



SANFELICE 1893

MERCATI

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

DICEMBRE 2017

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

CRESCITA ECONOMICA GLOBALE SINCROZZATA.

Secondo l'Economist (TABELLA 1), migliorano le previsioni di crescita 2017 dell'area EURO rispetto al trimestre precedente: +2,1% (era +1,9%). Anche il dato per il 2018 è in crescita (+1,9% da +1,7%). In USA il 2017 dovrebbe confermarsi con una crescita del +2,2% (invariato). Seguirebbe un 2018 a +2,3% (invariato). Gli USA tornano a registrare una crescita stabile. Lo conferma il consueto confronto con area EURO. Questo trimestre la peggiore previsione USA è più bassa della migliore previsione EURO sia per il 2017 che per il 2018. L'economia USA risente di una politica monetaria verso la normalizzazione, ma la politica fiscale torna a far parlare di sé. Il QE area EURO continua con forza. In area EURO archiviate le elezioni tedesche ad aggiungere incertezza ci sono le vicende spagnole. In Italia ci aspetta un 2017 migliorato a +1,4% (da +1,1%), e un debole (ma in miglioramento) 2018 (+1,1% da +1,0%). L'Italia – secondo le previsioni – si conferma la peggiore economia 2018 tra quelle di TABELLA 1 (ma migliore di Brasile, Svizzera e Sud Africa nel 2017, in rimonta). Decisamente positivo e in netto miglioramento il dato per la Spagna nel 2017 (+3,1% da +2,9% del trimestre precedente); il 2018 è meno brillante e si attesterebbe sul +2,7% (da +2,4%). Questi dati non scontano l'effetto Catalogna. Ancora in leggero miglioramento le previsioni di crescita 2017 per la Francia (+1,7% da +1,5%). Il 2018 accelera a +1,7% (da +1,6%). Le previsioni di crescita tedesca 2017 migliorano ancora: da +1,8% del trimestre precedente a +2,1%. Il dato 2018 è +1,9% (da 1,7%). Anche i dati giapponesi vengono ancora aggiornati al rialzo per il 2017 (+1,5% da +1,3%). Il 2018 dovrebbe però tornare a registrare un +1,2% (era +1,1% lo scorso trimestre).

La Cina crescerà (ovviamente) nel 2017 e il dato è stato ancora ritoccato al rialzo (+6,8% da +6,7%). Secondo le previsioni, nel 2018 si torna a +6,4% (da 6,3%). Di nuovo riviste verso il basso le previsioni di crescita dell'India per il 2017 (+6,7% da +7,1%); ma il 2018 migliora a +7,3% (in diminuzione da +7,6%) e si conferma comunque il Paese con le migliori prospettive 2018. Ma la Cina incalza. Migliorano – rispetto al trimestre precedente - i dati Russi per il 2017 e 2018: 1,8% (da +1,4%) e +2% (da +1,7%). Anche il Brasile torna positivo nel biennio, con previsioni al rialzo rispetto ad aprile: +0,7% (da +0,6%) nel 2017 e +2,2% (da +1,9%) nel 2018. Come si vede dalle previsioni in TABELLA 1, la sesta dopo la Brexit, nessun Paese ha segno negativo nel biennio 2017-2018. Secondo le previsioni ufficiali FMI (aprile 2017), il 2016 si conferma un punto di minimo per l'economia mondiale (+3,1% di crescita del PIL reale): Crescita al +3,5% (da +3,4% di gennaio) e al +3,6% (da +3,8%) è prevista per il 2017 e per il 2018. Proprio in questi giorni sarà rilasciato l'aggiornamento ottobre 2017. I PMIs (Purchasing Managers Index) sono aggiornati a settembre (FIGURE 2 e 3). Sono tutti sopra la soglia 50, compreso ora anche il Brasile. Particolarmente forte il dato USA (60,8) e quello della Eurozona (58,1).

Il Leading Indicator dell'OCSE (9 ottobre 2017) segnalano uno stabile andamento espansionistico in tutta l'area OCSE. Gli USA confermano stabile crescita, la Cina continua a migliorare e l'area EURO è stabile. In questa ultima area, la Germania e la Francia si stabilizzano, mentre l'Italia inizia a mostrare concreti segni crescita. In Canada, in India e in Giappone la crescita è stabile. Il Brasile mostra netti segni di miglioramento. Qualche segno di debolezza per lo UK. I dati di tendenza (FIGURA 1) confermano la crescita per il 2017 e 2018 a livello

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

	Real GDP, % change		Consumer prices % change		Current account % of GDP
	2017	2018	2017	2018	
Argentina	2.0/3.1	2.0/3.7	2.7 (2.6)	3.0 (2.9)	25.2 (24.6)
Australia	2.2/2.9	2.4/3.2	2.4 (2.3)	2.8 (2.7)	2.1
Austria	1.7/2.6	1.8/2.1	2.3 (2.2)	2.0 (1.7)	2.1 (1.9)
Belgium	1.4/1.7	1.5/2.0	1.6 (1.7)	1.7	2.1
Brazil	0.2/1.2	1.5/3.1	0.7 (0.6)	2.2 (2.1)	3.5 (3.7)
Britain	1.2/1.7	0.7/1.7	1.5	1.3	2.7
Canada	1.9/3.2	1.8/2.6	2.8 (2.6)	2.2 (2.0)	1.7
China	6.6/6.8	5.8/6.9	6.8	6.4 (6.5)	1.7 (1.8)
Denmark	1.6/2.5	1.7/2.0	2.2 (2.0)	1.8 (1.7)	1.0 (0.9)
France	1.5/1.8	1.6/1.9	1.7 (1.6)	1.8 (1.7)	1.1 (1.2)
Germany	2.0/2.3	1.6/2.5	2.1	1.9	1.7 (1.6)
India	6.0/7.3	6.9/7.8	6.7 (7.0)	7.3 (7.5)	3.5 (3.6)
Indonesia	5.0/5.3	4.8/6.0	5.2	5.4	3.9 (4.2)
Italy	1.3/1.5	0.9/1.5	1.4 (1.3)	1.1	1.1
Japan	1.2/1.8	0.6/2.1	1.5 (1.6)	1.2 (1.3)	0.5
Mexico	2.0/2.5	1.5/2.5	2.2 (2.1)	2.2	5.9 (5.8)
Netherlands	1.5/3.3	1.1/2.4	2.7 (2.6)	2.0	1.3 (1.2)
Russia	1.3/2.5	1.3/3.3	1.8 (1.7)	2.0 (1.9)	4.0 (4.2)
South Africa	0.5/1.0	0.9/2.0	0.7 (0.6)	1.3	5.3
South Korea	2.7/2.9	2.3/3.0	2.8 (2.9)	2.7	2.0 (1.9)
Spain	3.0/3.2	2.3/3.2	3.1	2.7	2.0 (1.9)
Sweden	2.6/3.5	2.4/3.0	3.1	2.6	1.9 (1.7)
Switzerland	0.6/1.5	1.3/2.1	0.9 (1.3)	1.7	0.5
Turkey	3.2/5.8	2.5/4.1	4.9 (4.0)	3.3	10.7 (10.3)
United States	2.0/2.4	1.9/2.9	2.2 (2.1)	2.3	2.0 (1.9)
Euro area	2.0/2.2	1.6/2.4	2.1 (2.0)	1.9 (1.8)	1.5

Sources: Bank of America, Barclays, BNP Paribas, Citigroup, Commerzbank, Credit Suisse, Decision Economics, Deutsche Bank, EIU, Goldman Sachs, HSBC Securities, ING, Itai BBA, JP Morgan, Morgan Stanley, RBS, Royal Bank of Canada, Schroders, Sociolabank, Société Générale, Standard Chartered, UBS

TABELLA 1

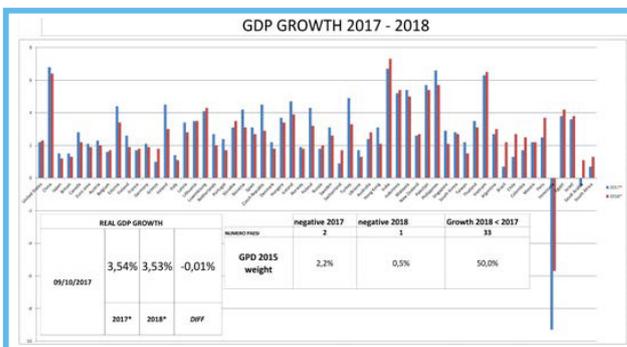


FIGURA 1



FIGURA 2

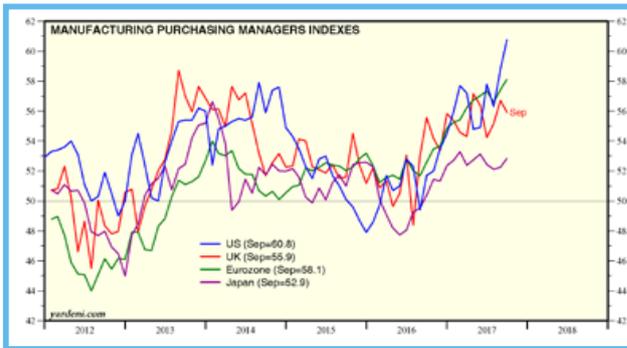


FIGURA 3

globale con una media ponderata (per il PIL nominale alla parità dei poteri d'acquisto) dei paesi censiti dall'Economist, rispettivamente del +3,5% (da 3,4%) e +3,5% (stabile). Solo un Paese si conferma a crescita negativa, sia nel 2017 sia nel 2018: il Venezuela. In totale 33 (erano 30) Paesi su 57 rallentano la loro crescita tra il 2017 e il 2018, rappresentanti il 50% del PIL mondiale (stabile). Si tratta di (in ordine di PIL): Cina, Giappone, Germania, Regno Unito, Italia, Corea del Sud, Spagna, Canada, Turchia, Taiwan, Thailandia, Polonia, Pakistan, Olanda, Malesia, Filippine, Singapore, Svezia, Hong Kong, Austria, Norvegia (esce il Perù dalla classifica), Ucraina, Repubblica Ceca, Portogallo, Danimarca, Ungheria (due nuovi ingressi), Irlanda, Finlandia, Slovenia (esce la Nuova Zelanda), Lituania, Estonia (nuovo ingresso), Islanda.

I segnali dagli USA rimangono positivi. Il quarto rialzo dei tassi della FED (15/6/2017) è coerente con i dati macro, ma l'inflazione rimane incerta e al di sotto del target della FED. Nell'ultima riunione (20/9/2017) la FED ha mantenuto i tassi stabili. 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 4,3 trilioni di euro (da 4,2 del trimestre precedente).

Le previsioni di crescita FMI ad aprile (se confermate o rafforzate ad ottobre), i nuovi dati OCSE e le previsioni Economist mostrano un mondo in crescita congiunta, 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) rallenta, ma la Cina rimonta. Gli emergenti America Latina mostrano chiari segnali di recupero da un minimo ciclico. Anche gli emergenti Europa migliorano. All'orizzonte non si registrano pericoli recessivi, né ci sono pericoli inflazionistici. Si può andare avanti con politiche monetarie espansive in area EURO, mentre in USA prosegue il passo verso la FED Policy Normalization. I dati USA dimostrano che la cura monetaria ha funzionato. In area EURO i segnali positivi si confermano: la politica monetaria rimarrà espansiva ed i tassi molto bassi "ben oltre l'orizzonte temporale del QE". Gli USA danno nuovi segni di politiche fiscali espansive. In area EURO manca il coraggio di intraprendere questa inevitabile strada; non certo le risorse, considerando gli ampi margini di manovra dei Paesi con surplus di bilancio.

Il prezzo del petrolio (WTI) è tornato a salire (50 dollari; erano 47 dollari il trimestre precedente). Nell'ultimo anno è ora in crescita di un modesto +3,6% (era a +1% nel trimestre precedente). Nell'ultimo mese è cresciuto del +3,6% (fonte Economist al 7 ottobre 2017). Il rafforzamento dell'economia non pare in grado di spingere molto sulle quotazioni. Le tensioni internazionali hanno un segno contrastante. 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 quotazioni del greggio relativamente basse.

L'INFLAZIONE NON C'È.

Nell'area dell'EURO l'inflazione totale è in leggero aumento: da +1,3% del trimestre precedente a +1,5% (FIGURA 6). Rimane appena sopra l'1% l'inflazione "core" (senza cibo ed energia: +1,1% stabile rispetto allo scorso trimestre). I dati sono riferiti a settembre. Il QE2 di BCE deve continuare ad agire. In FIGURA 5 è riportata l'inflazione USA core (dati di agosto, +1,7%

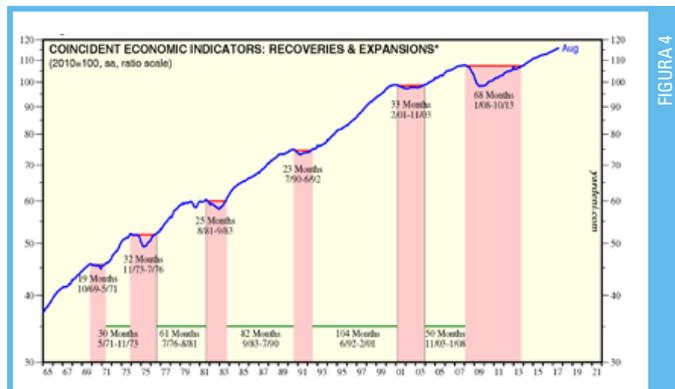


FIGURA 4

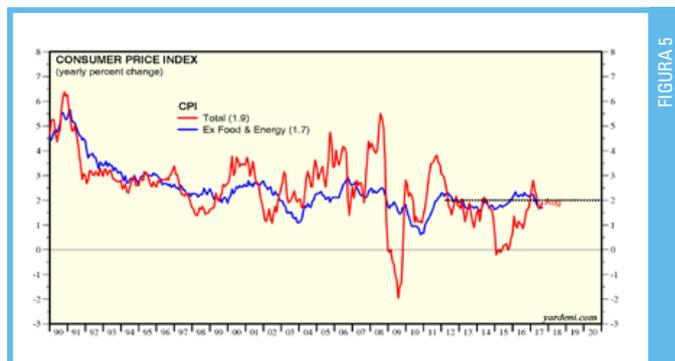


FIGURA 5

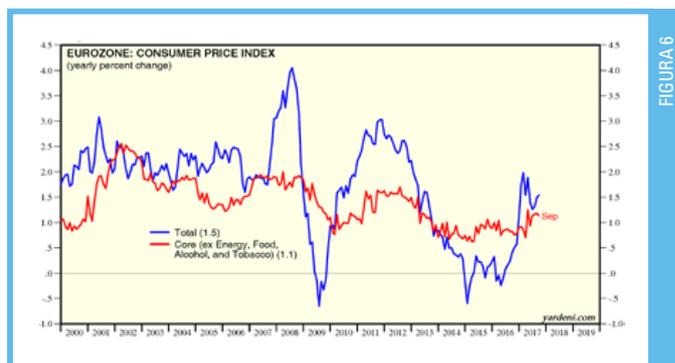


FIGURA 6

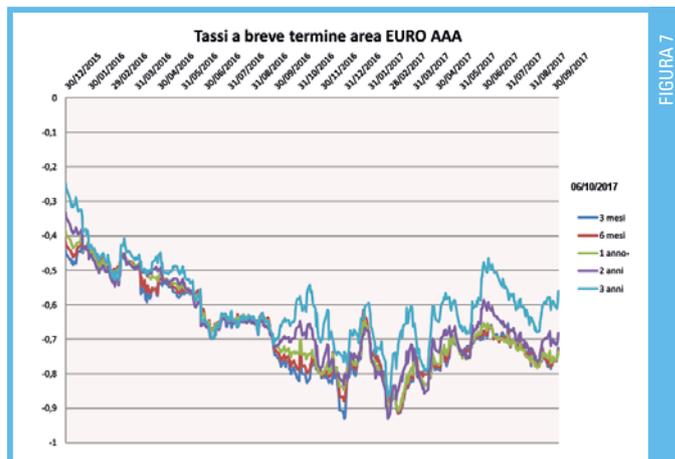


FIGURA 7

stabile rispetto al trimestre precedente) e l'inflazione totale (+1,9% stabile). L'inflazione bassa, sotto gli obiettivi, sembra cronicizzarsi. Ammesso che sia una malattia, a questo punto.

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 0,55%, era 0,642% il trimestre precedente, per durata 10 anni fonte ECB, 6/10/2017).

TASSI DI INTERESSE A BREVE TERMINE EURO AAA: SEGNALI DI LENTISSIMA RIEMERSIONE.

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 6 anni e 2 mesi (erano negativi fino a 5 anni e 8 mesi, lo scorso trimestre) (FIGURA 7 e TABELLA 2). Secondo le elaborazioni BCE, i tassi a breve rimarranno negativi per altri 3 anni e 3 mesi (instantaneous forward). Erano 5 anni e tre mesi un anno fa e 2 anni e tre mesi due anni fa.

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 ha ormai rinunciato a mostrare qualche cenno di movimento al rialzo; si comporta come se i futuri tassi a tre mesi nei prossimi 12 mesi dovessero rimanere stabili. I rendimenti a tre mesi impliciti (forward rate) sono riassunti in FIGURA 8.

In questo contesto, i tassi EURIBOR sono rimasti sostanzialmente stabili (ancora 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. Gli spread che rappresentano il rischio banche si sono ridotti, dopo ulteriori "applicazioni" (originali) del bail-in, lo scudo statale su MPS, la "ri-soluzione" delle banche venete e l'intervento dei francesi su alcune casse di risparmio. Lo spread EURIBOR – AAA a tre mesi (differenza tra tassi negativi in entrambi i casi) si è stabilizzato a 39 bp (da 36 bp, FIGURA 10). Esso è comunque previsto in crescita, almeno stando alla struttura dei tassi impliciti (70 bp a luglio 2018, FIGURA 9).

TASSI EURO A LUNGO TERMINE: MINIMI ALLE SPALLE. RENDIMENTI IN PROGRESSIVA, INCERTA, CLAUDICANTE RIPRESA.

In questo trimestre la curva dei tassi EURO (governativi AAA) ha subito un

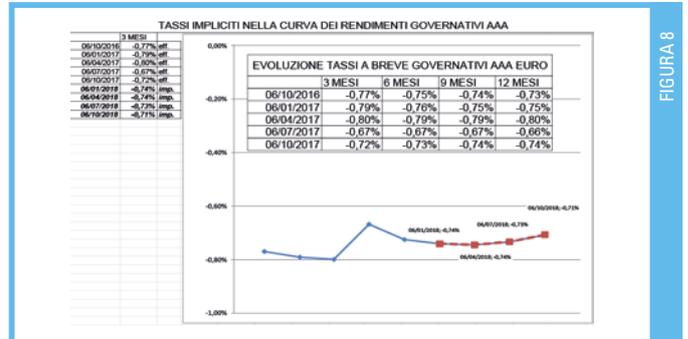


FIGURA 8

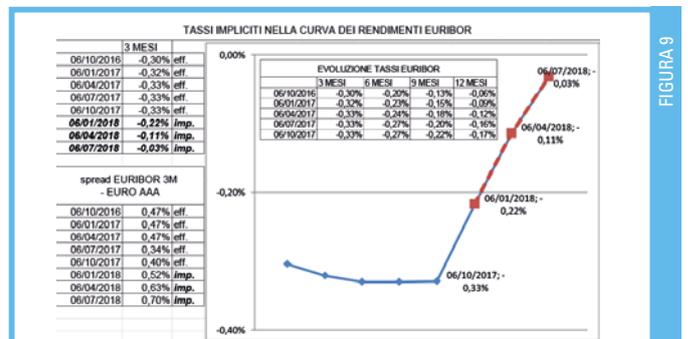


FIGURA 9

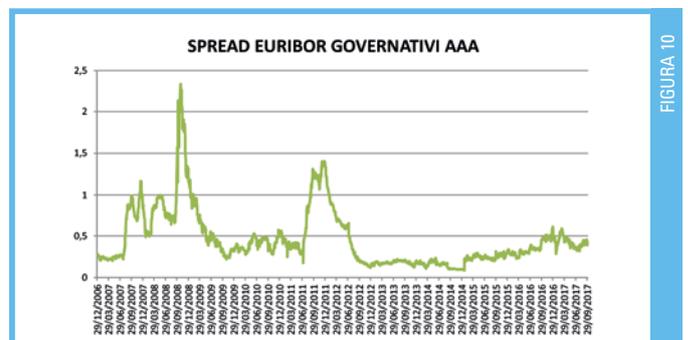


FIGURA 10

TABELLA 2

EVOLUZIONE TASSI A BREVE GOVERNATIVI AAA EURO

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI
06/10/2016	-0,77%	-0,75%	-0,74%	-0,73%
06/01/2017	-0,79%	-0,76%	-0,75%	-0,75%
06/04/2017	-0,80%	-0,79%	-0,79%	-0,80%
06/07/2017	-0,67%	-0,67%	-0,67%	-0,66%
06/10/2017	-0,72%	-0,73%	-0,74%	-0,74%

TABELLA 3

EVOLUZIONE TASSI EURIBOR

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI
06/10/2016	-0,30%	-0,20%	-0,13%	-0,06%
06/01/2017	-0,32%	-0,23%	-0,15%	-0,09%
06/04/2017	-0,33%	-0,24%	-0,18%	-0,12%
06/07/2017	-0,33%	-0,27%	-0,20%	-0,16%
06/10/2017	-0,33%	-0,27%	-0,22%	-0,17%

movimento leggermente al ribasso a parità di inclinazione, interrompendo l'andamento precedente (FIGURA 11). Di fronte ad un aumento dei tassi a breve, anche i tassi a lungo sono aumentati. La curva rimane crescente, ma il primo tratto è piatto (crescita dei tassi a breve ferma) ed il secondo tratto è più ripido (in stile USA, dove il QE è finito). È chiaro che il mercato continua a credere nel mantenimento del QE e nei tassi negativi e sembra incorporare anche deboli segnali di normalizzazione. Secondo gli instantaneus forward di BCE, i tassi a breve torneranno positivi solo tra 3 anni e 3 mesi ed un mese (praticamente come il trimestre precedente). La pendenza in crescita (tra i 3 ed i 7 anni) indica che la politica monetaria espansiva (per usare un eufemismo) continua ad essere associata a prospettive di crescita di medio-lungo termine. Soprattutto se la politica monetaria viene aiutata dalla (incertissima) politica fiscale. Anche questo trimestre lo scenario "giapponese" si è allontanato. 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.

Lo «spettro» dei rendimenti (dal 3 mesi al 30 anni, FIGURA 12) segnala una curva che è tornata in prospettiva 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). E' sempre più marcata la distanza tra i fondamentali dell'economia (in deciso miglioramento) e la visione deflazionistica implicita nei tassi. La paura di un'area EURO incapace di reagire adeguatamente sul fronte macroeconomico sembra ridursi. Brexit sembra aver aiutato a prendere consapevolezza. L'esito elettorale francese ha acceso alcune speranze. Quello tedesco, invece, ha creato incertezze. La Spagna spaventa.

I TASSI DI INTERESSE NEI DIVERSI PAESI DELL'AREA EURO. L'ITALIA È ORIENTATA VERSO I 150 BP.

La tabella «condizioni di solvibilità» (TABELLA 4) accoglie alcuni dati macroeconomici previsionali e l'andamento degli spread rispetto alla

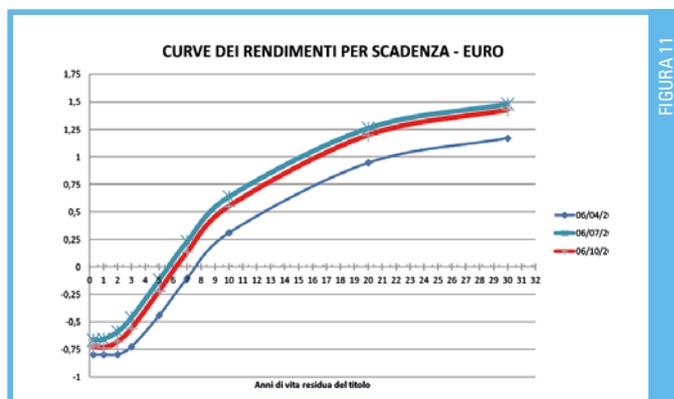


FIGURA 11

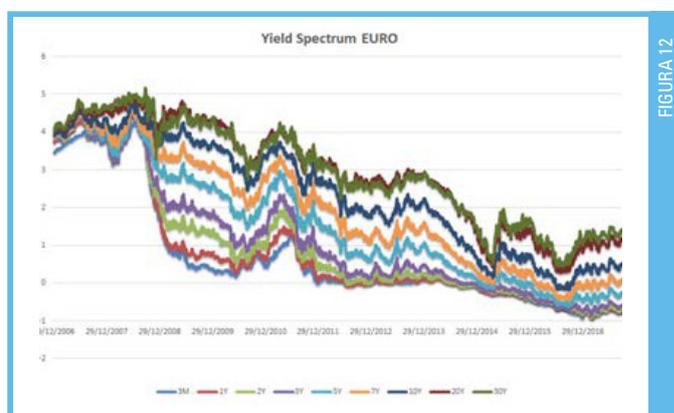


FIGURA 12

TABELLA 4	CONDIZIONI DI SOLVIBILITA' DI ALCUNI PAESI DELL'EURO E SPREAD RISPETTO ALLA GERMANIA									
		Debito PIL 2017	Debito PIL 2022	Crescita PIL 2017	Crescita PIL 2018	Deficit PIL 2017	Tassi a 10 anni 09/10/2017	SPREAD 09/10/2017	SPREAD 10/04/17	Variazione SPREAD
Germania	64,70	62,00	2,1	1,9	0,7	0,47	0,00	0,00		
Olanda	59,70	57,80	2,7	2,0	0,6	0,59	0,12	0,10	0,02	
Francia	97,40	97,40	1,7	1,8	-3,1	0,73	0,26	0,25	0,01	
Austria	81,20	78,30	2,3	2,0	-1,2	0,65	0,18	0,13	0,05	
Belgio	104,30	103,30	1,6	1,7	-2,0	0,79	0,32	0,34	-0,02	
Italia	132,80	131,60	1,4	1,1	-2,3	2,21	1,74	1,70	0,04	
Spagna	98,50	97,90	3,1	2,7	-3,3	1,66	1,19	1,11	0,08	
Irlanda	74,80	73,40	4,5	3,0	-0,5	0,71	0,24	0,41	-0,17	
Portogallo	128,60	127,10	2,4	1,7	-1,5	2,45	1,98	2,51	-0,53	
Grecia	180,70	181,50	1,0	1,8	-1,4	5,61	5,14	4,78	0,36	
USA	108,30	108,90	2,2	2,3	-3,4	2,36	1,89	1,77	0,12	
Giappone	239,29	239,40	1,5	1,2	-4,5	0,05	-0,42	-0,49	0,07	
UK	89,00	88,70	1,5	1,3	-3,6	1,41	0,94	0,71	0,23	
	Fonte FMI			Fonte Economist						

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.

Si sta riducendo l'incertezza su governo e banche, la crescita economica mostra segni di miglioramento, il debito pubblico risente dei "salvataggi" bancari e si preparano le incertissime elezioni: in questo contesto, lo spread BTP – Bund non scende. Rispetto al trimestre precedente l'Italia ha visto confermare uno spread di 170 bp. La Spagna conferma di averci superato in "solvibilità", Catalogna permettendo. L'Italia non è più il "fanalino di coda" per previsioni di crescita 2017, ma lo rimane per il 2018 e ha un debito/PIL attuale e prospettico secondo solo a quello della Grecia (se escludiamo il Giappone, naturalmente). Un miglioramento delle previsioni di crescita c'è stato, ora serve crescita effettiva, altrimenti l'Europa si allontana (e lo spread si 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); 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 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 continua ad apparire come l'anello debole di un percorso concatenato e difficile. La Spagna può essere un fattore destabilizzante.

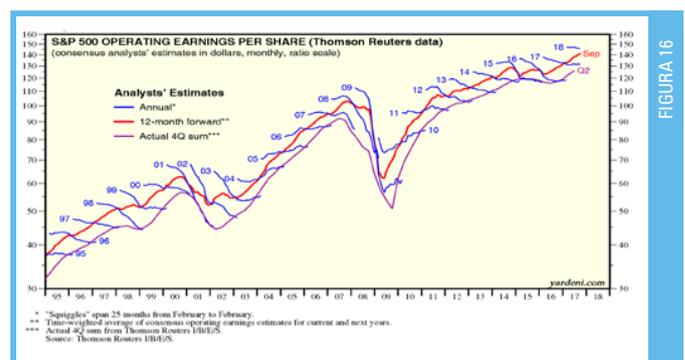
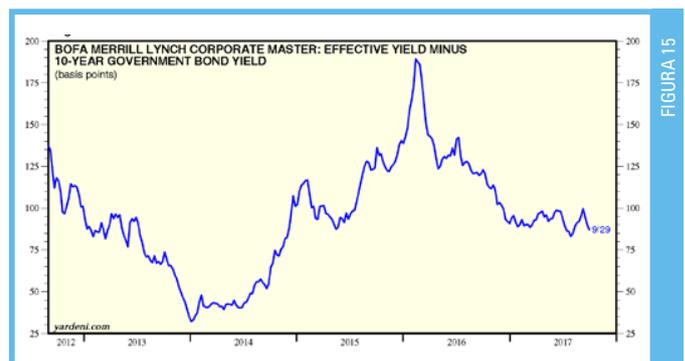
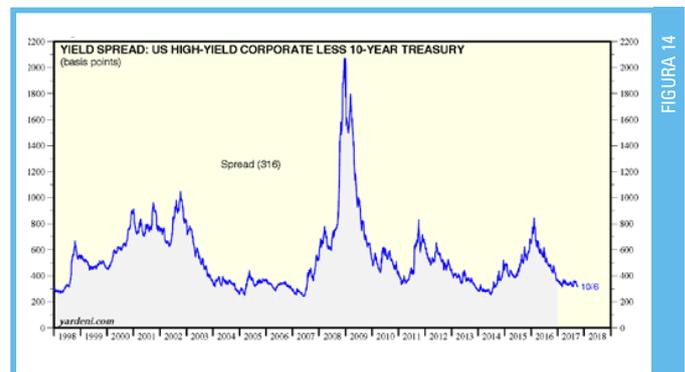
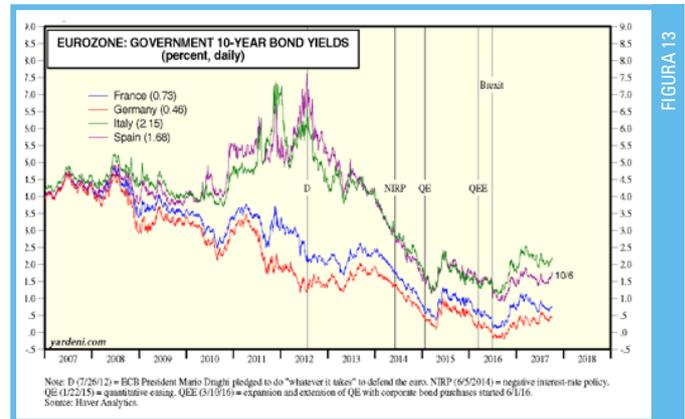
IL RISCHIO DI CREDITO E GLI SPREAD SULLE OBBLIGAZIONI CORPORATE. SIAMO AI MINIMI, MA NON SI SALE.

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 la discesa è stata modesta, ma è ripresa: 316 bp (erano 340 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 bp per poi scendere a 120 (dato ottobre 2016). I valori attuali sono ormai stabilmente inferiori a 100 bp. Sono giunti a circa 85 bp, segnando una nuova riduzione.

Ricordando che buona crescita con inflazione contenuta è uno dei migliori scenari possibili, la compressione del premio per il rischio 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). Continuiamo a ritenere che questi spread siano ormai progressivamente da vendere.

MIGLIORANO GLI UTILI DELLE AZIENDE USA. CONTINUANO A CRESCERE 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. Ma il 2016 si chiude in leggero aumento a 118,04 con una crescita di +0,5%. La previsione 2017 è stabile a 131,12 (da 131,52) (+11,1% da +11,4%). La previsione 2018 si riduce a 145,57 da 147,02 (+11,0% da +11,8%). Questo il "consenso". Ma alcuni analisti sono più pessimisti. 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, portando a 150 di EPS il dato previsto. Vedremo.

In FIGURA 16 la linea rossa rappresenta l'andamento degli utili attesi per azione S&P500 dal 1995 (fonte Yardeni Research, aggiornamento fine giugno). Le linee blu rappresentano l'andamento delle previsioni degli analisti. Per il 2015, il 2016 e il 2017 si nota che le nette revisioni al ribasso si sono interrotte. Gli utili attesi tra 12 mesi (la linea rossa) confermano invece un segnale di ulteriore miglioramento, come nello scorso trimestre. E gli utili (anche quelli effettivi in Q2 rappresentati dalla linea viola) 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 sesto trimestre consecutivo è un segnale estremamente positivo. I fondamentali attuali rinnovano i supporti ad un mercato che è cresciuto ormai molto, anche a QE finito. Il mercato sembra aver digerito agevolmente la fine del QE USA e quattro rialzi dei tassi. E sembra pronto ad affrontare gli ulteriori rialzi attesi per il 2017 (uno, forse).

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 (18,1 stabile rispetto al trimestre precedente); il più "economico" è l'indice dei paesi emergenti (12,6 da 12,3). 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, in un contesto di riduzione dei premi per il rischio. I Paesi emergenti hanno registrato nel trimestre revisioni al rialzo degli utili attesi. Sono aree geografiche ancora molto interessanti, per motivi ciclici.

In FIGURA 17, vengono rappresentate le determinanti del PE del mercato azionario EMU. 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 gli utili risultano in crescita anche questo trimestre.

Lo stesso grafico compare in FIGURA 21, con riferimento ai mercati azionari mondiali (indice MSCI World ex-US 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 (in valuta locale). I primi nove mesi dell'anno sono stati generosi.

In chiusura non si può omettere un dato interessante. Secondo i dati IBES - Thomson Reuters, l'Italia è il primo paese mondiale per crescita attesa degli utili a lungo termine (+44% a 5 anni, era +33% lo scorso trimestre). La crescita del prossimo anno si attesta sul +14,4%, collocando il nostro paese al dodicesimo posto, appena sotto l'indice dei paesi emergenti asiatici, il primo indice di area geografica.

Emerging Markets Asia, con una crescita degli utili a lungo termine del 23,1% si conferma il primo indice di area geografica.

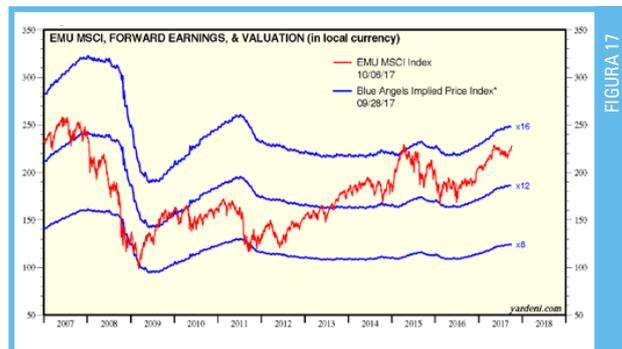


FIGURA 17

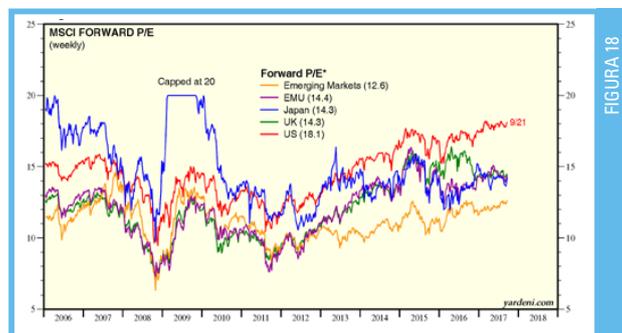


FIGURA 18



FIGURA 19



FIGURA 20

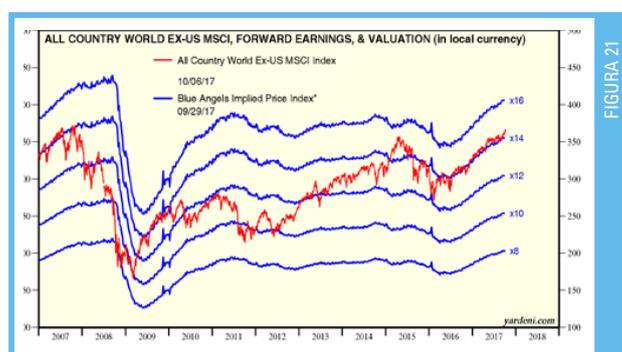


FIGURA 21

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.

**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 _ info@sanfelice1893.it