



SANFELICE 1893 MERCATI

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

APRILE 2019

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

L'ANNUNCIATO RALLENTAMENTO È EVIDENTE, MA SOLO IN ALCUNI SETTORI. LA RECESSIONE NON È NEGLI ATTUALI NUMERI.

Secondo l'Economist (TABELLA 1, nella quale i paesi sono ordinati per variazione del GDP 2020 e TABELLA 2), la crescita 2019 dell'area EURO si attesterà al +1,3% (era +1,7% il trimestre precedente). Il dato per il 2020 è previsto in leggera crescita al +1,4%. In USA il 2019 dovrebbe registrare una crescita del +2,3% (stabile rispetto al trimestre precedente). Nel 2020 la crescita ha una diminuzione significativa, portandosi al +1,5%. Area EURO e soprattutto USA nel 2020 crescono poco, secondo le previsioni. L'economia USA risente di una politica monetaria in normalizzazione, in (troppo) avanzata fase di rialzo dei tassi, considerando i segnali macroeconomici. Il QE area EURO è finito, anche se i tassi rimangono ampiamente e stabilmente negativi. E gli strumenti per nuovi stimoli non mancano, secondo Draghi. L'Italia ha subito drastiche revisioni al ribasso: il 2019 è ora previsto in crescita di un modesto +0,1% (era +0,4%); il 2020 si colloca più in alto a +0,4% (ultimo posto nel G20 sia nel 2019 che nel 2020). Dei 58 Paesi censiti dall'Economist, il nostro Paese, secondo le previsioni, è terzultimo nel 2019 (dopo di noi Argentina e Venezuela; ci precedono Germania, Gran Bretagna e Giappone con +1,0%). Nel 2020 siamo penultimi a parimerito col Giappone. Il nostro bellissimo Paese, la cui crescita è dovuta alle esportazioni, "soffre" più degli altri quando il commercio mondiale rallenta. La brillante Spagna con un 2019 a +2,1% (da +2,3%) deve accettare una previsione di rallentamento nel 2020 a +1,9%. Per la Francia si prevede un dato 2019 pari a +1,2% (da +1,5%), ma un leggero incremento a +1,5% nel 2020. La Germania rallenta sempre più vistosamente: il 2019 si porta a +1,0% da +1,2% (del trimestre precedente) ma il 2020 torna a +1,6%. La Cina, secondo le previsioni, registrerebbe un 2019 di crescita robusta al +6,3% (stabile rispetto alle previsioni del trimestre precedente); nel 2020 rallenta appena verso il +6,1%, rimanendo sopra la "soglia psicologica" del 6%. L'India (il paese a più alta variazione del PIL) nel 2019 dovrebbe crescere di un vigoroso +7,2% (ma era 7,4%); un dato uguale a quello previsto per il 2020. Sono in leggero peggioramento i dati per la Russia 2019: +1,5% (era +1,6%), ma è previsto un 2020 a +1,6%. Il Brasile registra un +1,8% (era +2,5%) nel 2019 e un +2,5% nel 2020. Come si vede dalle previsioni in TABELLA 1, la dodicesima dopo la Brexit e la quarta dopo l'annuncio della guerra dei dazi, nessun Paese ha segno negativo nel biennio 2019-2020. Il Regno Unito (+1,0% da +1,4% nel 2019 e +1,5% nel 2020) mantiene una crescita accettabile, senza brillare. Secondo le previsioni della Economist Intelligence Unit (TABELLA 2), il 2016 si conferma un punto di minimo per l'economia mondiale (+2,4% di crescita del PIL reale). Dal 2017 (+3,1%) al 2020 dovremmo vedere un rallentamento fino a +2,6% per poi ritornare verso l'alto. Il FMI ha aggiornato le previsioni (aprile 2019). Utilizzando la PPP (quindi non i tassi di cambio di mercato), la crescita mondiale 2018 si attesta al +3,6%, per rallentare nel 2019 a +3,3% e ritornare a +3,6% nel 2020. Per le economie avanzate i dati sono meno brillanti, ovviamente: 2019 a +1,8%; 2020 a +1,7%; e poi +1,6% fino al 2024. Le economie emergenti raggiungono il minimo nel 2019 a +4,4%, ma poi

G20	Gross domestic product, % change on a year ago				Industrial production, % change on a year ago				Consumer prices % change on a year ago				Unemployment rate, %	
Country	latest	quarter	2019*	2020**	latest	quarter	2019*	2020**	latest	quarter	2019*	2020**	latest	2019*
India	+6.6Q	+5.1	+7.2	+7.2	+6.1Q	+2.9Q	+4.3	+3.3	+6.7Q				6.7Q	
China	+6.4Q	+6.1	+6.3	+6.1	+5.3Q	+2.3Q	+2.1	+2.5	+3.8Q				3.8Q	
Indonesia	+5.2Q	na	+5.2	+5.0	+4.0Q	+2.5Q	+3.4	+3.1	+5.3Q				5.3Q	
Turkey	+3.0Q	na	+1.1	+5.0	+5.1Q	+19.7Q	+10.2	+15.5	+14.7Q				14.7Q	
Argentina	+6.2Q	+4.7	+0.9	+3.0	+7.3Q	+50.7	na	+46.1	9.1Q				9.1Q	
South Africa	+1.1Q	+1.4	+2.2	+2.5	+6.8Q	+6.1Q	+2.8	+5.0	27.1Q				27.1Q	
Brazil	+1.1Q	+0.5	+1.8	+2.5	+1.9Q	+4.6Q	+2.7	+3.7	12.4Q				12.4Q	
Australia	+2.3Q	+0.7	+2.6	+2.3	+2.8Q	+1.8Q	+1.9	+2.0	4.9Q				4.9Q	
South Korea	+3.2Q	+3.9	+2.4	+2.2	+2.7Q	+0.4Q	+1.2	+1.6	4.3Q				4.3Q	
Saudi Arabia	+2.2Q	na	+1.8	+1.9	na	+2.2Q	+3.0	+1.1	6.0Q				6.0Q	
Russia	+2.7Q	na	+1.5	+1.6	+1.2Q	+5.3Q	+2.4	+4.9	4.9Q				4.9Q	
Germany	+0.6Q	+0.1	+1.0	+1.6	+0.5Q	+1.3Q	+1.5	+1.4	3.1Q				3.1Q	
Europe	+1.7Q	+1.0	+1.6	+1.5	+0.8Q	+4.0Q	+5.0	+4.1	3.4Q				3.4Q	
France	+1.0Q	+1.3	+1.3	+1.5	+0.6Q	+1.1Q	+1.6	+1.3	8.8Q				8.8Q	
Canada	+1.6Q	+0.4	+1.6	+1.5	+1.1Q	+1.5Q	+2.2	+1.7	5.8Q				5.8Q	
Britain	+1.4Q	+0.9	+1.0	+1.5	+0.2Q	+1.9Q	+2.7	+2.0	3.9Q				3.9Q	
United States	+3.0Q	+2.2	+2.3	+1.5	+3.6Q	+1.9Q	+2.4	+2.2	3.8Q				3.8Q	
Italy	0.0Q	0.4	+0.1	+0.4	+0.9Q	+1.0Q	+0.8	+0.9	10.7Q				10.7Q	
Japan	+0.3Q	+1.9	+1.0	+0.4	+1.0Q	+0.2Q	+1.5	+1.4	2.3Q				2.3Q	

Source: Haver Analytics

NOTE: Haver over entries marked ** to reveal supplemental information

TABELLA 1

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Real GDP growth (PPP exchange rates)										
World	3.5	3.4	3.2	3.7	3.6	3.4	3.4	3.6	3.6	3.5
OECD	2.2	2.5	1.8	2.6	2.3	1.8	1.8	1.9	2.0	2.0
Non-OECD	4.7	4.1	4.4	4.6	4.6	4.7	4.7	4.9	4.8	4.7
Real GDP growth (market exchange rates)										
World	2.8	2.8	2.4	3.1	2.9	2.7	2.6	2.8	2.9	2.8
OECD	2.1	2.4	1.7	2.4	2.2	1.7	1.6	1.8	2.0	1.9
Non-OECD	4.3	3.5	3.8	4.3	4.3	4.3	4.3	4.6	4.5	4.4
North America	2.5	2.7	1.5	2.3	2.8	2.1	1.7	1.7	2.0	1.8
Europe	1.9	1.9	1.9	2.7	2.1	1.5	1.8	1.9	2.0	1.9
Euro area	1.4	2.0	1.9	2.5	1.8	1.3	1.4	1.7	1.7	1.7
Asia & Australasia	4.4	4.6	4.4	4.8	4.5	4.4	4.2	4.3	4.3	4.1
Latin America	1.0	-0.3	-1.2	0.9	0.7	1.5	1.7	2.7	2.7	2.8
Middle East & North Africa	2.9	2.3	4.7	1.5	1.3	1.9	2.5	3.0	3.2	3.2
Sub-Saharan Africa	4.6	2.7	0.7	2.3	3.0	3.2	2.0	3.8	4.1	4.4
Inflation (av)										
World*	3.4	3.1	3.1	3.2	3.5	3.7	3.1	3.2	3.2	3.0

TABELLA 2

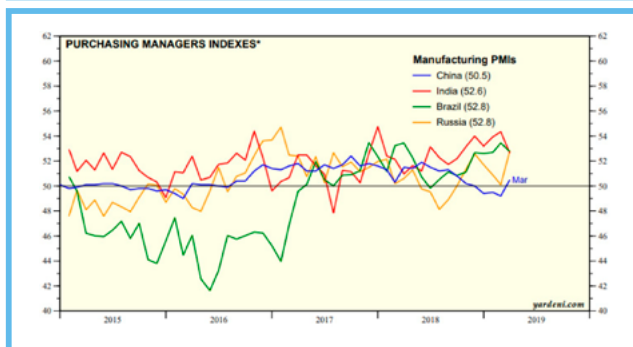


FIGURA 1

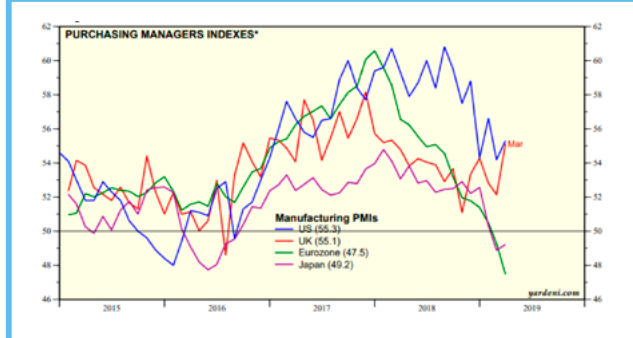


FIGURA 2

si portano progressivamente al +4,9%. I PMI (Manufacturing Purchasing Managers Index) sono aggiornati a marzo (FIGURE 1 e 2). Ancora forte il dato USA (che arriva a 55,3 da 54,1 del precedente trimestre) e quello UK a 55,1. Quello di Eurozona scende sotto 50 (a 47,5 da 51,4 del trimestre precedente), confermando il quinto calo consecutivo. Migliore il dato per i paesi emergenti: India (52,6 da 53,2), Brasile (52,8 da 52,6) e Russia (52,8 da 51,7). La Cina torna sopra 50 (50,5 da 49,4). È interessante notare che il rallentamento dei PMI in area Euro riguarda solo il dato manufacturing. Quello non-manufacturing è in deciso miglioramento. I Leading Indicator dell'OCSE (8 aprile 2019) segnalano ancora un rallentamento economico in tutta l'area. Le uniche eccezioni sono rappresentate dalla Cina e dall'India (stabili, insieme alla Francia); e dal Brasile, unico paese in miglioramento. Gli USA rallentano. Il nono rialzo dei tassi della FED (20/12/2018) si conferma l'ultimo per qualche tempo. I tassi di mercato sono anzi orientati verso un'azione di riduzione dei tassi ufficiali. La FED continua a ridurre il proprio attivo, secondo un piano preciso, che riporterà nel 2024 il suo bilancio ai livelli ante crisi 2008. Dopo la fase di "recovery", l'economia americana continua a trovarsi in una fase di "expansion" di lungo periodo (FIGURA 3) che non sembra mostrare segnali di inversione e che non deve essere interrotta per colpa della politica monetaria. La FED si è costruita in tempo i margini per intervenire. E lo farà in caso di necessità. Il QE europeo è terminato (come precisamente annunciato). Rimangono tassi ampiamente negativi sui saldi bancari. I tassi non verranno toccati, visto il rallentamento. Non si possono escludere nuovi interventi "non convenzionali" di creazione di liquidità. Il bilancio della BCE aveva raggiunto i 3 trilioni di euro a fine 2012 (crisi dell'Euro); a fine 2015 era a 2,8 trilioni; l'ultimo dato (quattordicesima settimana del 2019) è pari a 4,699 trilioni di euro (da 4,70 del trimestre precedente). Le previsioni di crescita FMI, i nuovi dati OCSE e le previsioni Economist mostrano un mondo in rallentamento congiunto, apparentemente senza drammi. Forse le recessioni "tecniche", ossia due trimestri con crescita negativa per effetto della frenata, sono già alle spalle. Al momento nessuno prevede un anno su anno negativo. Le Banche Centrali sono attendiste, ma hanno fatto capire la loro disponibilità ad intervenire in caso di bisogno. E i mercati scontano che non mancheranno gli interventi monetari di supporto. Anche gli elementi di protezionismo potrebbero arrendersi al nuovo scenario, chiudendo la fase di negoziazione con onorevoli compromessi. Il petrolio, dopo i forti ribassi, è tornato a salire. Il WTI si trova in area a 64 dollari (erano 52 dollari il trimestre precedente). Nell'ultimo anno è ora in calo del -4,7% (era a -18,2% nel trimestre precedente). Nell'ultimo mese è cresciuto del +7,4% (fonte Economist al 16 aprile 2019).

INFLAZIONE: ASSENTE.

Nell'area dell'Euro l'inflazione totale è ancora in diminuzione: da +1,6% del trimestre precedente a +1,4% (FIGURA 5). L'inflazione core scende all'1% dall'1,1%. I dati sono riferiti a marzo. Il rallentamento economico dovrebbe esaurire i suoi effetti, la politica monetaria ha comunque ampi spazi per muoversi. Il presidente Draghi, puntuale nella politica di riduzione del QE, fino al termine previsto, non ha mai lasciato dubbi sul fatto che, in caso di bisogno, gli strumenti della BCE non si sono esauriti. In FIGURA 4 è riportata l'inflazione USA core (dati di marzo, +2,0% da +2,2%) e l'inflazione totale (+1,9% stabile). La FED ha tutti gli spazi per reagire ad eventuali rallentamenti "eccessivi" dell'economia. I nove rialzi hanno creato i margini necessari, nell'ambito dell'ampio mandato che caratterizza la banca centrale americana. La situazione è però diversa tra USA ed EURO. Mentre la banca centrale americana potrà agire nell'ambito di strumenti convenzionali (tassi

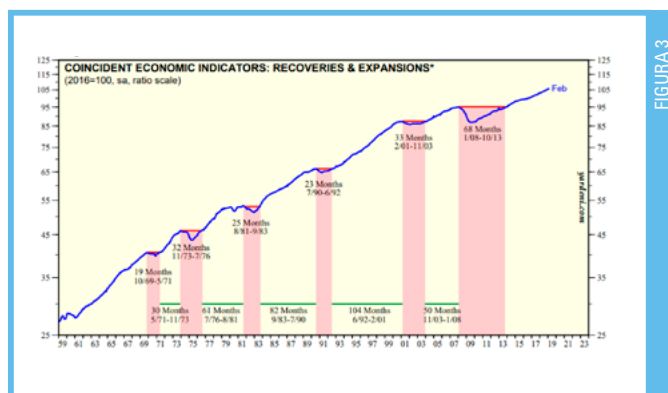


FIGURA 3

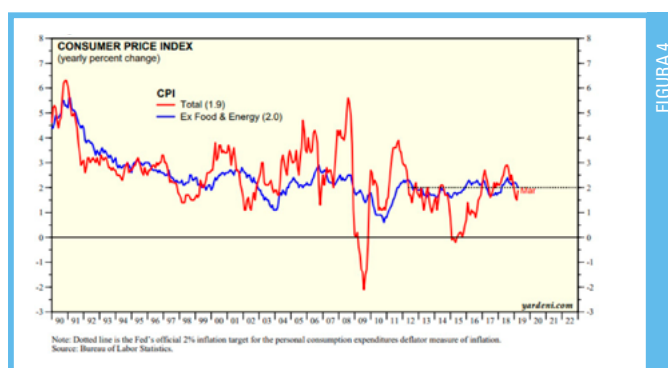


FIGURA 4

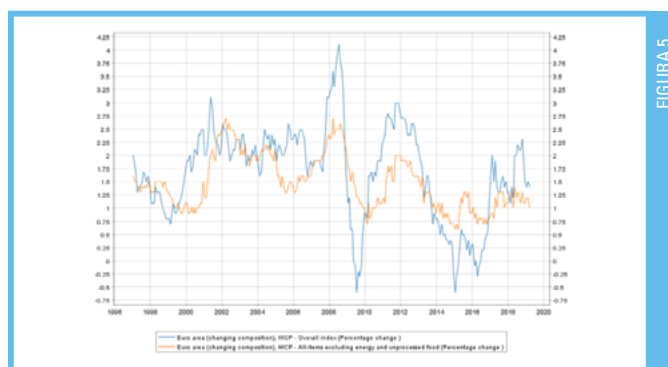


FIGURA 5

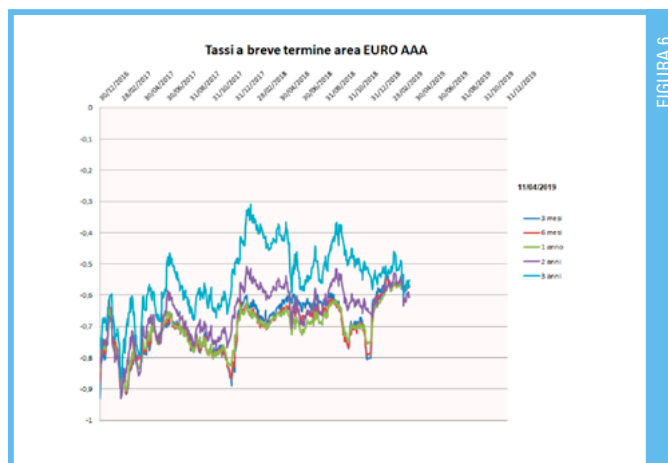


FIGURA 6

di interesse), la BCE sarà eventualmente costretta ad usare espansione monetaria non convenzionale. Un "normale" intervento quello della FED; un intervento di emergenza quello della BCE. L'economia americana può trarne un vantaggio maggiore. In linea teorica, considerando un tasso reale del 2%, i tassi di interesse privi di rischio europei a lungo termine dovrebbero attestarsi, in equilibrio, intorno al 3% (ultimo dato disponibile 0,127%, era 0,267% il trimestre precedente, per durata 10 anni, fonte BCE, 17/04/2019).

TASSI DI INTERESSE EURO A BREVE TERMINE. SEMPRE PIÙ IN BASSO. MA NON AVEVAMO RAGGIUNTO I MINIMI?

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 8 anni e 6 mesi (erano negativi fino 7 anni e 4 mesi, lo scorso trimestre) (FIGURA 6 e TABELLA 3). Secondo le elaborazioni BCE, i tassi a breve rimarranno negativi per altri 4 anni e 4 mesi (erano 3 anni e 9 mesi lo scorso trimestre; BCE instantaneous forward 17/04/2019). Il rallentamento economico dell'area colpisce le economie più deboli e quelle più indebitate. Più negativi i tassi AAA e più alti quelli di paesi periferici. È l'effetto di un mercato dei capitali europeo che continua a non funzionare. Il mercato unico bancario (ancora incompleto) non riesce a dispiegare gli effetti sperati. Si toglie liquidità alla periferia e si consegna liquidità ai Paesi AAA. Quindi i tassi AAA misurano la preferenza per un marco "sintetico" e la sfiducia per le altre valute sintetiche. Si tratta di un'anomalia evidente: i tassi dovranno tornare positivi. Il prima possibile. Ma non esistono meccanismi automatici di riequilibrio (come esistevano per i cambi). Continua oggettivamente a mancare la fiducia. E quando potrebbe riapparire, subito cala il buio. Oggi è anche di natura macroeconomica. Il mercato non mostra più cenni di movimento al rialzo; si comporta come se i futuri tassi a tre mesi nei prossimi 12 mesi dovessero scendere ancora. I rendimenti a tre mesi impliciti (forward rate) sono riassunti in FIGURA 7. In questo contesto, i tassi EURIBOR hanno mostrato qualche segnale di rialzo, pur rimanendo, ovviamente, negativi. L'unione bancaria europea (vigilanza unica e il meccanismo unico di risoluzione delle crisi bancarie) dovrebbe tendere a rendere 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. Ma se gli euro depositati nelle banche "non sono tutti uguali", l'unione bancaria non esiste. L'evoluzione dell'EURIBOR negli ultimi 12 mesi è riassunta nella TABELLA 4.

TASSI EURO A LUNGO TERMINE: NON C'È NIENTE DA FARE, SI RIPRENDE A SCENDERE.

In questo trimestre la curva dei tassi EURO (governativi AAA) ha registrato rispetto al trimestre precedente un movimento al ribasso riducendo l'inclinazione (FIGURA 9): i tassi a breve sono sostanzialmente fermi, le tensioni sugli spread dei governativi spostano liquidità verso i Paesi AAA e il rallentamento economico è in atto. Anche i tassi USA mostrano segni di riduzione ed appiattimento, la curva è piatta e preannuncia ribassi nei tassi a breve. È chiaro che il mercato sta ponendosi domande sulla fine del QE e su nuovi (innovativi?) potenziali interventi BCE. La pendenza della curva si

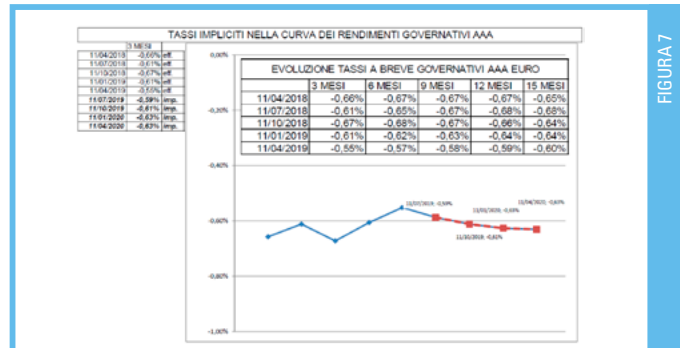


FIGURA 7

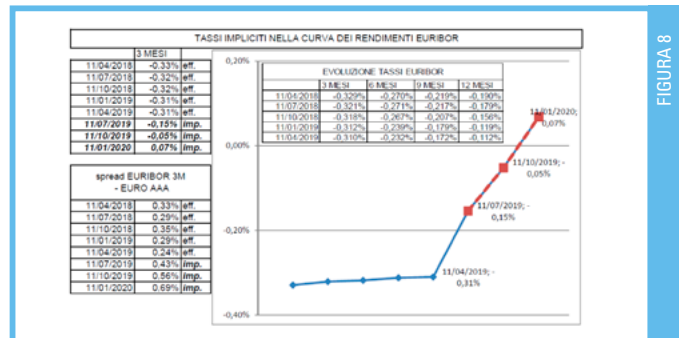


FIGURA 8

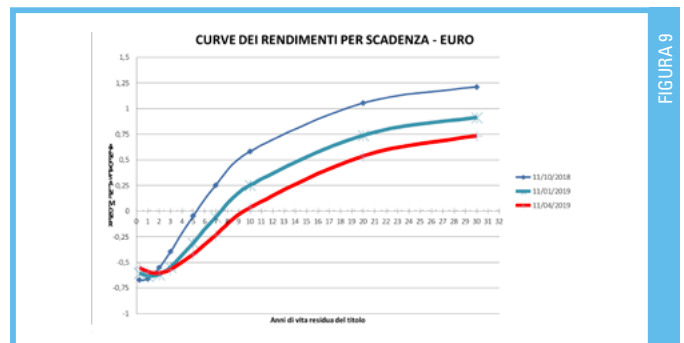


FIGURA 9

TABELLA 3

EVOLUZIONE TASSI A BREVE GOVERNATIVI AAA EURO

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI	15 MESI
11/04/2018	-0,66%	-0,67%	-0,67%	-0,67%	-0,65%
11/07/2018	-0,61%	-0,65%	-0,67%	-0,68%	-0,68%
11/10/2018	-0,67%	-0,68%	-0,67%	-0,66%	-0,64%
11/01/2019	-0,61%	-0,62%	-0,63%	-0,64%	-0,64%
11/04/2019	-0,55%	-0,57%	-0,58%	-0,59%	-0,60%

TABELLA 4

EVOLUZIONE TASSI EURIBOR

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI
11/04/2018	-0,329%	-0,270%	-0,219%	-0,190%
11/07/2018	-0,321%	-0,271%	-0,217%	-0,179%
11/10/2018	-0,318%	-0,267%	-0,207%	-0,156%
11/01/2019	-0,312%	-0,239%	-0,179%	-0,119%
11/04/2019	-0,310%	-0,232%	-0,172%	-0,112%

è visibilmente ridotta, allontanando il momento di un ritorno dell'inflazione e di una convincente crescita. Nessun segnale espansivo "coordinato e condiviso" arriva dalle politiche fiscali in area EURO. Questo trimestre lo scenario "giapponese" si è quindi ulteriormente avvicinato (FIGURA 10). La fiducia sulla crescita si è fortemente indebolita. Draghi è ormai arrivato in fondo al percorso, senza essere riuscito a mettere all'angolo la politica fiscale, che doveva diventare espansiva. Lo «spettro» dei rendimenti (dal 3 mesi al 30 anni, FIGURA 10) segnala una curva che, pur rimanendo "aperta", in attesa di una crescita dei tassi, si è di nuovo orientata verso il basso. L'effetto sulle aspettative di inflazione e crescita del QE era stato in fin dei conti buono, ma è debole di fronte al rallentamento globale. La paura di un'area EURO incapace di reagire adeguatamente sul fronte macroeconomico è di nuovo presente. Brexit sembrava aver aiutato a prendere consapevolezza, ma il livello di incertezza su questo punto è aumentato. In Italia, le continue contraddizioni della "manovra del compromesso" non aiutano a ridurre l'incertezza. Le elezioni europee sono ormai vicine. Il rinvio ad ottobre della Brexit apre nuovi scenari che potrebbero essere sorprendenti. Ancora una volta il rialzo dei tassi AAA area euro si allontana. Solo una politica fiscale espansiva "coordinata e condivisa" ed una politica monetaria coraggiosissima potrebbero rialzare la pendenza della curva. Dopo le elezioni.

I TASSI DI INTERESSE NEI DIVERSI PAESI DELL'AREA EURO. MANCATA CRESCITA E ALTO DEBITO RENDONO CREDIBILE UN LIVELLO DI SPREAD TROPPO ALTO PER L'ITALIA.

La tabella «condizioni di solvibilità» (TABELLA 4) 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. Le previsioni di crescita economica ci condannano all'ultimo posto (il +0,1% del 2019 è proprio un brutto dato) e il debito

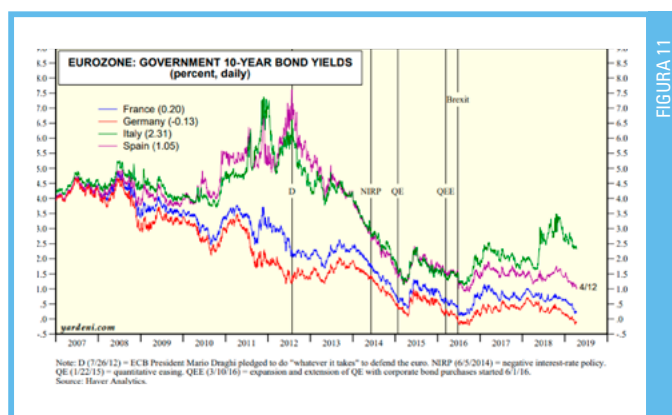
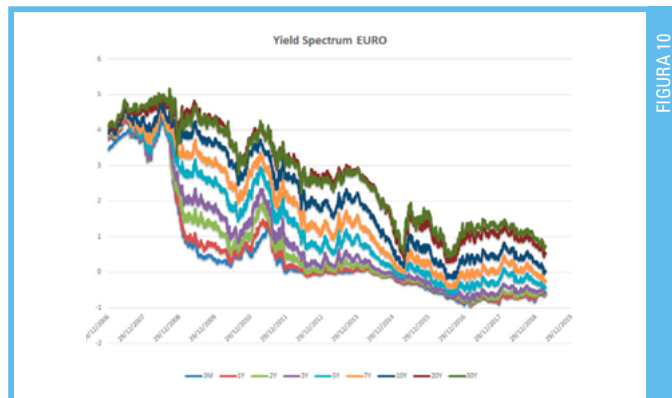


FIGURA 10

FIGURA 11

	Debito PIL 2019	Debito PIL 2024	Crescita PIL 2019	Crescita PIL 2020	Deficit PIL 2019	Tassi a 10 anni 13/04/2019	SPREAD 13/04/2019	SPREAD 15/01/19	Variazione SPREAD
Germania	56,90	43,70	1,0	1,6	0,8	0,00	0,00	0,00	
Olanda	52,00	39,80	1,5	1,5	0,8	0,17	0,17	0,10	0,07
Francia	99,20	96,20	1,3	1,5	-3,4	0,35	0,35	0,45	-0,10
Austria	71,20	61,20	1,3	1,6	0,1	0,29	0,29	0,23	0,06
Belgio	99,60	91,00	1,3	1,4	-0,9	0,39	0,39	0,51	-0,12
Italia	133,40	138,50	0,1	0,4	-2,9	2,50	2,50	2,63	-0,13
Spagna	96,00	92,30	2,1	1,9	-2,4	0,93	0,93	1,22	-0,29
Irlanda	62,40	47,80	3,5	2,8	0,2	0,55	0,55	0,61	-0,06
Portogallo	119,50	102,70	1,7	1,8	0,3	1,13	1,13	1,50	-0,37
Grecia	174,20	143,20	1,8	1,8	0,4	3,38	3,38	4,07	-0,69
USA	106,70	110,30	2,3	1,5	-4,9	2,47	2,47	2,48	-0,01
Giappone	237,50	238,30	1,0	0,4	-3,4	0,00	0,00	-0,21	0,21
UK	85,70	80,30	1,0	1,5	-1,6	1,14	1,14	1,10	0,04
	Fonte FMI (APR 2018)		Fonte Economist						

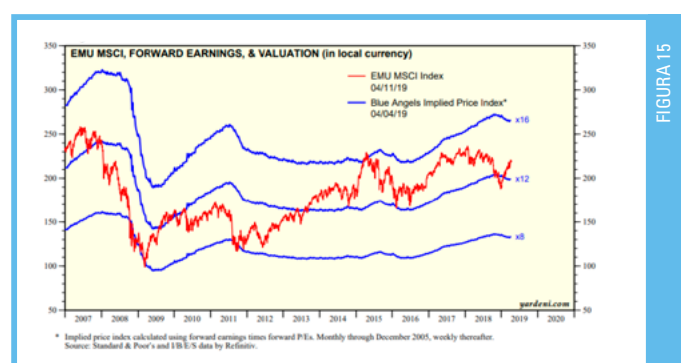
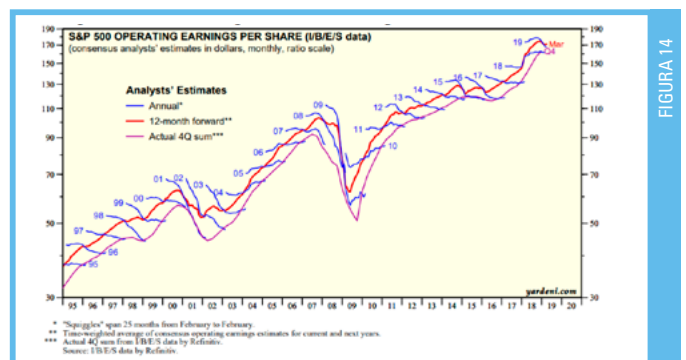
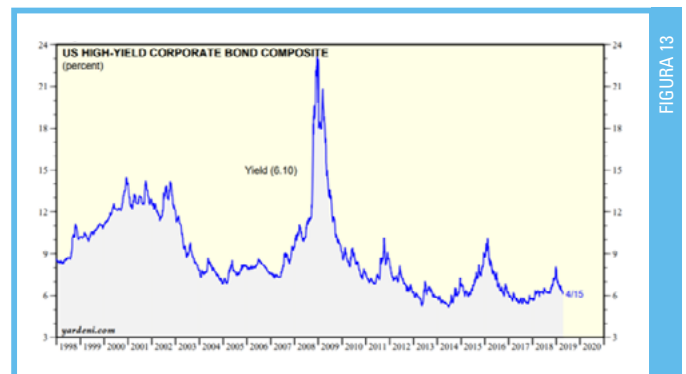
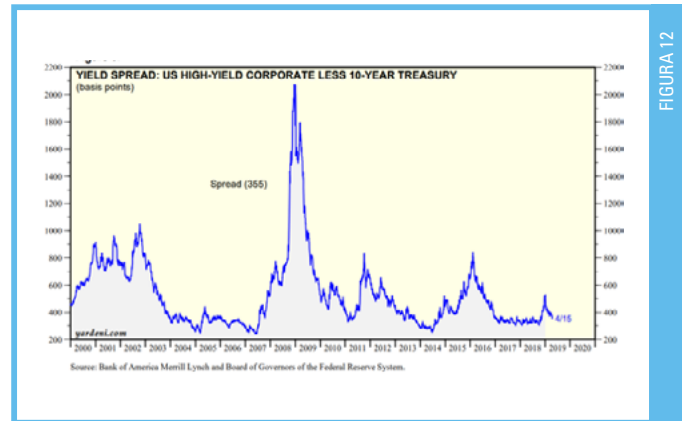
pubblico (una "certezza" negativa) annulla ogni sforzo del governo di apparire rispettoso delle "regole": lo spread non riesce a scendere stabilmente sotto i 250 bp. Rispetto a sei mesi fa, l'Italia da 333 bp si è portata a 250 bp; lo spread è secondo solo a quello della Grecia (338 bp in diminuzione da 407 bp di inizio anno). Con le nuove previsioni FMI, il debito PIL italiano aumenta a 138,5 nel 2024 dal già poco lusinghiero 133,40 del 2019. Mentre il deficit/PIL si porta al 2,9%. Il ritorno a tassi "unici" (come nel 2007) nell'area EURO ha subito una forte accelerazione dopo la crisi (FIGURA 11). I dubbi sulla "irreversibilità" dell'EURO sono quasi svaniti, ma l'assenza di pronte risposte al rallentamento economico rendono più evidenti le differenze (reali o percepite) tra un paese e l'altro. L'unione bancaria europea dovrebbe tendere a spezzare il circolo vizioso rischio banche — rischio Stato, ma il rialzo dello spread italiano e il suo forte impatto sui bilanci bancari dimostra che siamo ancora lontani. Andiamo avanti: incertezze strategiche sul futuro dell'area EURO e della UE non mancano. Le prossime elezioni Europee, con gli inglesi tra i votanti, in un contesto di forte rallentamento in Germania, rendono difficile avere risposte chiare, che pure sarebbero necessarie. E su questo la BCE può far ben poco. Purtroppo.

IL RISCHIO DI CREDITO E GLI SPREAD SULLE OBBLIGAZIONI CORPORATE. DI NUOVO IN DIMINUZIONE ALLA RICERCA DEL RENDIMENTO PERDUTO.

In FIGURA 12 sono rappresentati gli spread delle obbligazioni corporate High Yield USA. La tendenza è stata verso una riduzione degli spread sul credito. 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, un livello già visto nel 2011 e nel 2001. In questo trimestre si registra una nuova diminuzione del rischio di credito (FIGURA 12), a causa dell'aumento del prezzo del petrolio e di un rallentamento dell'economia meno pronunciato di quanto atteso: 355 bp (erano 430 bp tre mesi addietro). In FIGURA 13 osserviamo l'andamento dei tassi delle obbligazioni corporate high yield. Il tasso di interesse si è portato al 6,10% (era 7,03%). Gli spread sono diminuiti di nuovo, anche per effetto della ricerca di rendimento da parte degli investitori. Diminuiscono i tassi privi di rischio, diminuiscono i tassi dei titoli rischiosi e diminuiscono anche gli spread. La compressione del premio per l'assunzione di rischio di credito di medio-lungo termine si interrompe quando la leva finanziaria delle imprese aumenta, a parità di business risk (che è oggettivamente contenuto). Oggi il rischio di business è aumentato. Riteniamo che questi spread siano da vendere.

I MERCATI AZIONARI HANNO ANTICIPATO (TROPPO) UNA REVISIONE AL RIBASSO DEGLI UTILI.

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. E si punta a 167,54 (+3,5%) nel 2020, un dato molto più basso di quello previsto tre mesi addietro (191,32 ossia +11,2%). Le prime previsioni per il 2021 si attestano ad una crescita robusta del +12% (187,66), che comunque rimane più contenuta delle prime previsioni 2019. In FIGURA 14 la linea rossa rappresenta l'andamento degli utili attesi per azione S&P500 dal 1995 (fonte Yardeni Research, aggiornamento fine marzo). Le linee blu rappresentano l'andamento delle previsioni degli analisti. Per il 2015, il 2016 e il 2017 si nota che le nette revisioni al ribasso si sono interrotte. Nel 2018 le revisioni sono state al rialzo (evento non frequente). Gli utili attesi tra 12 mesi (la linea rossa) continuano a presentare qualche segnale di debolezza, dopo la forte corsa. Gli utili effettivi in Q4 2018 sono stati molto robusti. Gli analisti non sono capaci di prevedere le recessioni (ammesso che ci siano) e possono rimanere ottimisti per troppo tempo. Il primo rallentamento dopo dieci trimestri positivi ha spaventato i mercati; anzi, i mercati si sono mossi in anticipo, incorporando le revisioni al ribasso degli utili. I fondamentali attuali mostrano i segni dell'incertezza sulla futura crescita e sull'andamento dei tassi di interesse. Il mercato, dopo aver digerito la fine del QE USA e otto rialzi dei tassi, non ha reagito bene al nono rialzo avvenuto contemporaneamente a segnali di peggioramento economico. Ma ha poi reagito benissimo alla prospettiva di pronto intervento delle Banche Centrali. In FIGURA 17 vengono presentati i dati del QE della BCE. La linea blu indica il totale attivo della BCE che si espande a partire dalla primavera 2015. 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 un alimento per i mercati azionari. Se la fine del QE ed i segnali di rallentamento economico non sono stati presi bene, i mercati hanno corretto subito al rialzo di fronte ad un atteggiamento più morbido (per ora a parole) della BCE. In FIGURA 18 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 (o dicono di esser pronte ad agire) i mercati rimbalzano. In FIGURA 16 sono raccolti gli andamenti dei PE delle principali aree geografiche (indici MSCI). Il mercato più "caro" rimane quello USA (16,9 contro 15,2 del trimestre precedente); il più "economico" è l'indice dei paesi emergenti (12 da 10,7). Il PE è funzione di tre elementi: il tasso privo di rischio, il premio per il rischio e la crescita degli utili. USA ed area EURO sono stati guidati dalla crescita degli utili, nel bene e nel male. In generale i PEG (Price Earning Growth, ossia il "costo" della crescita) sono ancora molto bassi. In FIGURA 15, vengono rappresentate le determinanti del PE del mercato azionario EMU. Il mercato presenta un PE che è tornato a 13,1 (da 12), oltre la linea dello "angelo azzurro" che moltiplica per 12 gli utili attesi. Gli utili non sono riusciti a superare i livelli del 2007 e mostrano una moderata discesa. Il premio per il rischio da fine anno si è ridotto. Lo stesso grafico compare in FIGURA 19, con riferimento ai mercati azionari mondiali (indice MSCI World ex-US in valuta locale). Il PE è vicino a 13 ed i mercati (dopo lo spunto del primo trimestre) sono appena sotto i massimi del 2007. Gli utili (previsti) scendono. La buona notizia è che il premio per il rischio è diminuito. Secondo i dati IBES - Thomson Reuters, l'Italia è il secondo paese area EURO per crescita attesa degli utili a lungo termine (il primo è la Grecia, che è anche primo nel mondo): +10,9% a 5 anni, ma era +14,2% lo scorso trimestre. Tra i grandi paesi troviamo ancora ai primi posti India (+26,3%), Cina (+17,2%) e USA (+14,8%) per crescita degli utili a 5 anni. Tornando in Italia, la crescita degli utili del prossimo anno si attesta sul +7,9% (in diminuzione da +9,8%), portando il nostro paese al trentesimo posto (era ventitreesimo). La Germania ci precede con una crescita prevista degli utili dell'8,1% (era 10% il trimestre precedente). Emerging Markets Latin America, con una crescita degli utili a lungo termine del 17,4% (era 16,9%), è il primo indice di area geografica (area EURO: +9,5% da +9,8%; mondo: +12,7%).

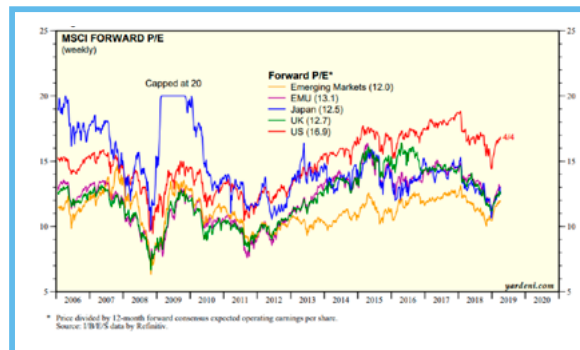


FIGURA 16



FIGURA 17



FIGURA 18

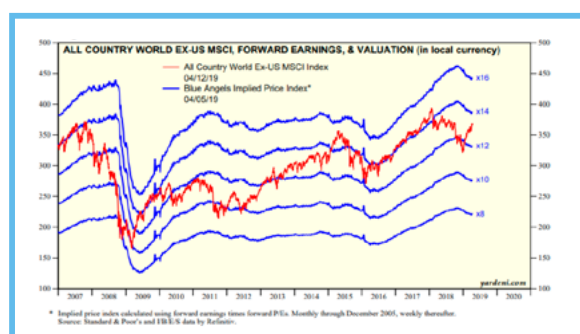


FIGURA 19

PIANI DI ACCUMULO (PAC)

Piccoli passi per un futuro migliore



La soluzione giusta per chi vuole dare valore al proprio futuro,
cogliendo in modo graduale le opportunità offerte dai mercati finanziari.



FILIALI

SEDE CENTRALE

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

BOLOGNA

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

CAMPOSANTO

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

CARPI

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

CROCE DI CASALECCHIO

via Porrettana, 43 - Croce di Casalecchio - Casalecchio di Reno (Bo) - Tel. 051/6196436

FORMIGINE

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

GAVELLO

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

MANTOVA

via Gombrich, 2 - Mantova - Tel. 0376/355019

MASSA FINALESE

piazza Caduti Libertà, 1 - Massa Finalese - Finale Emilia (Mo) - Tel. 0535/99131

MIRANDOLA

viale 5 Martiri, 9 - Mirandola (Mo) - Tel. 0535/611099

MODENA

via Nonantolana, 351 - Modena - Tel. 059/251709

MODENA B

via Morane, 411 - Modena - Tel. 059/443140

MODENA C

via Giardini, 357 - Modena - Tel. 059/225638

MODENA D

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

MORTIZZUOLO

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

RAVARINO

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

REGGIO EMILIA

via Emilia all'Ospizio, 19/A - Reggio Emilia - Tel. 0522/432443

SAN FELICE 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 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