



SANFELICE 1893

# MERCATI

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

GIUGNO 2017

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

## CRESCITA ECONOMICA: ON THE UP. THE WORLD ECONOMY'S SURPRISING RISE<sup>1</sup>

Secondo l'Economist (TABELLA 1), sono stabili le previsioni di crescita 2017 dell'area EURO rispetto al trimestre precedente: +1,6%. Il dato per il 2018 è leggermente inferiore (+1,5%). In USA il 2017 dovrebbe confermarsi con una crescita del +2,3%. Seguirebbe un 2018 in accelerazione a +2,5%. Rispetto ai trimestri precedenti, nel confronto USA - EURO, si torna alla "normalità": la peggiore previsione USA è più alta della migliore previsione EURO sia per il 2017 che per il 2018. L'economia USA torna ad esprimere un maggior potenziale, malgrado il QE area EURO continui con forza. In USA potrebbe entrare in campo la politica fiscale. In area EURO - purtroppo - no. In Italia ci aspetta un magro 2017 a +0,9% (stabile). E un altrettanto debole 2018 (+0,9%). L'Italia - secondo le previsioni - è la peggiore economia 2018 tra quelle di TABELLA 1 (e migliore solo del Brasile nel 2017). Decisamente positivo il dato per la Spagna nel 2017 (+2,6% da +2,3% del trimestre precedente); il 2018 è meno brillante e si attesterebbe sul +2,2%. In leggero miglioramento le previsioni di crescita 2017 per la Francia (+1,3% da +1,2%). Il 2018 accelera a +1,5%. Le previsioni di crescita Tedesca 2017 migliorano: da +1,5% del trimestre precedente a +1,6%. Un dato che si conferma anche per il 2018. I dati giapponesi vengono ancora aggiornati al rialzo per il 2017 (+1,2% da +1,1%). Il 2018 dovrebbe però tornare a registrare un +1,0%. La Cina crescerà (ovviamente) nel 2017 e il dato è stato ancora ritoccato al rialzo (+6,5% da +6,4%). Nel 2018 si torna a 6,2% secondo le previsioni. Di nuovo riviste verso il basso le previsioni di crescita dell'India per il 2017 (+7,2% da +7,4%); ma il 2018 torna a +7,5% confermandosi comunque il Paese con le migliori prospettive. Al rialzo - rispetto al trimestre precedente - i dati Russi per il 2017: +1,4% da +1,3%. Il valore per il 2018 giungerebbe a +1,7%, confermando l'accelerazione. Anche il Brasile torna positivo nel biennio: +0,6% nel 2017 (da +0,9% però) e +2,4% nel 2018. Come si vede dalle previsioni in TABELLA 1, la quarta dopo la Brexit, nessun Paese ha segno negativo nel biennio 2017-2018. Secondo le previsioni ufficiali FMI (gennaio 2017), il 2016 si conferma un punto di minimo per l'economia mondiale: Crescita al +3,4% e al +3,8% è prevista per il 2017 e per il 2018. I PMIs (Purchasing Managers Index) sono aggiornati a marzo (FIGURE 2 e 3). Sono tutti migliorati e ben sopra la soglia 50, fatta eccezione per il Brasile (in netto rialzo). Anche l'India è tornata sopra 50, dopo un trimestre debole. I Leading Indicator dell'OCSE (10 aprile 2017) segnalano una stabile crescita in tutta l'area OCSE. Crescita in miglioramento in Cina e USA, stabile per l'area EURO. In questa ultima area, la Germania accelera, la Francia è stabile e l'Italia è stabile, anche se è l'unico paese a segnalare che il momento migliore (se così possiamo dire) è alle spalle. Regno Unito, Canada, Brasile e Russia stanno accelerando. Rimane stabile la crescita in Giappone. Solo l'India continua a dare segnali di rallentamento di una crescita comunque molto forte. I dati di tendenza (FIGURA 1) confermano la crescita per il 2017 e 2018 a livello globale con una media ponderata (per il PIL nominale alla parità dei poteri d'acquisto) dei paesi censiti dall'Economist, rispettivamente del +3,4% (stabile) e +3,5%. Solo un Paese si conferma a crescita negativa, sia nel 2017 sia nel 2018: il Venezuela. In totale 23 Paesi su 57 rallentano la

<sup>1</sup> Titolo della copertina di The Economist, 18 marzo 2017.

**The Economist poll of forecasters, April averages (previous month's, if changed)**

	Real GDP: % change				Consumer prices % change		Current account % of GDP	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018
Argentina	1.7/3.5	2.0/3.6	2.7	3.1 (3.0)	-	-	-2.7 (-2.8)	-2.9 (-3.0)
Australia	2.7/2.9	2.4/3.2	2.7 (2.8)	2.9	2.1	3.3	-1.3 (-1.4)	-1.7 (-1.9)
Austria	1.0/2.0	1.3/1.6	1.6 (1.3)	1.5 (1.4)	1.7	1.8 (1.7)	2.4 (2.6)	2.5 (2.6)
Belgium	1.1/1.6	1.3/1.8	1.4 (1.3)	1.5	2.0	2.8	1.1 (0.9)	1.2 (0.9)
Brazil	0.1/1.1	1.5/4.0	0.8 (0.7)	1.8 (2.2)	4.5	4.8	-1.8	-2.0
Britain	1.1/2.0	0.7/1.7	1.7 (1.6)	1.2	2.7 (2.6)	2.7	-0.2 (-0.4)	-1.4 (-1.8)
Canada	1.5/2.6	1.5/2.7	2.0 (1.9)	2.0	0.9 (0.8)	1.9	-2.7 (-2.8)	-2.1 (-2.5)
China	6.2/6.8	4.2/7.0	6.5	6.2 (6.3)	2.3	2.4	1.7 (2.0)	1.7 (1.8)
Denmark	1.0/1.7	1.0/1.8	1.4 (1.3)	1.5 (1.4)	1.2	1.6 (1.7)	7.1 (6.8)	7.0 (6.8)
France	1.1/1.6	1.1/1.8	1.3	1.5	1.3	1.3	-1.0 (-0.9)	-1.0
Germany	1.1/1.8	1.3/2.0	1.6	1.6	1.8	1.8	0.2 (0.3)	0.3 (0.0)
India	6.3/7.6	6.5/8.0	7.2	7.5 (7.6)	4.6 (4.8)	4.8 (5.5)	-1.0 (-1.2)	-1.4
Indonesia	5.0/5.5	4.7/6.0	5.2	5.6 (5.5)	4.3 (4.2)	4.3	-2.0	-2.1 (-2.2)
Italy	0.6/1.1	0.6/1.1	0.9 (0.8)	0.9	1.4 (1.2)	1.2	2.5 (2.4)	2.1 (2.2)
Japan	0.3/1.0	0.3/1.7	1.2 (1.3)	1.0	0.7 (0.8)	1.0	3.5 (3.5)	3.1
Mexico	1.0/2.2	1.0/2.7	1.8 (1.4)	1.0 (1.0)	5.0 (4.3)	3.7 (3.8)	-2.8	-2.3 (-2.4)
Netherlands	1.7/2.3	1.5/2.1	2.0 (1.9)	1.7	1.7 (1.3)	1.4	0.5 (0.4)	0.1
Russia	0.8/2.6	0.9/3.0	1.4	1.7 (1.8)	4.8 (4.7)	4.4 (4.3)	2.8	3.3 (3.5)
South Africa	0.8/1.3	1.2/2.3	1.1 (1.2)	1.2	2.1	2.7 (2.4)	-3.6 (-3.4)	-4.0
South Korea	1.7/2.0	2.2/3.1	2.5	2.6	1.8 (1.7)	1.8	0.4 (0.2)	0.9 (0.8)
Spain	2.7/2.9	1.8/2.8	2.8 (2.5)	2.7 (2.7)	2.2	1.5 (1.4)	1.0	1.5
Sweden	2.0/3.0	2.1/2.8	2.8 (2.4)	2.4 (2.3)	1.0	1.8	-4.8 (-4.9)	-4.6 (-4.7)
Switzerland	1.1/1.7	1.4/1.9	1.4	1.6	0.5 (0.2)	0.7 (0.4)	0.7 (0.6)	0.5 (0.4)
Turkey	1.8/3.1	2.0/3.7	2.6 (2.4)	3.0 (3.3)	9.7 (8.8)	7.8 (7.9)	-4.4 (-3.4)	-4.4 (-3.1)
United States	2.0/2.6	1.8/3.6	2.3	2.5 (2.4)	2.4 (2.3)	2.3	-2.8	-1.9 (-2.3)
Euro area	1.3/1.8	1.2/1.7	1.6	1.6 (1.6)	1.6	1.4	-1.0 (-0.9)	-1.0 (-1.0)

Sources: Bank of America, Barclays, BNP Paribas, Citigroup, Commerzbank, Credit Suisse, Deutsche Bank, Economist, Goldman Sachs, HSBC Securities, ING, JPMorgan Chase, Morgan Stanley, Nomura, NRI, Royal Bank of Canada, Schroders, Societe Generale, Standard Chartered, UBS.

TABELLA 1



FIGURA 1

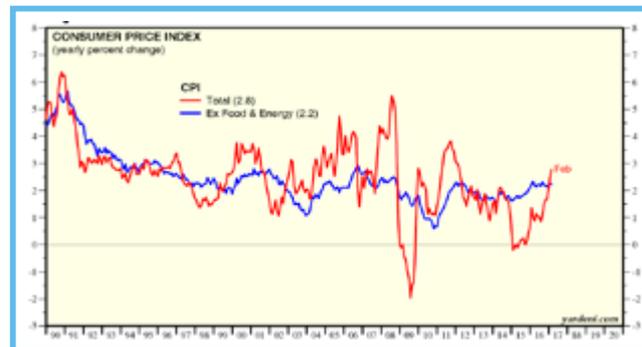


FIGURA 2



FIGURA 3

loro crescita tra il 2017 e il 2018 (rappresentanti il 38,4% del PIL mondiale). Si tratta di (in ordine di PIL): Cina, Giappone, Regno Unito, Spagna, Taiwan, Thailandia, Polonia, Pakistan, Olanda, Malesia, Filippine, Singapore, Svezia, Hong Kong, Austria, Perù, Ucraina, Repubblica Ceca, Portogallo, Nuova Zelanda, Slovenia, Lussemburgo, Islanda.

I segnali dagli USA sono positivi. Il terzo rialzo dei tassi della FED (15/3/2017) è coerente con i dati macro, compresa l'inflazione, in rialzo, ma sempre al di sotto del target della FED. Dopo la fase di "recovery", l'economia americana si trova in una fase di "expansion" di lungo periodo (FIGURA 4). Il QE europeo prosegue, accompagnato da tassi ampiamente negativi sui saldi bancari. Il bilancio della BCE sta espandendosi al ritmo annunciato. Aveva raggiunto i 3 trilioni di euro a fine 2012 (crisi dell'EURO); a fine 2015 era a 2,8 trilioni; l'ultimo dato è pari a 4,1 trilioni di euro (da 3,67 del trimestre precedente). Si tratta di un incremento molto consistente, dovuto alla nuova serie di tLTRO. Le previsioni di crescita FMI a gennaio, i nuovi dati OCSE e le previsioni Economist mostrano un mondo in crescita congiunta, sempre più convinta, con i paesi sviluppati in miglioramento insieme alle conferme dei paesi emergenti. Il rallentamento della Cina prosegue in modo blando e ordinato, stabilizzandosi su livelli di crescita importanti. È un'economia in trasformazione. L'India (il Paese con la più alta crescita) continua a presentare qualche difficoltà, ma è in miglioramento. Gli emergenti America Latina ed Europa mostrano chiari segnali di recupero da un minimo ciclico. All'orizzonte non si registrano pericoli recessivi, né ci sono pericoli inflazionistici. Si può andare avanti con politiche monetarie espansive in area EURO, meno accomodanti in USA (FED Policy Normalization). I dati USA dimostrano che la cura monetaria ha funzionato. In area EURO i segnali positivi sono concreti: la politica monetaria rimarrà espansiva ed i tassi molto bassi "ben oltre l'orizzonte temporale del QE". Gli USA danno segni sempre più evidenti di politiche fiscali espansive. In area EURO manca il coraggio di intraprendere questa inevitabile strada, non certo le risorse, considerando i margini di manovra dei Paesi con surplus di bilancio. Il prezzo del petrolio (WTI) è tornato a 51 dollari (stabile rispetto al trimestre precedente). Nell'ultimo anno è ora in crescita del +41,8% (era a +66% nel trimestre precedente). Nell'ultimo mese è però diminuito del 4,0% (fonte Economist al 4 aprile 2017). Il rafforzamento dell'economia non pare in grado di spingere molto sulle quotazioni. Le tensioni internazionali recentemente emerse, sì. Il permanere del prezzo su livelli relativamente contenuti corrisponde ad una misura espansiva per le economie sviluppate. La previsione continua ad essere orientata verso un prolungato periodo di quotazioni del greggio relativamente basse. L'inflazione (core) cresce lentamente e con segnali contrastanti. Si conferma sopra il 2% in USA. È ancora sotto l'1% in area EURO. Più vivace il dato dell'inflazione totale (anche in area EURO). Nell'area dell'EURO l'inflazione totale è in crescita: da +1,1% del trimestre precedente a +1,5% (FIGURA 6). È ancora sotto l'1% l'inflazione "core" (senza cibo ed energia, nuovamente in diminuzione a +0,7% dopo un +0,9% dello scorso trimestre). I dati sono riferiti a marzo. Il QE2 dovrebbe continuare ad agire. In FIGURA 5 è riportata l'inflazione USA core (dati di febbraio, +2,2% da +2,1% del trimestre precedente) e l'inflazione totale (in decisa crescita a 2,8% da +1,7%). I segnali sono positivi e dovrebbero continuare. 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 0,278%, era 0,319% il trimestre precedente, per durata 10 anni fonte ECB, 10/4/2017).

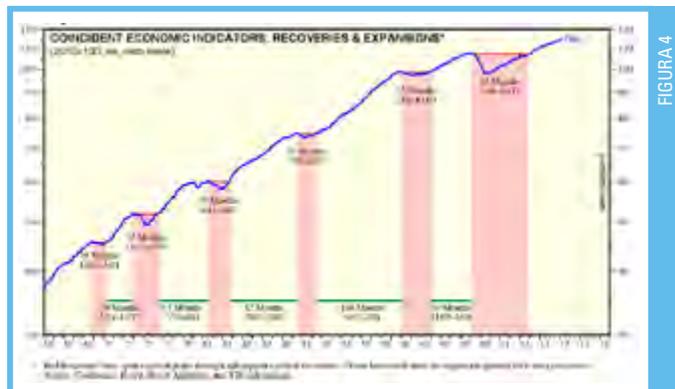


FIGURA 4

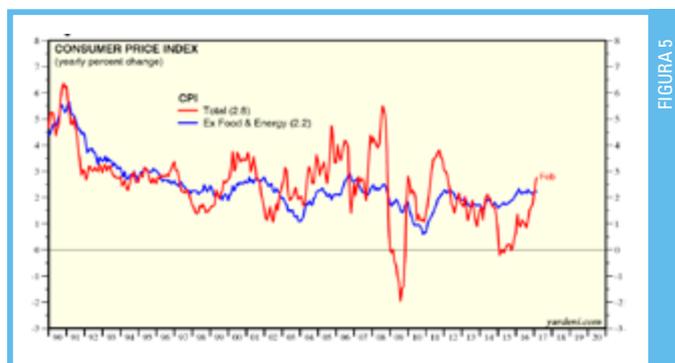


FIGURA 5



FIGURA 6

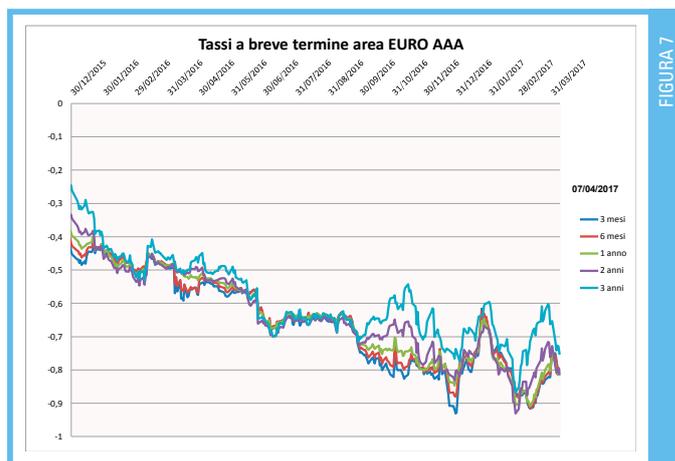


FIGURA 7

## L'INFLAZIONE (CORE) CRESCE LENTAMENTE E CON SEGNALI CONTRASTANTI. SI CONFERMA SOPRA IL 2% IN USA. È ANCORA SOTTO L'1% IN AREA EURO. PIÙ VIVACE IL DATO DELL'INFLAZIONE TOTALE (ANCHE IN AREA EURO).

Nell'area dell'EURO l'inflazione totale è in crescita: da +1,1% del trimestre precedente a +1,5% (FIGURA 6). È ancora sotto l'1% l'inflazione "core" (senza cibo ed energia, nuovamente in diminuzione a +0,7% dopo un +0,9% dello scorso trimestre). I dati sono riferiti a marzo. Il QE2 dovrebbe continuare ad agire. In FIGURA 5 è riportata l'inflazione USA core (dati di febbraio, +2,2% da +2,1% del trimestre precedente) e l'inflazione totale (in decisa crescita a 2,8% da +1,7%). I segnali sono positivi e dovrebbero continuare. 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 0,278%, era 0,319% il trimestre precedente, per durata 10 anni fonte ECB, 10/4/2017).

## TASSI DI INTERESSE A BREVE TERMINE EURO AAA: TOCCATI 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 (fino 7 anni e 10 mesi; lo scorso trimestre erano 7 anni e 6 mesi) (FIGURA 7 e TABELLA 2). È l'effetto di un mercato dei capitali europeo che continua a non funzionare. Il mercato unico bancario (appena nato e 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.

Il mercato si comporta come se i futuri tassi a tre mesi nei prossimi 12 mesi dovessero rimanere stabili su livelli negativi "minimi". I rendimenti a tre mesi impliciti (forward rate) sono riassunti in FIGURA 8.

In questo contesto, i tassi EURIBOR sono rimasti sostanzialmente stabili (leggeri ritocchi verso il basso, tanto per cambiare). E sono tutti 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 3. Si è fermato l'incremento degli spread che rappresentano il rischio banche, dopo le prime "applicazioni" (più o meno originali) del bail in e lo scudo statale su MPS.

La situazione delle banche (anche in Germania) genera incertezza. Lo spread EURIBOR - AAA a tre mesi (differenza tra tassi negativi in entrambi i casi) è stabile a 47 bp. Esso è comunque previsto in crescita, almeno stando alla struttura dei tassi impliciti (90 bp a gennaio 2018, FIGURA 9).

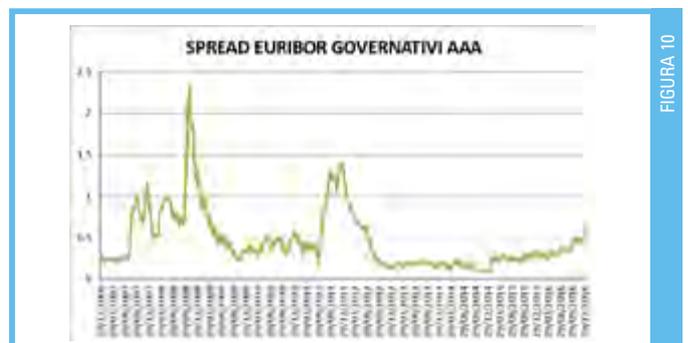
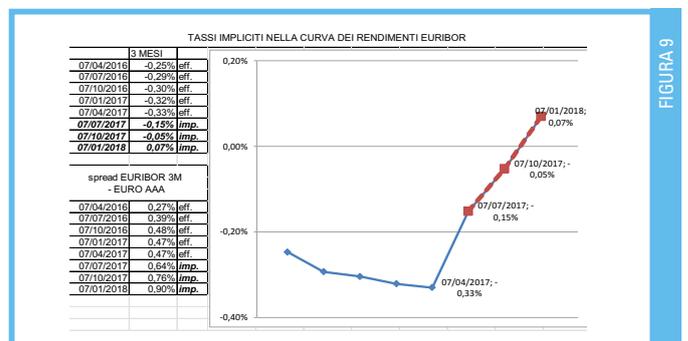
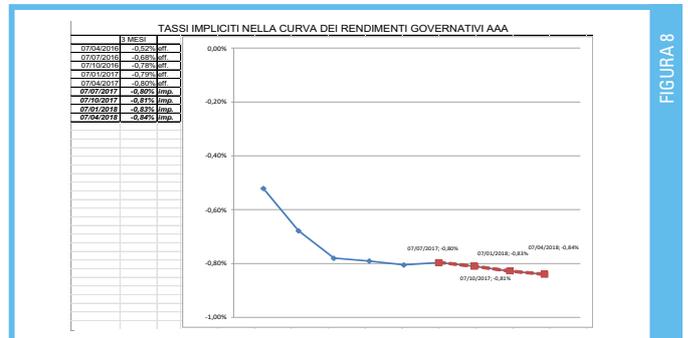


TABELLA 2

### EVOLUZIONE TASSI A BREVE GOVERNATIVI AAA EURO

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI
07/04/2016	-0,52%	-0,52%	-0,51%	-0,50%
07/07/2016	-0,68%	-0,67%	-0,67%	-0,67%
07/10/2016	-0,78%	-0,76%	-0,75%	-0,74%
07/01/2017	-0,79%	-0,76%	-0,75%	-0,75%
07/04/2017	-0,80%	-0,80%	-0,80%	-0,81%

TABELLA 3

### EVOLUZIONE TASSI EURIBOR

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI
07/04/2016	-0,25%	-0,13%	-0,07%	-0,01%
07/07/2016	-0,29%	-0,19%	-0,13%	-0,06%
07/10/2016	-0,30%	-0,20%	-0,13%	-0,06%
07/01/2017	-0,32%	-0,23%	-0,15%	-0,09%
07/04/2017	-0,33%	-0,24%	-0,18%	-0,12%

## TASSI EURO A LUNGO TERMINE: MINIMI ALLE SPALLE. RENDIMENTI IN PROGRESSIVA (MA LENTA) RIPRESA.

In questo trimestre la curva dei tassi EURO (governativi AAA) non è riuscita ad incrementare la propria inclinazione, facendo perno sui tassi triennali, come era accaduto ad inizio anno (FIGURA 11). Di fronte ad un'ulteriore riduzione dei tassi a breve, i tassi a lungo non sono aumentati. La curva non ha una posizione monotonicamente crescente (in stile USA, dove il QE è finito). È chiaro che il mercato crede nel mantenimento del QE e nei tassi negativi. Secondo gli instantaneous forward di BCE, i tassi a breve torneranno positivi solo tra 4 anni ed un mese (come nel trimestre precedente). La pendenza in crescita indica che la politica monetaria espansiva (per usare un eufemismo) continua ad essere associata a prospettive di crescita di lungo termine. Soprattutto se la politica monetaria viene aiutata dalla politica fiscale. Questo trimestre lo scenario "giapponese", pur rimanendo sempre in agguato, non si è avvicinato. Draghi spinge (QE2). È costretto ad andare ancora avanti. È una strada da percorrere fino in fondo, per mettere all'angolo la politica fiscale, che deve diventare espansiva. Il cammino è segnato. Ma imboccarlo coerentemente sembra quasi impossibile. Intanto, però, si è fermato quel debole rialzo dei tassi a lungo termine. Lo «spettro» dei rendimenti (dal 3 mesi al 30 anni, FIGURA 12) segnala una curva che è tornata ad allontanarsi da zero. L'effetto sulle aspettative di inflazione e crescita del QE1 è stato modesto. Il QE2 sembra iniziare a funzionare (FIGURA 13). Rimane ancora troppo marcata la distanza tra i fondamentali dell'economia (in miglioramento) e la visione deflazionistica implicita nei tassi. La paura di un'area EURO incapace di reagire adeguatamente sul fronte macroeconomico rimane. Le recessioni arrivano per paura. Occorre alimentare nuove speranze.

## ITASSI DI INTERESSE NEI DIVERSI PAESI DELL'AREA EURO. L'ITALIA È RIMASTA SOPRA I 180 BP.

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. Sull'onda dell'incertezza su governo e banche, di una crescita economica debole e di un debito pubblico che è aumentato per i salvataggi bancari, il mercato dei tassi - grazie alla costante opera della BCE - si è mosso relativamente poco. Ma si è mosso. Le previsioni di crescita economica non premiano l'Italia. Rispetto al trimestre precedente l'Italia ha visto un incremento dello spread a 201 bp dai 158 bp dello scorso trimestre. La Spagna conferma di averci superato in "solvibilità". L'Italia è il "fanalino di coda" per previsioni di crescita 2017 e 2018 e ha un debito/PIL attuale e prospettico secondo solo a quello della Grecia (se escludiamo il Giappone, naturalmente). Serve un miglioramento delle previsioni di crescita ed una crescita effettiva, altrimenti l'Europa si allontana (e lo spread di allarga). Il ritorno a tassi "unici" (come nel 2007) nell'area EURO ha subito una forte accelerazione dopo la crisi (FIGURA 13). È l'effetto della "irreversibilità" dell'EURO (che ormai pare condivisa, nonostante tutto); dell'unione bancaria europea, che tende a spezzare il circolo vizioso rischio banche - rischio Stato; del meccanismo unico di risoluzione delle crisi bancarie e del (futuro) fondo

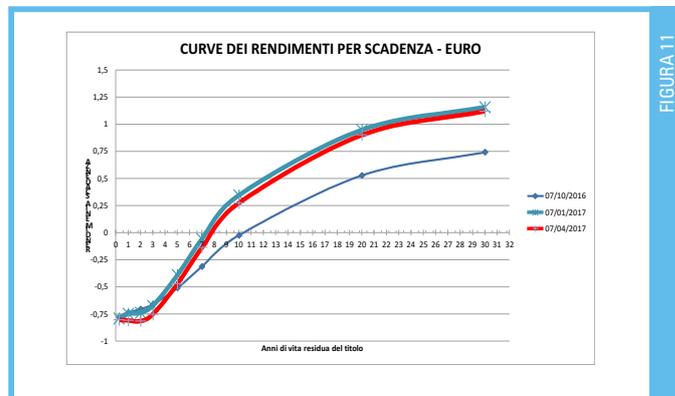


FIGURA 11

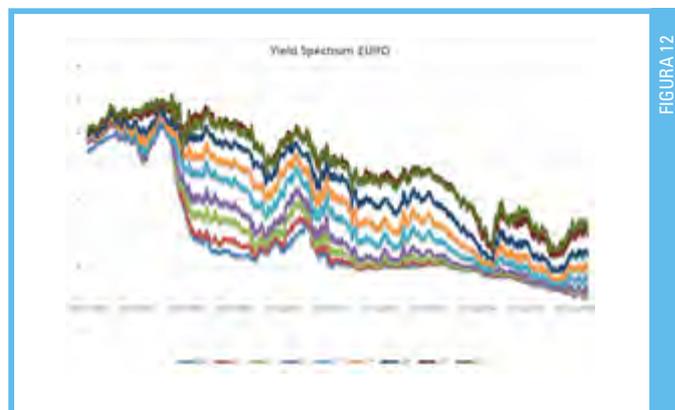


FIGURA 12

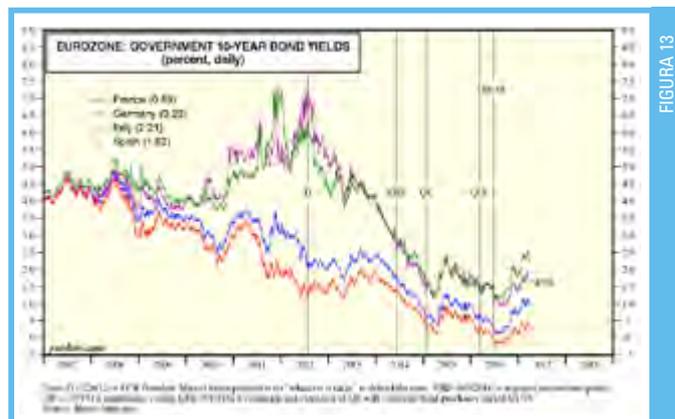


FIGURA 13

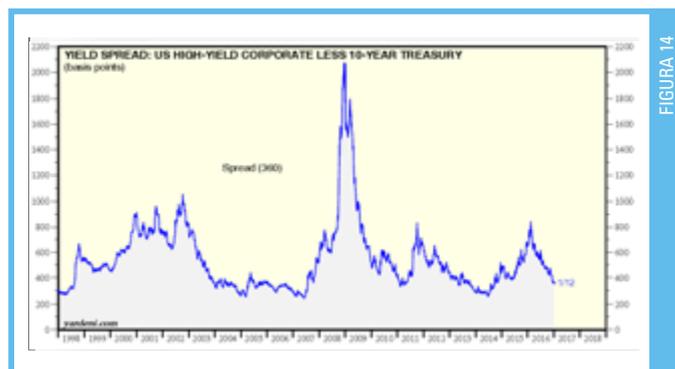


FIGURA 14

interbancario di garanzia europeo; e, infine, del QE 80%. Il rischio dei titoli di Stato acquistati dalla BCE rimane in larga parte a carico degli Stati stessi, ma almeno in parte è sopportato dalla Banca Centrale, quasi un embrione dei futuri (inevitabili) Eurobond. Andiamo avanti con tante difficoltà. In area EURO non ci facciamo mai mancare alcunché (di negativo). L'Italia, però, si dimostra l'anello debole di un percorso concatenato e difficile.

## IL RISCHIO DI CREDITO E GLI SPREAD SULLE OBBLIGAZIONI CORPORATE. SIAMO AI MINIMI.

In FIGURA 14 è rappresentato l'andamento degli spread delle obbligazioni corporate High Yield. 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 2001. Questo trimestre è continuata la discesa: 344 bp (erano 360 bp tre mesi addietro). In FIGURA 15 osserviamo più nel dettaglio gli spread dei corporate investment grade, che dal minimo del 2013 (30 bp) si sono portati a oltre i 190 bps per poi scendere a 120 (dato ottobre 2016). I valori attuali sono ormai stabilmente inferiori a 100 bps. La progressiva riduzione degli spread delle obbligazioni corporate è senz'altro spiegata da fattori specifici (la crescita del prezzo del petrolio ha ulteriormente ridotto le probabilità di default degli emittenti energetici) e da fattori di mercato: il miglioramento delle condizioni macroeconomiche con inflazione attesa contenuta. Ricordiamo che buona crescita con inflazione contenuta è uno dei migliori scenari possibili. Riteniamo che questi spread siano da mantenere piuttosto che da vendere. Ma siamo ormai vicini ai minimi. I tassi di default sono molto bassi. Ma la politica monetaria USA è meno accomodante ed i tassi sono destinati a crescere. Possibile il miglioramento delle previsioni sugli utili delle aziende USA.

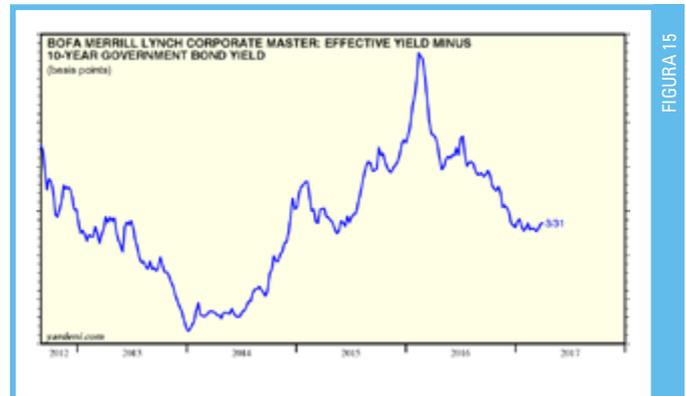


FIGURA 15

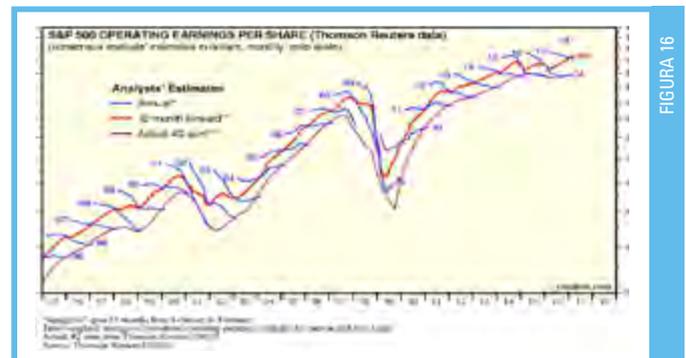


FIGURA 16

TABELLA 4 CONDIZIONI DI SOLVIBILITA' DI ALCUNI PAESI DELL'EURO E SPREAD RISPETTO ALLA GERMANIA

	Debito PIL 2016	Debito PIL 2021	Crescita PIL 2016	Crescita PIL 2017	Deficit PIL 2016	Tassi a 10 anni 14/10/2016	SPREAD 14/10/2016	SPREAD 08/07/2016	Variazione Spread	
Germania	68,17	56,68	1,6	1,6	0,5	0,23	0,00	0,00		
Olanda	63,53	55,28	2,0	1,7	0,5	0,47	0,24	0,09	0,15	
Francia	97,15	93,77	1,3	1,5	-3,1	0,89	0,66	0,45	0,21	
Austria	84,87	77,29	1,6	1,5	-1,1	0,45	0,22	0,18	0,04	
Belgio	105,83	102,10	1,4	1,5	-2,7	0,73	0,50	0,42	0,08	
Italia	133,24	124,96	0,9	0,9	-2,4	2,24	2,01	1,58	0,43	
Spagna	100,08	97,37	2,6	2,2	-3,3	1,60	1,37	1,08	0,29	
Irlanda	74,64	63,47	3,0	3,2	-0,9	0,92	0,69	0,55	0,14	
Portogallo	128,45	125,94	1,7	1,6	-1,9	3,88	3,65	3,58	0,07	
Grecia	183,44	169,16	1,2	1,7	-6,4	6,86	6,63	6,57	0,06	
USA	108,25	108,32	2,3	2,5	-3,5	2,33	2,10	2,00	0,10	
GIAPPONE	250,35	253,88	1,2	1,0	-5,3	0,05	-0,18	-0,28	0,10	
UK	89,00	82,11	1,7	1,2	-4,0	1,10	0,87	1,08	-0,21	
	Fonte FMI		Fonte Economist							

## CRESCONO GLI UTILI PREVISTI PER EUROPA E INDICI MONDIALI EX US, AVVICINANDOSI LENTAMENTE AI VALORI DEL 2007.

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. Le previsioni 2016 non sono molto generose e ormai si sono stabilizzate (118,05) con una crescita prevista di +0,5%. La previsione 2017 è per 130,80 (da 132,61) (+10,8% da +12,3%). 146,67 (da 148,30) è la previsione per il 2018 (+12,1% da +11,8%). Questo il "consenso". Ma alcuni analisti sono più pessimisti. Nel 2017: 129 (stabile) di EPS con una crescita dell'8,9% (stabile); nel 2018: 136,75, secondo Yardeni (stabile). Ma scenari molto più positivi per gli utili aziendali si aprono se verranno attuati sgravi fiscali dalla nuova Amministrazione USA (142 di EPS nel 2017 e 150 nel 2018). Vedremo. In FIGURA 16 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 notano le nette revisioni al ribasso. Gli utili attesi tra 12 mesi (la linea rossa) confermano invece un segnale di miglioramento, come nello scorso trimestre. E gli utili sono tornati a superare i massimi precedenti. Gli analisti non sono capaci di prevedere le recessioni (ammesso che ci siano) e possono rimanere ottimisti per troppo tempo. Ma la conferma di un miglioramento per il quarto trimestre consecutivo è un segnale molto positivo. I fondamentali attuali rinnovano i supporti ad un mercato che è cresciuto ormai molto, e non solo grazie al QE, a questi punti. Il mercato ha infatti digerito agevolmente la fine del QE USA e tre rialzi dei tassi. E sembra pronto ad affrontare gli ulteriori rialzi attesi per il 2017. In FIGURA 19 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 dovrebbe fornire un alimento per i mercati azionari. Lo sta facendo in effetti. In FIGURA 18 sono raccolti gli andamenti dei PE delle principali aree geografiche (indici MSCI). Il mercato più "caro" è quello USA (18 da 17,4 del trimestre precedente); il più "economico" è l'indice dei paesi emergenti (12,1 da 11,7). Il PE è funzione di tre elementi: il tasso privo di rischio, il premio per il rischio e la crescita degli utili. USA e Giappone sono stati guidati dalla crescita degli utili, in un contesto di riduzione dei premi per il rischio. I Paesi emergenti (con particolare riguardo ad America latina ed Europa emergente) hanno subito drastiche revisioni al ribasso degli utili ed un aumento del premio per il rischio. Sono aree geografiche molto interessanti, per motivi ciclici. In FIGURA 17, vengono rappresentate le determinanti del PE del mercato azionario europeo (ex UK). Il mercato presenta un PE intorno a 15, sulla linea dello "angelo azzurro" che moltiplica 15 per gli utili attesi. Sono ancora lontani i livelli di utili del 2007. Ma da qualche mese gli utili risultano in crescita. Lo stesso grafico compare in FIGURA 21, con riferimento ai mercati azionari mondiali (indice MSCI World exUS in valuta locale). Il PE è poco sotto 15 ed i mercati sono ancora al di sotto dei massimi del 2007. Gli utili sono inferiori a quelli segnati nel 2007, ma sono in crescita da diversi mesi. In FIGURA 20 sono riportati gli andamenti di alcuni indici azionari da inizio anno. Il primo trimestre dell'anno è molto incoraggiante. Solo il Giappone è rimasto indietro. In chiusura non si può omettere un dato interessante. Secondo i dati IBES - Thomson Reuters, l'Italia è il secondo paese mondiale (dopo la Colombia) per crescita attesa degli utili a lungo termine (+36% a 5 anni). E risulta al primo posto per crescita attesa degli utili a 12 mesi (se escludiamo l'Argentina che presenta un dato anomalo) con una crescita prevista del +46,7%. Tra le aree geografiche ad alta crescita degli utili di breve e lungo termine, risultano al primo posto gli Emerging Markets (+20,6% e +14,8% rispettivamente).

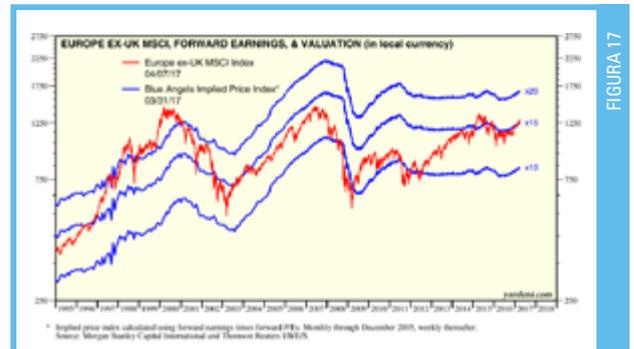


FIGURA 17



FIGURA 18



FIGURA 19



FIGURA 20



FIGURA 21

**ARCA ECONOMIA REALE**

# IL FRUTTO DELL'ECCELLENZA ITALIANA. TUTTO PER TE



**PIANO  
INDIVIDUALE  
DI RISPARMIO**

**ARCA ECONOMIA REALE BILANCIATO ITALIA 30**  
**ARCA ECONOMIA REALE BILANCIATO ITALIA 55**

Il Fondo PIR Bilanciato, esente da tasse,  
che investe nell'eccellenza italiana

**ARCA**  
SGR

# FILIALI

## SEDE CENTRALE

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

## BAZZANO

via Circonvallazione nord 108 - Valsamoggia (Bo) - Tel. 051/833642

## 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 Libert  1 - Massa Finalese - Finale Emlia (Mo) - Tel. 0535/99131

## MIRANDOLA

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

## QUARANTOLI (MIRANDOLA B)

MobilBanca piazzale Fernando Grana, Quarantoli (Mirandola) - Tel. 0535/20891

## 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

## MODENA E

via Vignolese 445 - Modena - Tel. 059/366974

## 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](http://www.sanfelice1893.it) \_ [info@sanfelice1893.it](mailto:info@sanfelice1893.it)