indesiderati inasprimenti delle condizioni finanziarie, soprattutto per quanto concerne l'area euro.

UN CONTESTO ANCORA FAVOREVOLE PER I "RISKY ASSETS"

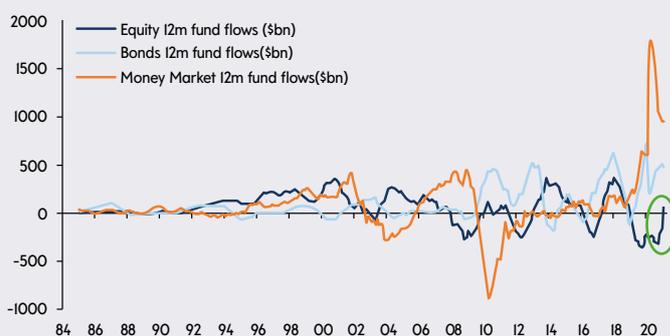
Un quadro macroeconomico in forte miglioramento, rendimenti stabili o in moderato rialzo e liquidità ancora estremamente abbondante dovrebbero continuare a favorire i c.d. "risky assets", al di là dei sempre possibili episodi di temporanea volatilità. I livelli di fiducia degli investitori sono in netto miglioramento, come testimoniato sia dai sondaggi che dai dati sui flussi di investimento, ma rimane ancora un importante gap residuo da poter potenzialmente colmare, dopo i forti deflussi dall'azionario dello scorso anno, confluiti in gran parte nell'obbligazionario e nel monetario.

Si conferma senz'altro l'idea che nel prossimo periodo il ritorno dei mercati azionari debba essere guidato non tanto dall'espansione dei multipli, come avvenuto invece lo scorso anno, complici i rendimenti in forte calo, ma soprattutto dal miglioramento dei fondamentali. Si segnalano a tal proposito le revisioni fortemente positive nell'ultimo periodo anche alle stime di crescita degli utili societari, in scia a quelle macro, in base alle quali nel primo trimestre 2021 dovrebbe essere stata registrata una ripresa del 25% circa negli USA e di oltre il 45% in Europa (a causa però di un calo maggiore in precedenza) rispetto allo stesso periodo del 2020.

Con l'effettivo manifestarsi del rimbalzo del ciclo economico, il recupero dei settori ciclici e value, pur essendosi già in parte verificato, dovrebbe avere ancora spazio per proseguire. D'altra parte, le aree di mercato più legate ai temi di crescita secolari e alle iniziative di rilancio economico dei Governi (digitale, clima, infrastrutture, sociale, ...) continuano ad apparire molto attraenti in un'ottica di investimento di medio-lungo termine.

FORTE AUMENTO FLUSSI D'INVESTIMENTO VERSO L'AZIONARIO, MA NON ANCORA SUFFICIENTE A RECUPERARE I DEFLUSSI DEL 2020

Flussi d'investimento a 12 mesi (\$ MLD)



Fonte: Bloomberg, Haver, EPFR, Datastream, Goldman Sachs Global Investment Research

OSSERVATORIO
MERCATI



**PURO E DISPOSTO
A SALIRE ALLE STELLE**

PURO E DISPOSTO A SALIRE A LE STELLE

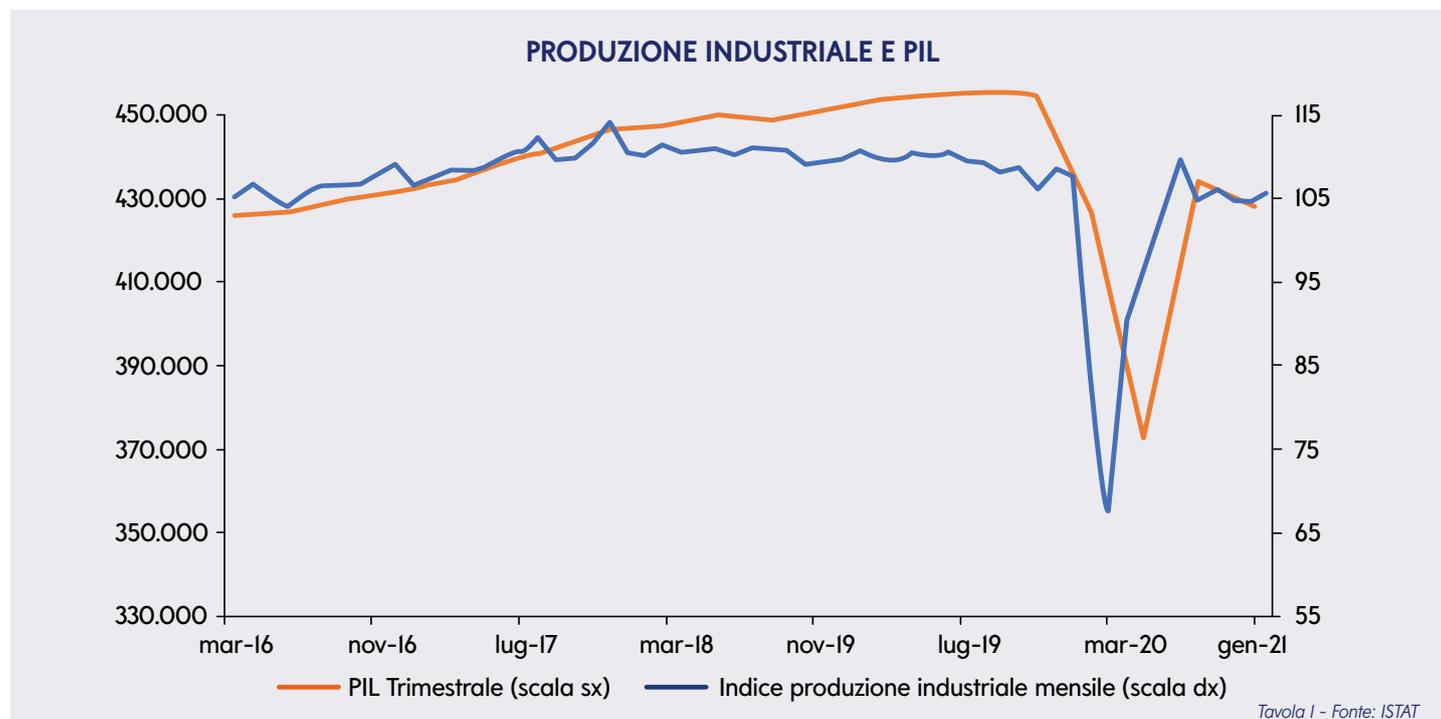
Il varco della porta dell'inferno avviene all'inizio del 2011, quando l'occhio dei mercati si sposta dai mutui subprime agli squilibri di bilancio accumulati dagli Stati per fronteggiare la crisi del 2008. Il viaggio verso l'ultimo cerchio è rapido: novembre segna il culmine dell'attacco all'euro, dello spread oltre i 550bp e dei BOT al 10%. Da lì inizia l'aspra e dolorosa risalita "a riveder le stelle", attraverso il purgatorio dell'austerità e del populismo, con un "Virgilio" d'eccezione: quel Mario Draghi che da Francoforte incanta i mercati.

Tramutato in "Beatrice" a Roma, ora tocca sempre a lui completare l'opera, portandoci in paradiso.

UN CHECK UP

Ogni lungo viaggio parte da un check up del mezzo. E la macchina Italia è meno malandata di quello che siamo abituati a sentire. Sono le "cattivissime" agenzie di rating a ricordarcelo. Lo scorso 6 novembre, per esempio, quindi già nel pieno della seconda ondata pandemica, **Moody's**, confermando il rating Baa3 con outlook stabile, scriveva che "la struttura economica dell'economia italiana rimane un

importante punto di forza, con un grande, ben diversificato e competitivo settore manifatturiero, che ha dimostrato la sua capacità di recuperare prontamente. Gli alti livelli di ricchezza delle famiglie garantiscono, nell'attuale shock, una protezione molto più forte di ogni altro Paese con lo stesso rating". (Tavole I e 2).



RICCHEZZA E BASSO LIVELLO DI INDEBITAMENTO DELLE FAMIGLIE ITALIANE (IN MILIONI DI EURO)

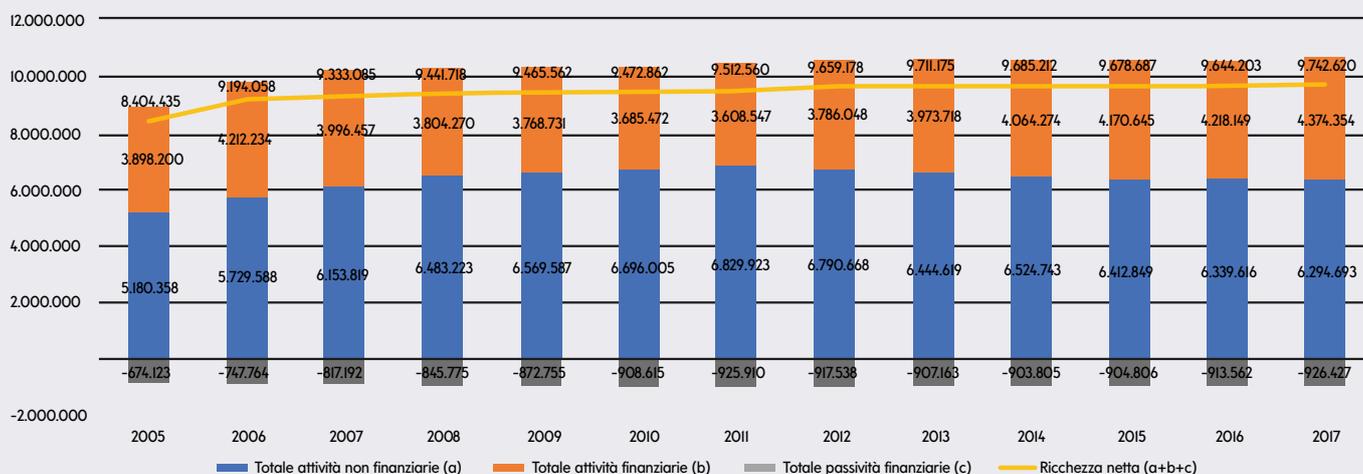


Tavola 2

Certo, c'è anche lo stock del debito pubblico, che durante la pandemia è salito considerevolmente (ma meno del previsto: la **Commissione Europea** proiettava per fine 2020 un 159.6%, invece si è fermato al 155.6%). Tuttavia, protestarne la sostenibilità utilizzando dati ed analisi del Governo sarebbe troppo facile. Meglio, allora, ricorrere ancora a Moody's: "Mentre l'Italia emergerà indubbiamente dalla pandemia con un rapporto debito/PIL materialmente più alto, le benigne condizioni di funding e l'alta sostenibilità del debito daranno respiro al Governo" (tavola 3).

RAPPORTO DEBITO/PIL E SPESA ANNUA PER INTERESSI



Tavola 3

Una situazione determinata dal basso livello dei tassi in generale (tavole 4 e 5), e dal fatto che la maggiore espansione fiscale richiesta per stabilizzare l'economia è stata interamente "coperta" dalla BCE.

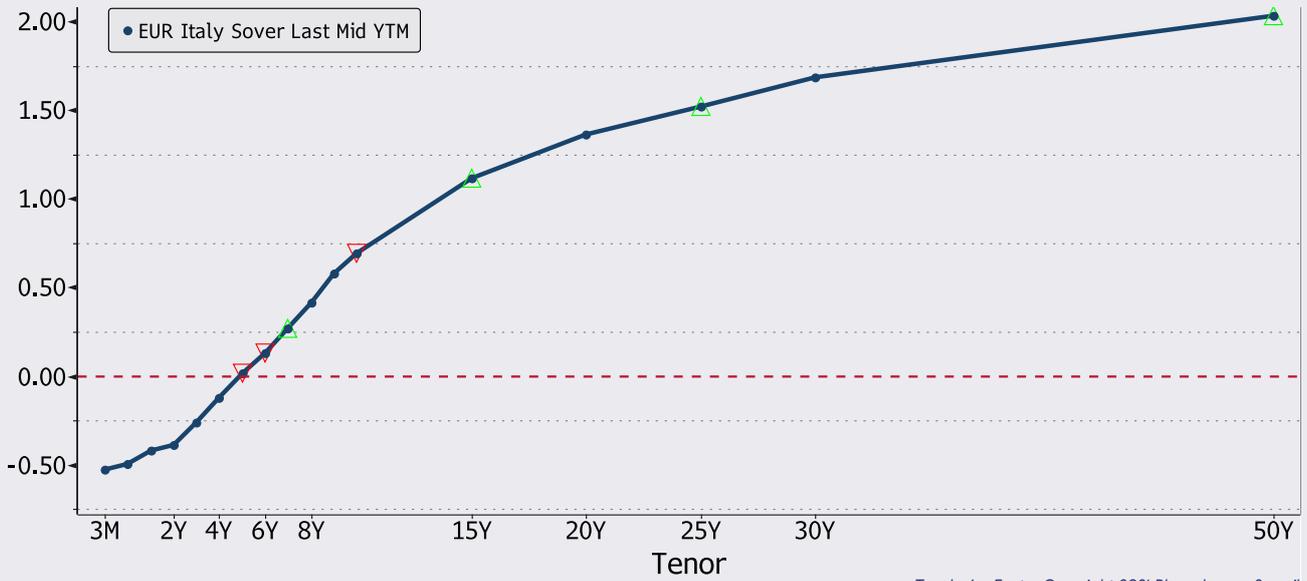


Tavola 4 - Fonte: Copyright 2021 Bloomberg - 8 aprile 2021



Tavola 5 - Costo medio all'emissione dei titoli di stato - Fonte: MEF

È improbabile che il quadro cambi radicalmente a breve, anche per le caratteristiche (70% a tasso fisso) e l'elevata vita media del debito, quasi 7 anni (tavola 6).

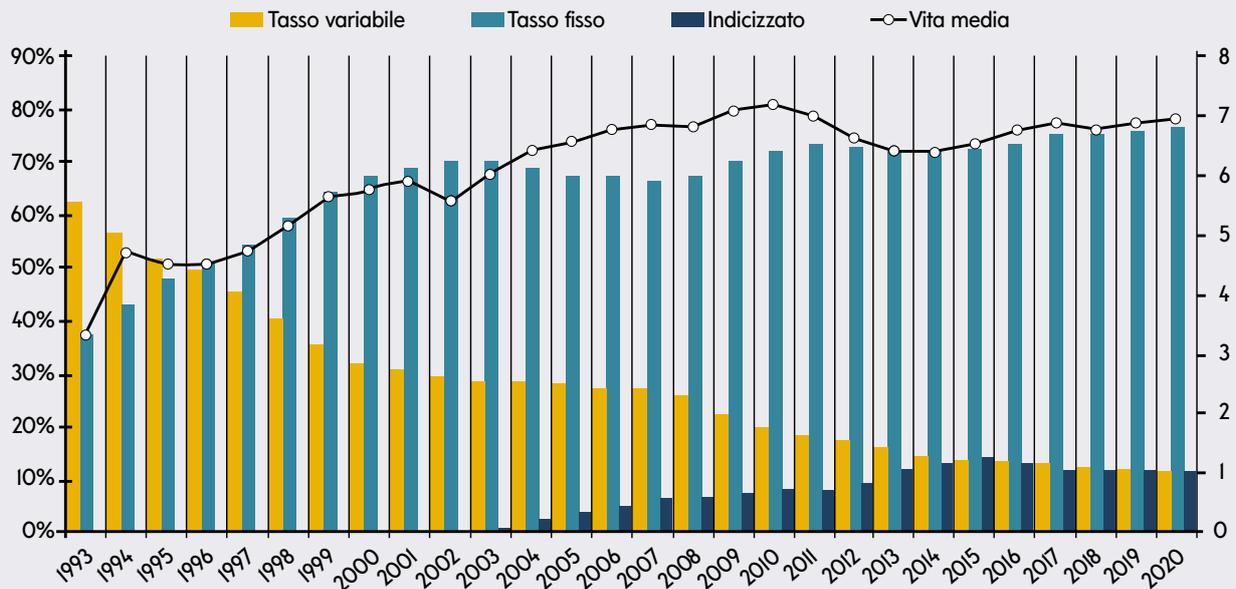


Tavola 6 - Evoluzione della struttura del debito e vita media - Fonte: MEF

Tuttavia, sarebbe poco saggio non predisporre un piano di rientro. Tutti i debiti pubblici sono saliti (tavola 7), e quindi in termini relativi può valere una sorta di "mal comune mezzo gaudio", e, inoltre, il Patto di Stabilità **è sospeso e lo resterà almeno per tutto il 2022**. Però prima o poi il problema si ripresenterà o via Bruxelles o via mercati.

Per questo il Tesoro italiano **ha già predisposto**, con l'avallo implicito della Commissione, un sentiero di rientro del debito a livelli pre pandemici in un lungo ciclo di 10 anni (tavola 8):

L'esplosione dei debiti pubblici (in % del PIL)				
	2019	2020	2021	2022
Italia	134,6	155,6	157,1	155,5
Germania	59,6	68,9	70,3	67,3
Francia	98,1	113,5	115,2	114,3
Euro Area	85,9	96,9	98,2	96,5
USA	108,2	127,1	132,8	132,1
Giappone	234,9	256,2	256,5	253,6

Tavola 7 - Fonte: FMI World Economic Outlook - aprile 2021

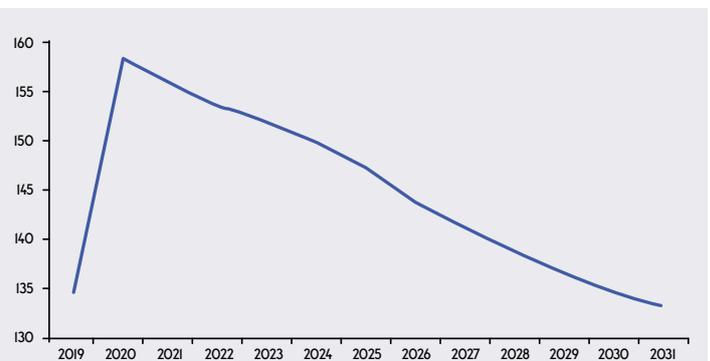


Tavola 8 - Sentiero programmatico del rapporto debito/PIL. Fonte: Documento Programmatico di Bilancio 2021. Il picco 2020 è indicato pari a 159,6%, ossia il previsionale d'autunno della Commissione Europea, ma in realtà è risultato di 4pp più basso, quindi anche il sentiero di rientro risulta più credibile o meno ripido.

CAMBIO DI ROTTA

Il che, unito al fatto che anche il 2021, dopo il 2020, sarà ancora un anno di deficit estremi pressoché ovunque (tavola 9), anticipa un punto fondamentale: le istituzioni di tutto il mondo (quelle americane ed europee soprattutto) vogliono evitare il ripetersi degli errori delle crisi precedenti, le politiche di austerità innanzitutto.

Il balzo del deficit (-)/la scomparsa dei surplus (+) Valori in % del PIL				
	2019	2020	2021	2022
Italia	-1,6	-9,5	-8,8	-5,5
Germania	1,5	-4,2	-5,5	-0,4
Francia	-3	-9,9	-7,2	-4,4
Euro Area	-0,6	-7,6	-6,7	-3,3
USA	-5,7	-15,8	-15	-6,1
Giappone	-3,1	-12,6	-9,4	-3,8

Tavola 9 - Fonte: FMI World Economic Outlook - aprile 2021

In assenza di un “freno” fiscale e monetario, 2021 e 2022 saranno senz’altro anni di crescita per tutto il mondo (tavola IO):

PROIEZIONE DI CRESCITA			
	REALIZZATA	PROIEZIONI	
PIL reale, variazione % annua	2020	2021	2022
Mondo	-3,3	6	4,4
Economie Avanzate	-4,7	5,1	3,6
USA	-3,5	6,4	3,5
Area Euro	-6,6	4,4	3,8
Germania	-4,9	3,6	3,4
Francia	-8,2	5,8	4,2
Italia	-8,9	4,2	3,6
Spagna	-11	6,4	4,7
Giappone	-4,8	3,3	2,5
Regno Unito	-9,9	5,3	5,1
Canada	-5,4	5	4,7
Altre Economie avanzate	-2,1	4,4	3,4
Paesi Emergenti	-2,2	6,7	5
Emergenti Asia	-1	8,6	6
Cina	2,3	8,4	5,6
India	-8	12,5	6,9

Tavola IO - Fonte: FMI World Economic Outlook - aprile 2021

IL VIAGGIO

L'Italia, in particolare, secondo l’FMI, promette di crescere anche più di Germania e Giappone. Vediamo perché.

1. Campagna vaccinale

Non ha ancora raggiunto un ritmo soddisfacente, tuttavia il nuovo Governo sembra aver cambiato passo: nella prima settimana di aprile si sono vaccinate in media 240.000 persone al giorno. Poche rispetto alle quasi 900.000 di picco del Regno Unito. Però, superato lo scoglio dell’approvvigionamento dei vaccini, si arriverà presto a 500.000, con l’obiettivo di immunizzare contro il covid tutti gli adulti entro la fine di settembre. In ogni caso, già ora nelle comparazioni internazionali non sfiguriamo del tutto (tavola II).

Paese	%popolazione che ha ricevuto 1 dose	%popolazione totalmente immunizzata (2 dosi)
Israele	58,5	54
Regno Unito	47,5	8,5
Cile	37,4	22,3
USA	33,1	19,2
Canada	15,5	3
Francia	15,1	5,2
Spagna	13,8	6,3
Italia	13,4	6
EU	13,1	5,4
Germania	13	5,6
Turchia	12,7	8,9
Marocco	12,4	11,3
Brasile	10,1	2,9
Messico	6,6	1
India	5,6	0,8
Russia	4,7	3,2
Indonesia	3,4	1,7

Tavola II - Fonte: Bloomberg - 8 aprile 2021

Per giugno, inoltre, il Consiglio d’Europa dovrebbe varare il passaporto vaccinale: consentirà ai cittadini di muoversi senza sottoporsi a tamponi o quarantene, e a beneficiarne in primis saranno i Paesi più turistici: Italia, Spagna e Grecia hanno la possibilità di “salvare” l’estate.

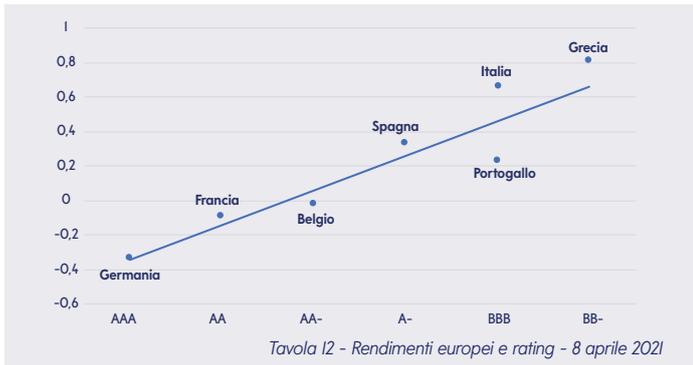
2. BCE

Sembra passato un secolo da quando Lagarde, da poco alla guida della BCE, dichiarò che la Banca Centrale **“non è qui per chiudere gli spread”**. Invece era marzo 2020, e la pandemia solo agli inizi. Un anno dopo, l’atteggiamento è diametralmente opposto: ora non è disposta a tollerare alcun **“indesiderato inasprimento delle condizioni finanziarie”**, spread esplicitamente inclusi. Fortunatamente, dagli errori si impara.

Per inciso, per il 2021 si stimano emissioni nette di titoli di Stato (esclusi i BOT) per 105bn, quando gli acquisti sull’Italia del solo PEPP dovrebbero aggirarsi sui 116bn.

3. BTP

Nonostante la BCE e i minimi storici di rendimento, i BTP restano per molti versi sottovalutati. A IOY, il nostro titolo rende solo 14bp meno dell’omologo greco. Ma l’Italia è una BBB, mentre la Grecia è una BB-: quattro gradini di rating valgono così poco? La distorsione è anche più evidente con il Portogallo: stesso rating, ma il IOY lusitano rende ben 43bp meno (tavola I2).

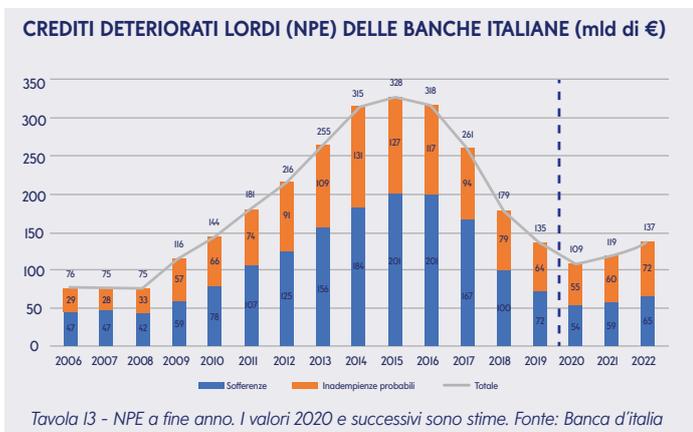


C'è ancora un buon potenziale di apprezzamento, dunque. E BTP con valori meno disallineati significa allocazione più efficiente delle risorse, a vantaggio soprattutto delle imprese private domestiche.

4. NPL

Ciò aiuterebbe anche i NPL, la cui risalita del resto è stata in gran parte evitata dalla **moratoria sui prestiti** a famiglie e imprese decretata dal Governo (che copre tutt'ora **173bn**, di cui 130 a imprese non finanziarie), la cui scadenza è già stata prorogata da marzo a giugno. Probabilmente verrà reiterata ancora, ma riducendone progressivamente la portata (per esempio escludendo gli interessi): dopo 4 anni di discesa ininterrotta (lo stock si è ridotto del 67% tra fine 2015 e fine 2020), si stima che i NPL potrebbero quindi risalire, limitatamente però a 20bn di euro all'anno nel 2021 e 2022 (che in parte saranno direttamente ceduti).

Tuttavia, le banche italiane sono entrate nell'attuale crisi in condizioni assai migliori rispetto a quelle 2008 e 2011. Intanto, perché sono molto più patrimonializzate: il CETI medio dei primi 4 istituti (Intesa, Unicredit, BPM e MPS) si attesta al 14.7% contro il 9.2% del 2010. E poi perché, dopo oltre 10 anni di sacrifici, lo stock di NPL è ai livelli pre 2009 (tavola 13).



Non ci sarà quindi alcuna improvvisa interruzione dei crediti, come purtroppo accaduto in passato.

5. Resilienza

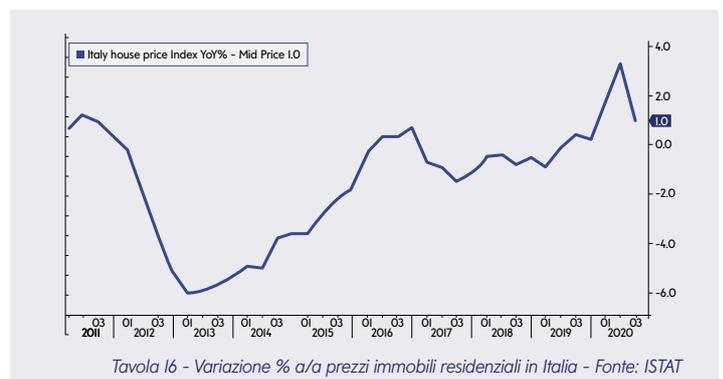
Alcuni settori, come il già citato manifatturiero, si sono dimostrati molto resilienti. Non è un caso. Da un lato hanno beneficiato dal pronto recupero del commercio internazionale, dall'altro, come le banche, sono stati ripagati da anni di sacrifici. Basti pensare che l'Italia ha fatto registrare il record storico del suo saldo attivo nel commercio con i Paesi non EU proprio nella seconda metà del 2020 (tavola 14).



Un risultato reso possibile anche dal recupero di competitività, testimoniato dal miglioramento di alcuni fattori, come il costo del lavoro (tavola 15):



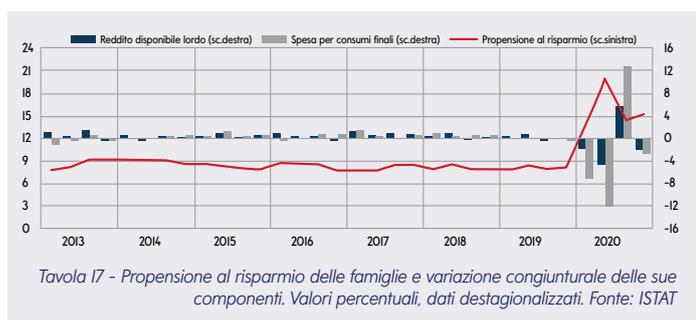
Anche il settore delle costruzioni ha brillato: il **superbonus 110%** (che probabilmente sarà prorogato al 2023) si è dimostrato assai efficace, specialmente perché trasferibile. Ciò ha trainato tutto l'immobiliare, che, al di fuori delle grandi città, languiva da anni (tavola 16).



La riprova: secondo [un'analisi CRIF](#) le domande di mutui e surroghe sono già tornate sui livelli pre covid, con un incremento dell'importo medio richiesto del 2.6% (a 136.656€ per mutuo) rispetto al primo trimestre 2020.

6. Voglia di normalità

Il 2020 ha sconvolto molte delle nostre abitudini. In particolare, ha fatto toccare picchi mai visti alla (già elevata) propensione al risparmio degli italiani, stravolgendone le spese.



Dai dati ISTAT (tavola I7) emerge però uno spunto interessante. Il picco di spesa fatto registrare nel terzo trimestre 2020 (quello dell'estate in cui la pandemia sembrava ormai superata), seguito da una nuova contrazione nel quarto (causa terza ondata), rivela un modello di comportamento molto probabilmente replicabile: significa che la voglia di consumare aumenterà di pari passo con i progressi della campagna vaccinale, fino ad esplodere alla completa rimozione dei confinamenti. Parallelamente, la propensione tornerà su livelli normali (8% del reddito vs il 20%), o forse per alcuni mesi anche molto sotto, per "recuperare" i consumi non goduti in precedenza.

7. Concordia nazionale

E chissà che tale voglia di spendere non sia favorita anche da fattori non ovi, come il raro clima di concordia che il nuovo Governo sembra aver portato nel Paese.

[Un'analisi delle interazioni social](#) tra gli utenti che seguono i leader che compongono la Maggioranza, per esempio, dimostra che si è raffreddato uno degli strumenti di creazione del consenso politico più praticati negli ultimi anni: la polemica costante dei leader come mezzo per attirare l'attenzione. Inoltre, dopo la traversata nel deserto del M5S, ci sono [segnali importanti](#) di superamento delle posizioni populiste ed euroscettiche anche da parte della Lega, che, stando ai [sondaggi](#), resta sempre il primo partito.

Naturalmente gli accenti diversi resteranno, tuttavia tale coesione agevolerà le riforme che il Governo dovrà fare per rilanciare l'economia. Qualcuno obietterà che anche il Governo Monti, nel 2011, nacque con lo stesso supporto politico e popolare, poi rapidamente evaporato dopo i primi impopolari provvedimenti. Stavolta però c'è una differenza fondamentale: Draghi non è stato chiamato per fare politiche di austerità. Anzi, avrà i soldi del NGEU da investire. Questa consapevolezza da sola accrescerà l'efficacia della spesa pubblica, perché ridurrà l'incentivo alle famiglie a risparmiare, sulla base del timore che poi dovranno pagare il conto attraverso tasse più alte (fenomeno noto come [equivalenza ricardiana](#)).

L'incisività del Governo, poi, sembra "garantita" non solo dall'altissimo profilo del Premier, ma anche dai nomi scelti per i Ministeri che più saranno coinvolti nell'agenda delle riforme: Economia, Giustizia, Innovazione tecnologica e Ambiente saranno presidiati da tecnici, il che lascia supporre che Draghi intenda amministrarli al riparo da ogni condizionamento politico.

8. Next Generation EU

Da dove cominciare? Draghi, [nel documento programmatico letto in Senato lo scorso 17 febbraio](#), ha formulato un elenco delle riforme più urgenti e spinose:

- **Giustizia civile.** Secondo uno [studio della Commissione Europea](#) del 2018, i tre gradi del processo civile in Italia richiedono mediamente 8 anni per arrivare a sentenza definitiva, contro i meno di due della media UE. Proprio Draghi, nel 2011, notava che la lentezza dei processi costava da sola all'Italia circa l'1% del PIL annuale.

- **Sistema fiscale.** Il cuneo fiscale è del 48% contro il 42% circa della media EU: frena le assunzioni e pesa soprattutto sulle famiglie a medio/basso reddito. Secondo [un'analisi del FMI](#), una riforma a gettito neutro per lo Stato (che per esempio sposti il carico fiscale dal lavoro delle persone fisiche ad altre attività) potrebbe spingere il PIL a lungo termine tra lo 0.2 e lo 0.7%. Inoltre, aiuterebbe a contenere l'evasione.

- **Pubblica Amministrazione.** Secondo uno [studio Ambrosetti](#), l'inefficienza della PA italiana costa 57bn annui alle imprese. Se si allineasse agli standard dei partner europei, si genererebbero 146bn di PIL aggiuntivo. Un capitolo della riforma dovrebbe riguardare il codice degli appalti.

- **Partecipazione femminile al lavoro.** Nel 2019 [solo il 50.1%](#) delle donne italiane lavorava, contro un obiettivo, stabilito a livello EU, del 75%. [L'eliminazione della disparità di genere stimola la crescita e aumenta il PIL potenziale.](#)

Il NGEU, come visto nello Speciale di novembre 2020, potrebbe mobilitare per l'Italia circa 200bn di euro (80 a fondo perduto), spalmati fino al 2026. Una ventina già quest'anno (con un contributo al PIL dello 0.4%), e altri 32 il prossimo (+0.7%). In tutto, il programma dovrebbe spingere la crescita del 2.3%/2.5%. Ma focalizzarsi solo su queste cifre sarebbe miope: questo è solo l'impatto diretto della realizzazione dei progetti, quindi per definizione non permanente.

In realtà il vero valore del NGEU è innanzitutto nella bontà dei progetti in sé (tra le altre cose, avvieranno la transizione verde e digitale), ma anche nel fatto che esso sarà un formidabile grimaldello per realizzare le riforme "epocali" di cui sopra: i fondi, soprattutto quelli a fondo perduto, sono infatti ad esse condizionati. Solo così si potrà aumentare in via strutturale la crescita potenziale.

Inoltre, il NGEU potenzialmente renderà più profonda l'integrazione EU. Esso infatti rompe finalmente il circolo vizioso creatosi negli ultimi anni in cui i Paesi "frugali" chiedevano ai Paesi mediterranei, per completare il progetto europeo, riforme che questi ultimi, per mancanza di consenso politico e impatti economici di breve magari negativi, avevano difficoltà a realizzare. Ora la svolta: soldi in cambio di riforme. Se lo schema funzionerà, il NGEU (ovviamente rifinanziato), non solo diventerà uno strumento permanente di sviluppo e risoluzione delle crisi, ma sbloccherà dossier che, per diffidenze reciproche, attendono da anni (come il completamento dell'unione bancaria), fino a costituire il prodromo di una politica fiscale comune.

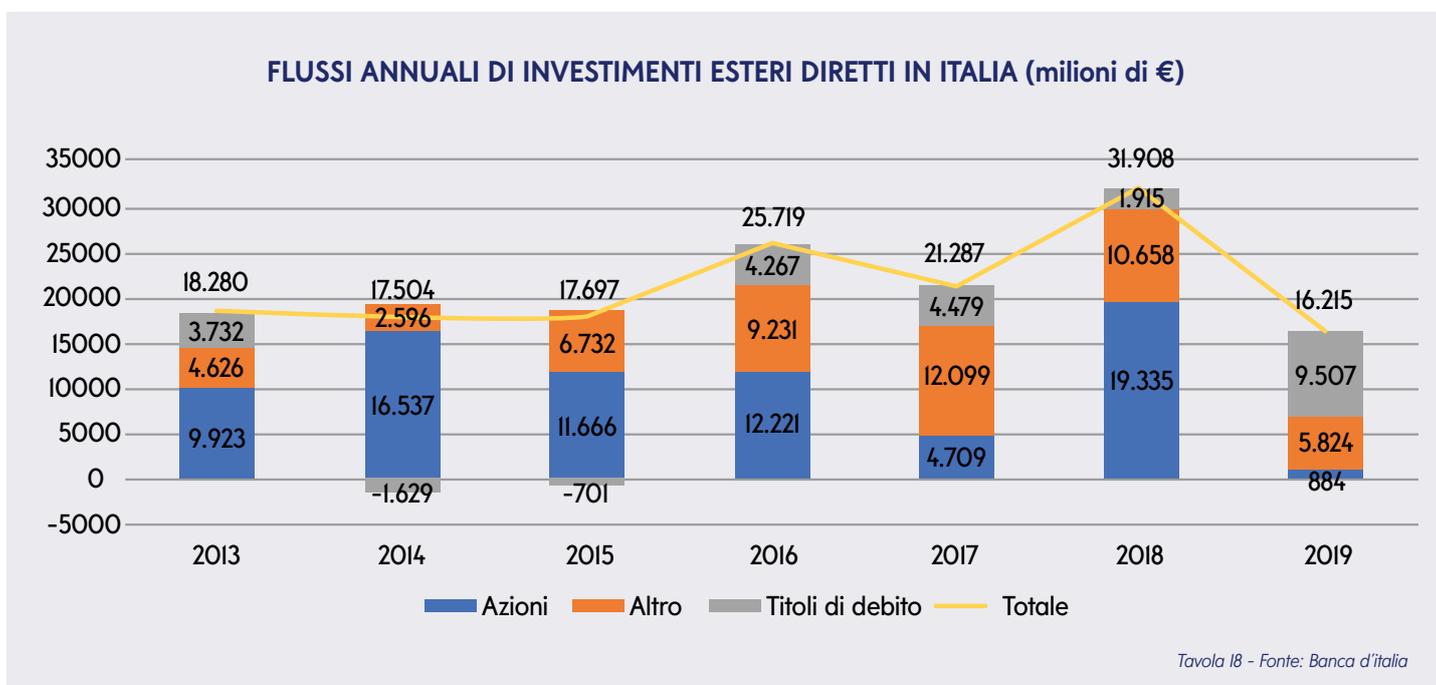
LA META

Ovviamente l'Italia qui ha molti interessi in gioco, e con Draghi potrebbe davvero recitare un ruolo da protagonista, complice anche il fatto che a settembre Merkel non sarà più cancelliera, e per ora si fatica ad intravederne un successore di pari standing.

Certo, c'è il rischio che il Premier non riesca a concludere il suo mandato, perché qualcuno vorrebbe che subentrasse a Mattarella, quando ne scadrà il mandato (febbraio 2022). Tuttavia, ci pare improbabile che Draghi abbia accettato l'incarico di Presidente del Consiglio senza ricevere adeguate garanzie di poter concludere la legislatura, nel 2023. O, se anche fosse davvero lui a salire al Quirinale, è lecito attendersi che, con la sua capacità e personalità, saprebbe

imporre un "Governo del Presidente" con un Primo Ministro di sua fiducia che completi il lavoro interrotto.

Insomma: il contesto per colmare finalmente la distanza che in molti ambiti ci separa dai partner europei non è mai stato più favorevole. Sta ora agli investitori italiani tranne vantaggio prima che se ne accorgano quelli esteri, che per ora paiono alla finestra (tavola 18). Molti di loro, probabilmente, stanno aspettando che a loro volta se ne accorgano le agenzie di rating, che verso fine anno potrebbero perfino rivedere l'outlook al rialzo.



Basta un ultimo sforzo perché anni di sacrifici e di aggiustamenti strutturali vengano adesso consolidati. Finalmente, il nostro Paese è **"puro e disposto a salire a le stelle"**.