



SANFELICE 1893

MERCATI

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

OTTOBRE 2018

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

I SEGNALI DI INDEBOLIMENTO DELLA CRESCITA ECONOMICA GLOBALE SEMBRANO PIÙ CHIARI.

Secondo l'Economist (TABELLA 1), la crescita 2019 dell'area EURO si attesterà al +1,8% (era +1,9% il trimestre precedente). Il dato per il 2018 è stato aggiornato a +2,1% (era +2,2% il trimestre precedente). In USA il 2019 dovrebbe registrare una crescita del +2,5% (era +2,4%). Nel 2018 la crescita è prevista a +2,9% (era +2,8%). Area EURO e USA dunque dovrebbero rallentare il loro tasso di crescita. L'economia USA risente di una politica monetaria in normalizzazione, con una politica fiscale in adeguata compensazione. Il QE area EURO continua, ma con forza attenuata e scadenza definita. In Italia il 2019 è previsto in crescita (+1,1% era +1,2%). In questo caso (purtroppo) non c'è rallentamento, perché le previsioni 2018 sono state ritoccate al ribasso (ora +1,1%; era +1,3% da +1,5%). Dei 58 Paesi censiti dall'Economist l'Italia, secondo le previsioni, è terzultimo nel 2019 (dopo di noi Argentina e Venezuela; ci precede il Giappone. Il nostro bellissimo Paese, insomma, "soffre" più degli altri quando ci sono revisioni al ribasso della crescita mondiale. Anche la brillante Spagna (+2,2% da +2,3% nel 2019) deve accettare un rallentamento (+2,7% nel 2018, stabile rispetto al trimestre precedente). Per la Francia si prevede un dato 2019 pari a +1,7% (da +1,9%). La crescita 2018 è prevista al +1,7% (in diminuzione rispetto a quanto previsto nel trimestre precedente: +1,9%). Osservando le previsioni per l'economia tedesca, si registra un 2018 a +1,9% (era +2,1% la previsione del trimestre precedente) e un 2019 a +1,9% (stabile). Il dato giapponese 2019 (+1,2% stabile) è in crescita rispetto alla previsione 2018 (+1,1% stabile).

La Cina, secondo le previsioni, registrerebbe un 2019 di crescita robusta al +6,2% (da +6,3%) anche in questo caso inferiore al dato 2018 di +6,6% (stabile da tre trimestri).

L'India nel 2019 dovrebbe crescere di un vigoroso +7,3% (era 7,5%, però); un dato comunque inferiore alle attese per il 2018 (+7,4% dal +7,3% del precedente trimestre). Si conferma il Paese con le migliori prospettive 2019. Ancora ritoccati al ribasso i dati per la Russia 2018 e 2019: +1,6% (era +1,7%) e +1,5% (era +1,7%). Il Brasile registra un +1,5% (era +1,7%) nel 2018 e un +2,4 (era +2,6%) per il 2019.

Come si vede dalle previsioni in TABELLA 1, la decima dopo la Brexit e la seconda dopo l'annuncio della guerra dei dazi, nessun Paese ha segno negativo nel biennio 2019-2018 (escludendo l'Argentina). Il Regno Unito (+1,4% nel 2019 - stabile - e +1,3% nel 2018 - stabile) mantiene una crescita accettabile, senza brillare.

Secondo le previsioni ufficiali FMI (ottobre 2018), il 2016 si conferma un punto di minimo per l'economia mondiale (+3,3% di crescita del PIL reale). Nel 2017 la crescita si è portata al 3,7% (era 3,8% ad aprile); nel 2018 ad aprile era previsto un +3,7%, oggi FMI conferma un +3,7%. Per il 2019 la crescita mondiale si dovrebbe confermare al +3,7% (era 3,9% ad aprile). In FIGURA 1 però, utilizzando una media ponderata con i PIL 2015 alla PPP, si vede un debole rallentamento globale.

I PMIs (Purchasing Managers Index) sono aggiornati a settembre (FIGURE 2 e 3). Sono tutti sopra la soglia 50 per i paesi sviluppati. Particolarmente forte il dato USA (che torna però a 59,8 da 60,2 del precedente trimestre); quello della Eurozona scende a 53,2 da 54,9 del trimestre precedente, confermando il terzo calo consecutivo. Contrastato e meno brillante il dato per i paesi

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

	Real GDP, % change				Consumer prices % change				Current account % of GDP			
	Low/high range		average		2018		2019		2018		2019	
	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019		
Argentina	-3,0/-1,6	-1,0/0,3	-2,3 (0,5)	-0,2 (1,7)	33,9 (27,3)	32,4 (21,4)	-4,3 (-4,5)	-2,4 (-3,8)				
Australia	2,8/3,4	2,3/3,5	3,2 (2,9)	2,8 (2,7)	2,1	2,2	-2,6	-2,4 (-2,6)				
Austria	2,8/3,0	1,7/3,0	2,9	2,1 (2,2)	2,1	1,9	2,2	2,3				
Belgium	1,5/1,6	1,4/1,8	1,5 (1,6)	1,6 (1,7)	2,2 (2,0)	2,1 (2,0)	-0,3 (-0,1)	-0,3 (0,1)				
Brazil	1,2/2,0	1,9/3,5	1,5 (1,8)	2,4 (2,2)	3,8	4,3 (4,2)	-1,0	-1,3 (-1,4)				
Britain	1,2/1,4	0,9/1,9	1,3	1,4	2,4	2,1	-3,4 (-3,5)	-3,3 (-3,2)				
Canada	2,0/3,2	1,7/3,7	2,3	2,2	2,3 (2,2)	2,1	-2,6 (-2,5)	-2,3				
China	6,5/6,7	6,0/6,6	6,6	6,2 (6,3)	2,1	2,4 (2,3)	0,5 (0,6)	0,3 (0,5)				
Denmark	0,9/2,0	1,5/2,0	1,3 (1,6)	1,9	1,1	1,5 (1,6)	7,2 (7,4)	7,4 (7,2)				
France	1,5/1,8	1,5/2,0	1,7	1,7 (1,8)	2,1 (2,0)	1,6 (1,5)	-0,9 (-1,1)	-0,9 (-1,1)				
Germany	1,7/2,2	1,8/2,4	1,9 (2,0)	1,9 (2,0)	1,8	1,8 (1,7)	7,9 (7,6)	7,5 (7,2)				
India	6,6/7,7	6,8/7,6	7,4 (7,3)	7,3	4,6	4,9 (4,8)	-2,4	-2,6 (-2,4)				
Indonesia	5,0/5,3	5,0/5,4	5,2	5,1 (5,3)	3,4 (3,6)	3,8 (3,9)	-2,6 (-2,5)	-2,5				
Italy	1,0/1,3	0,9/1,5	1,1 (1,2)	1,1 (1,2)	1,4	1,5 (1,4)	2,4 (2,5)	2,1 (2,3)				
Japan	0,8/1,3	0,8/1,4	1,1	1,2	0,9	1,2	3,8	3,8 (3,9)				
Mexico	1,9/2,5	1,8/2,7	2,1	2,2 (2,1)	4,8 (4,5)	4,1 (3,7)	-1,8 (-1,7)	-1,8				
Netherlands	2,6/2,9	2,0/2,9	2,8	2,3 (2,4)	1,7 (1,6)	2,2 (1,9)	10,1 (9,7)	9,7 (9,6)				
Russia	0,7/2,0	1,0/1,9	1,6 (1,7)	1,5 (1,7)	2,9 (3,0)	4,5 (4,3)	5,1 (4,3)	5,0 (3,6)				
South Africa	0,5/0,9	1,2/2,4	0,7 (1,5)	1,7 (1,9)	4,8	5,6 (5,3)	-3,5 (-3,3)	-3,4 (-3,3)				
South Korea	2,6/2,9	2,3/2,9	2,8	2,7 (2,8)	1,6	1,8 (1,9)	4,5 (4,6)	4,3 (4,5)				
Spain	2,6/2,9	1,0/3,0	2,7	2,2 (2,3)	1,8 (1,7)	1,6	1,1 (1,4)	1,0 (1,3)				
Sweden	2,4/3,2	1,8/2,9	2,7 (2,8)	2,2 (2,3)	2,0	2,4 (2,1)	3,8 (3,6)	3,3 (3,5)				
Switzerland	2,1/3,0	1,5/2,4	2,7 (2,2)	1,9	1,0 (0,8)	1,0 (0,9)	9,9 (9,7)	9,3 (9,6)				
Turkey	3,1/4,7	0,7/3,9	3,8 (4,0)	1,5 (3,1)	15,3 (13,3)	17,1 (11,5)	-5,7 (-6,1)	-3,9 (-5,0)				
United States	2,7/3,1	1,6/3,3	2,9	2,5 (2,5)	2,5	2,3	-2,6 (-2,7)	-2,9				
Euro area	1,9/2,3	1,5/2,2	2,1	1,8	1,7	1,6	3,4	3,1 (3,2)				

Sources: Bank of America, Barclays, BNP Paribas, Citigroup, Commerzbank, Credit Suisse, Decision Economics, Deutsche Bank, EBS, Goldman Sachs, HSBC Securities, ING, IHS IGA, JPMorgan, Morgan Stanley, NBS, Royal Bank of Canada, Schroders, Societe Generale, Standard Chartered, UBS

TABELLA 1

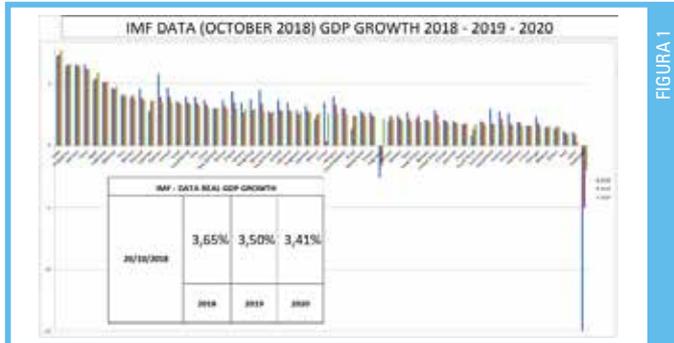


FIGURA 1



FIGURA 2

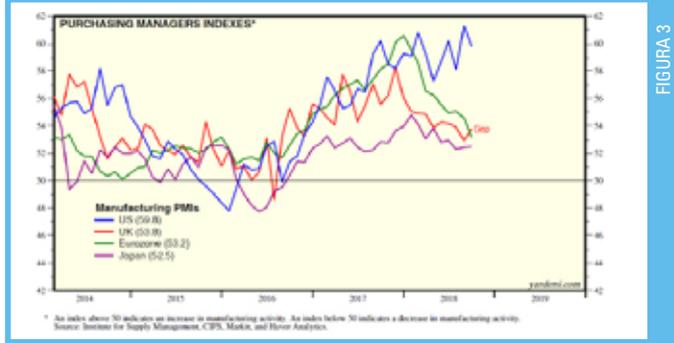


FIGURA 3

emergenti: Brasile e Russia tornano a 50. India e Cina si confermano sopra la classica soglia.

I Leading Indicator dell'OCSE (8 ottobre 2018) iniziano a segnalare complessivamente un rallentamento economico in tutta l'area OCSE. USA rimane stabile nella crescita, ma l'area EURO conferma segnali di rallentamento; l'Italia e la Francia continuano a rallentare, insieme al Regno Unito; la Germania torna a stabilizzarsi; il Giappone, la Russia e ora anche la Cina sono stabili. Migliora, invece, la sola India.

I dati di tendenza del FMI aggiornati ad ottobre (FIGURA 1) confermano il rallentamento della crescita per il triennio 2020, 2019 e 2018 a livello globale, con una media ponderata (per il PIL nominale alla parità dei poteri d'acquisto), rispettivamente del +3,41%, +3,50% e +3,65%. Solo un Paese si conferma a crescita negativa in tutto il triennio: il Venezuela.

I segnali dagli USA rimangono positivi. L'ottavo rialzo dei tassi della FED (27/09/2018) è coerente con i dati macro e con un'inflazione che ha superato il 2%. 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 si trova in una fase di "expansion" di lungo periodo (FIGURA 4) che non sembra mostrare segnali di inversione.

Il QE europeo prosegue, sia pure con un ritmo sempre più lento (come precisamente annunciato), accompagnato da tassi ampiamente negativi sui saldi bancari. Il bilancio della BCE sta ancora espandendosi. 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 4,63 trilioni di euro (da 4,59 del trimestre precedente). Le previsioni di crescita FMI rilasciate in ottobre, i nuovi dati OCSE e le previsioni Economist mostrano un mondo in crescita congiunta, con i paesi sviluppati in rallentamento e paesi emergenti contrastati ma positivi. Il rallentamento della Cina prosegue in modo molto 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 crescere e la Cina rimane stabile. All'orizzonte non si registrano ancora pericoli recessivi, non ci sono pericoli inflazionistici. Ma si percepisce un rallentamento globale, quale risposta a politiche monetarie sempre meno espansive.

In USA prosegue la FED Policy Normalization. I dati USA dimostrano che la cura monetaria ha funzionato. In area EURO i segnali positivi si confermano, anche se sono più deboli: la politica monetaria rimarrà espansiva ed i tassi molto bassi "ben oltre l'orizzonte temporale del QE". Negli USA le politiche fiscali espansive sono divenute una realtà. Ma elementi di protezionismo molto seri alimentano preoccupazioni macroeconomiche. Forse sono solo "negozziazioni", minacce destinate a rientrare, almeno in parte.

Continua l'ordinata crescita del prezzo del petrolio (WTI) giunto a 75 dollari (erano 74,1 dollari il trimestre precedente). Nell'ultimo anno è ora in crescita del +38,6% (era a +57,5% nel trimestre precedente). Nell'ultimo mese è cresciuto del +3% (fonte Economist al 9 ottobre 2018). Le tensioni internazionali alimentano qualche preoccupazione. Il rallentamento della crescita economica smorza appena le attese di domanda. L'inflazione totale ha risentito degli aumenti, ovviamente. Ma l'inflazione "core" non sembra al momento spinta verso l'alto.

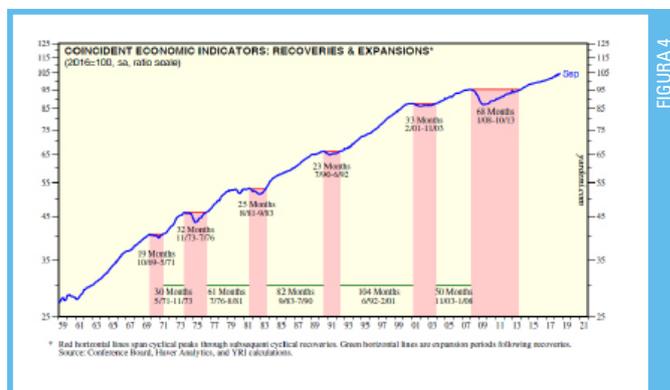


FIGURA 4



FIGURA 5

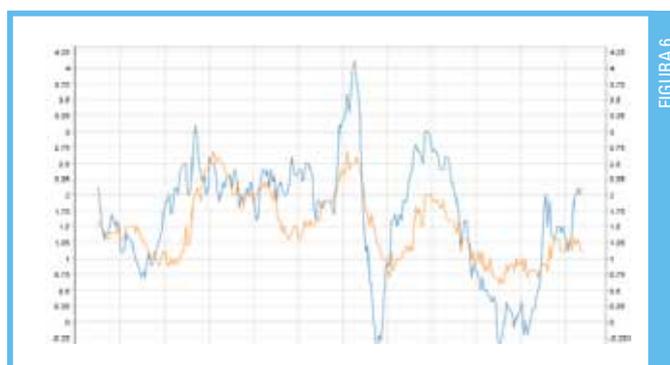


FIGURA 6



FIGURA 7

L'INFLAZIONE IN USA SI CONSOLIDA SENZA SPAVENTARE. IN AREA EURO SEMBRA SOLO TRAINATA DAL PETROLIO.

Nell'area dell'EURO l'inflazione totale è in leggero aumento: da +2,0% del trimestre precedente a +2,1% (FIGURA 6). È di nuovo sopra l'1% l'inflazione "core" (senza cibo ed energia: +1,1% era +1,2% lo scorso trimestre). I dati sono riferiti a settembre. Non ci sono elementi per vedere rialzi dei tassi ufficiali all'orizzonte, come è stato detto. In FIGURA 5 è riportata l'inflazione USA core (dati di settembre, +2,2% stabile) e l'inflazione totale (+2,3% da +2,8%). Indicazioni coerenti con uno scenario di persistente e moderata crescita attuale ed attesa. Il mercato del lavoro USA si è stabilizzato. La disoccupazione non scende più, ha raggiunto livelli molto bassi. Qualche (positivo) segnale di crescita arriva dai salari.

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 0,485%, era 0,389% il trimestre precedente, per durata 10 anni fonte ECB, 19/10/2018).

NULLA DI NUOVO: I TASSI DI INTERESSE A BREVE TERMINE EURO AAA NON RIESCONO PROPRIO A SALIRE.

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 5 anni e 10 mesi (erano negativi fino a 6 anni e 7 mesi, lo scorso trimestre) (FIGURA 7 e TABELLA 2). Secondo le elaborazioni BCE, i tassi a breve rimarranno negativi per altri 2 anni e 11 mesi (erano 3 anni e 4 mesi lo scorso trimestre; instantaneous forward 19/10/2018).

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. L'evoluzione negativa italiana si è fatta sentire. 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.

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 rimanere stabili. I rendimenti a tre mesi impliciti (forward rate) sono riassunti in FIGURA 8.

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. E i dati di queste settimane sulle banche italiane lo confermano drammaticamente. L'evoluzione dell'EURIBOR negli ultimi 12 mesi è riassunta nella TABELLA 3. Gli spread che rappresentano il rischio banche sono in leggera crescita. Lo spread EURIBOR – AAA a tre mesi (differenza tra tassi negativi in entrambi i casi) si è portato a 40 bp (da 30 bp, FIGURA 10). Esso è comunque previsto in crescita, almeno stando alla struttura dei tassi impliciti (65 bp a luglio 2019, FIGURA 9).



FIGURA 8

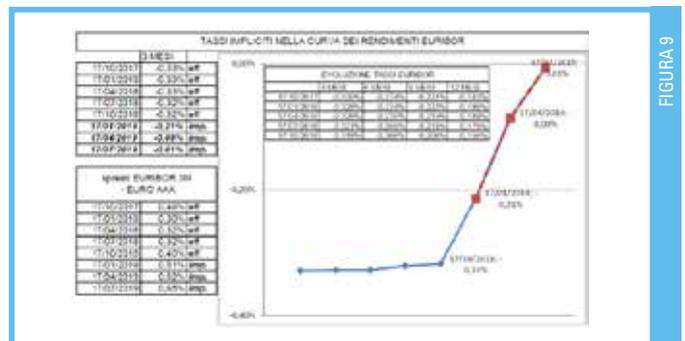


FIGURA 9



FIGURA 10

TABELLA 2

EVOLUZIONE TASSI A BREVE GOVERNATIVI AAA EURO				
	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI
17/10/2017	-0,79%	-0,79%	-0,79%	-0,79%
17/01/2018	-0,63%	-0,65%	-0,65%	-0,65%
17/04/2018	-0,65%	-0,67%	-0,68%	-0,67%
17/07/2018	-0,64%	-0,67%	-0,68%	-0,69%
17/10/2018	-0,72%	-0,72%	-0,71%	-0,70%

TABELLA 3

EVOLUZIONE TASSI EURIBOR				
	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI
17/10/2017	-0,329%	-0,274%	-0,221%	-0,183%
17/01/2018	-0,328%	-0,274%	-0,223%	-0,186%
17/04/2018	-0,328%	-0,270%	-0,219%	-0,189%
17/07/2018	-0,321%	-0,269%	-0,216%	-0,179%
17/10/2018	-0,318%	-0,266%	-0,206%	-0,156%

TASSI EURO A LUNGO TERMINE: MINIMI ALLE SPALLE, MA QUANTA FATICA PER CRESCERE.

In questo trimestre la curva dei tassi EURO (governativi AAA) ha registrato rispetto al trimestre precedente un leggero movimento rialzista incrementando l'inclinazione (FIGURA 11): i tassi a breve sono sostanzialmente fermi, le tensioni sugli spread dei governativi spostano liquidità verso i Paesi AAA e ci sono segnali di rallentamento economico. Sulla spinta dei tassi USA 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 sconta la riduzione del QE, crede nei tassi negativi ancora per un periodo protratto e non sembra incorporare i segnali di normalizzazione annunciati. La pendenza della curva (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 termine. Soprattutto se la politica monetaria venisse aiutata dalla (incertissima) politica fiscale. Questo trimestre lo scenario "giapponese" si è quindi allontanato (FIGURA 12). Draghi spingerà ancora per qualche mese (QE2), ma la fiducia rimane debole. E' quasi 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 12) segnala una curva che rimane molto "aperta", in attesa di una crescita dei tassi. L'effetto sulle aspettative di inflazione e crescita del QE1 è stato modesto. Il QE2 sembra aver funzionato (FIGURA 13), ma sembra anche che manchi qualcosa. I fondamentali dell'economia sono buoni ma non brillanti ed arrivano segnali di rallentamento. La paura di un'area EURO incapace di reagire adeguatamente sul fronte macroeconomico è di nuovo presente. Brexit sembrava aver aiutato a prendere consapevolezza. Gli esiti delle elezioni italiane confermano che esiste un problema per l'Unione.

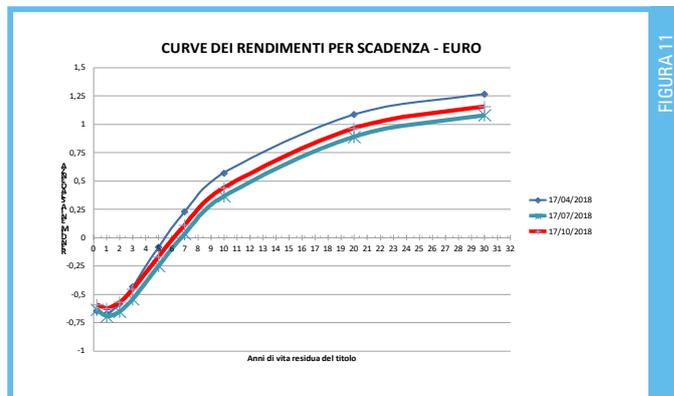


FIGURA 11



FIGURA 12

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

TABELLA 4

	Debito PIL 2018	Debito PIL 2023	Crescita PIL 2018	Crescita PIL 2019	Deficit PIL 2017	Tassi a 10 anni 18/10/2018	SPREAD 18/10/2018	SPREAD 14/09/2018	Variazione SPREAD
Germania	59,80	44,60	1,9	1,9	1,7	0,41	0,00	0,00	
Olanda	53,10	40,00	2,8	2,3	1,3	0,57	0,16	0,10	0,06
Francia	96,70	93,90	1,7	1,7	-2,6	0,82	0,41	0,31	0,10
Austria	74,20	61,70	2,9	2,1	-0,3	0,57	0,16	0,15	0,01
Belgio	101,20	93,80	1,5	1,6	-1,1	0,90	0,49	0,35	0,14
Italia	130,30	125,10	1,1	1,1	-2,0	3,74	3,33	2,37	0,96
Spagna	97,20	92,60	2,7	2,2	-2,7	1,35	0,94	0,91	0,03
Irlanda	66,60	53,20	5,4	3,2	-0,2	0,99	0,58	0,50	0,08
Portogallo	120,80	102,80	2,2	2,1	-0,6	2,04	1,63	1,45	0,18
Grecia	188,10	151,10	2,0	1,9	-0,2	4,45	4,04	3,60	0,44
USA	106,10	117,00	2,9	2,5	-4,8	2,96	2,55	2,56	-0,01
Giappone	238,20	235,40	1,1	1,2	-3,7	0,08	-0,33	-0,34	0,01
UK	87,40	84,00	1,3	1,4	-1,7	1,56	1,15	1,04	0,11

Fonte FMI (OCT 2018)

Fonte Economist

I TASSI DI INTERESSE NEI DIVERSI PAESI DELL'AREA EURO. I MERCATI NON CONDIVIDONO LE SCELTE ITALIANE.

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. La crescita economica non sembra brillante e al debito pubblico (una "certezza" negativa) si contrappone un governo – quanto meno – EURO critico, che crea "incertezza": l'attesa è finita e lo spread è aumentato con decisione, trovando un nuovo equilibrio, che rende evidente la nostra "diversità". Rispetto al trimestre precedente, l'Italia da 235 bp si è portata a 333 bp, secondo solo a quello della Grecia (404 bp in crescita da 360 bp). E si sono rafforzate "certezze" politiche che non aiutano (o, almeno, non aiutano lo spread).

Il ritorno a tassi "unici" (come nel 2007) nell'area EURO ha subito una forte accelerazione dopo la crisi (FIGURA 13). Ma i dubbi (non fondati) sulla "irreversibilità" dell'EURO certamente allontanano il ritorno alla normalità. 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 ha dimostrato che siamo lontani.

Andiamo avanti, ma con nuove incertezze strategiche sul futuro dell'area EURO e della UE. Le prossime elezioni Europee sono un importante banco di prova. Non è più un problema strettamente economico-monetario, ma un tema politico-sociale. E su questo la BCE può far ben poco. Purtroppo.

Il rischio di credito e gli spread sulle obbligazioni corporate. Non si sale e non si scende.

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 nel 2001. Anche questo trimestre non si registrano sostanziali variazioni: 330 bp (erano 367 bp tre mesi addietro). In FIGURA 15 osserviamo l'andamento dei tassi delle obbligazioni corporate high yield. A spread leggermente inferiori, il tasso di interesse si è stabilizzato al 6,49% (era 6,5%), non seguendo la (modesta) crescita dei tassi a lungo termine USA.

Ricordando che buona crescita diffusa con inflazione contenuta in tutto il mondo è uno dei migliori scenari possibili, 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).

Continuiamo a ritenere che questi spread siano ormai da vendere.

UTILI DELLE AZIENDE IN AUMENTO FINO AL 2020 ... E MERCATI CHE SOFFRONO.

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%. La previsione 2018 aumenta leggermente a 161,79 da

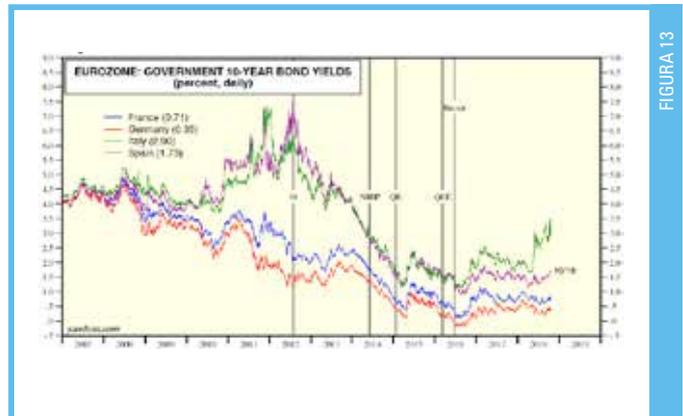


FIGURA 13

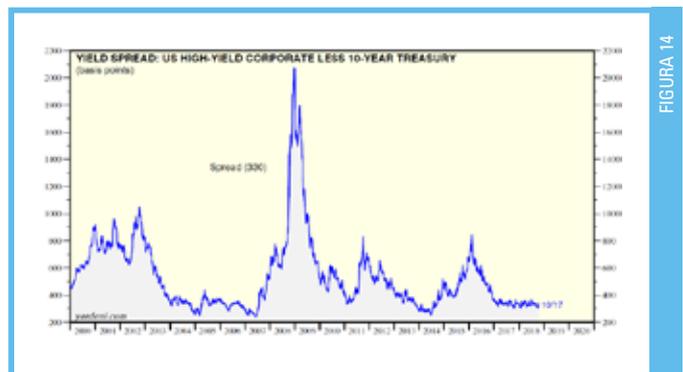


FIGURA 14

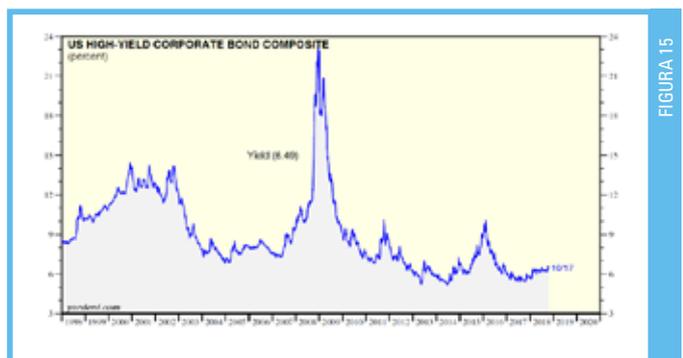


FIGURA 15

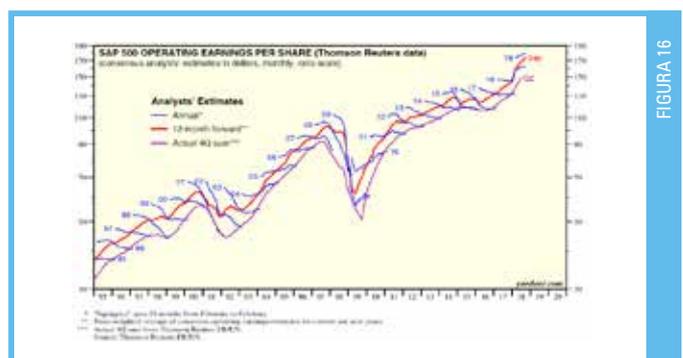


FIGURA 16

161,14 (+22,6% da +22,1%). E si arriva – senza sosta – a 178,48 (+10,3%) nel 2019 (era 176,91 ossia +9,8% la previsione del trimestre precedente). Questo il “consenso”. Ma alcuni analisti sono più pessimisti, anche se ormai le previsioni incorporano la politica fiscale del Presidente USA. Nel 2018: 162 (+22,7%); nel 2019: 173 (+6,8%) secondo Yardeni. E nel 2020 ancora una crescita: 195,57 secondo il consenso (+9,6%).

In FIGURA 16 la linea rossa rappresenta l'andamento degli utili attesi per azione S&P500 dal 1995 (fonte Yardeni Research, aggiornamento fine settembre). Le linee blu rappresentano l'andamento delle previsioni degli analisti. 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 2018 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 decimo trimestre consecutivo è un segnale estremamente positivo. I fondamentali attuali rinnovano i supporti ad un mercato che è cresciuto ormai moltissimo, anche a QE finito. Il mercato sembra aver digerito la fine del QE USA e otto rialzi dei tassi. Ma la prospettiva del protezionismo spaventa e genera incertezza (volatilità).

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. Ma le tensioni europee vincono. In FIGURA 20, osserviamo l'andamento dello S&P500 insieme alla crescita degli attivi della FED, di BCE e BOJ, sommati insieme (in dollari). L'espansione monetaria mondiale ha fornito un formidabile supporto al mercato azionario.

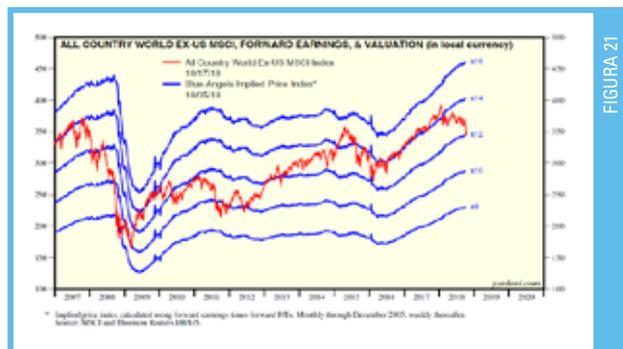
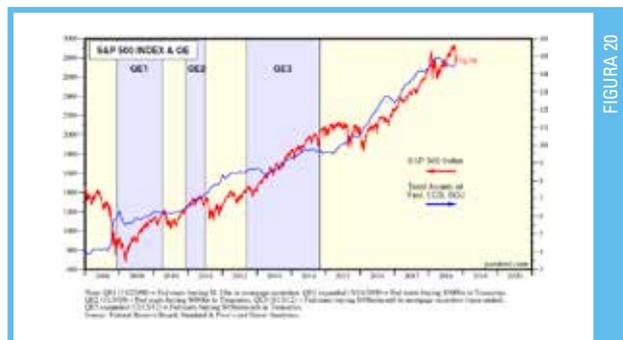
In FIGURA 18 sono raccolti gli andamenti dei PE delle principali aree geografiche (indici MSCI). Il mercato più “caro” è quello USA (17 contro 16,4 del trimestre precedente); il più “economico” è l'indice dei paesi emergenti (10,9 da 11,2). Il PE è funzione di tre elementi: il tasso privo di rischio, 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 Asia hanno registrato anche in questo trimestre revisioni al rialzo degli utili attesi. Per motivi ciclici l'area di maggiore interesse (almeno in teoria) è l'Europa. Ma ci vuole coraggio.

In FIGURA 17, vengono rappresentate le determinanti del PE del mercato azionario EMU. Il mercato presenta un PE inferiore a 13 (12,9), sulla linea dello “angelo azzurro” che moltiplica per 12 gli utili attesi. Gli utili non hanno ancora superato i livelli del 2007 ma sono ancora in progressiva crescita. Il mercato però “non regge”: aumento del premio per il rischio.

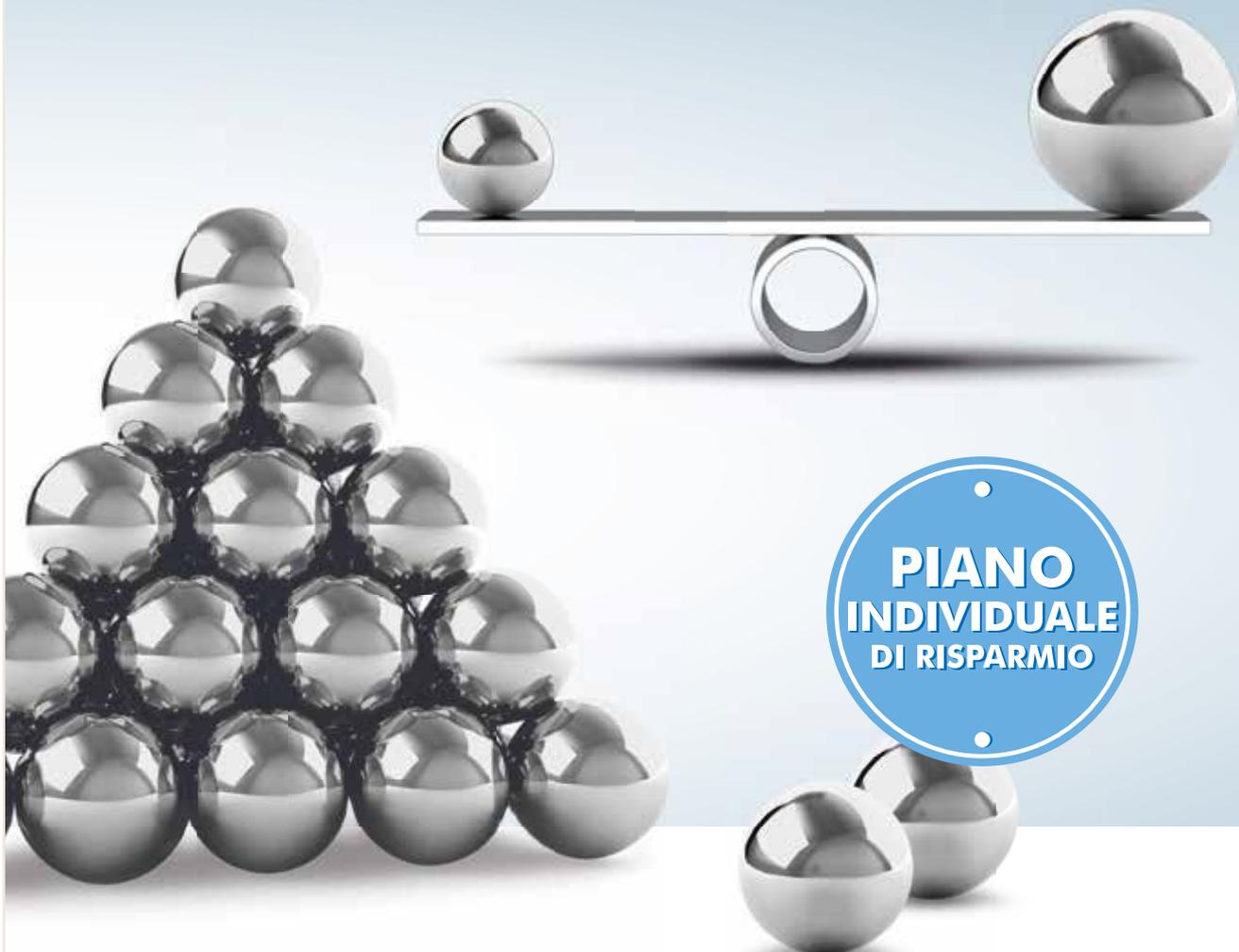
Lo stesso grafico compare in FIGURA 21, con riferimento ai mercati azionari mondiali (indice MSCI World ex-US in valuta locale). Il PE è vicino a 12 ed i mercati sono tornati sotto i massimi del 2007. Gli utili però crescono e sono ormai superiori a quelli segnati nel 2007. Ma anche in questo caso si è registrato un aumento del premio per il rischio.

Secondo i dati IBES - Thomson Reuters, l'Italia è il primo paese europeo per crescita attesa degli utili a lungo termine (+16,2% a 5 anni, era +15,7% lo scorso trimestre). E viene subito dopo gli USA. La crescita degli utili del prossimo anno si attesta sul +12,5% (in diminuzione da +14,8%), portando il nostro paese al diciassettesimo posto (era quattordicesimo), appena sopra la crescita dell'indice dei paesi emergenti - il primo indice di area geografica - e prima degli USA.

Emerging Markets Asia, con una crescita degli utili a lungo termine del 17,1% (era 17,9% lo scorso trimestre) si conferma il primo indice di area geografica (area EURO: +10,6% da +10,7%; Stati Uniti: +16,8% da +16,2%).



IL SISTEMA PIR DI ARCA



ARCA ECONOMIA REALE BILANCIATO ITALIA 15
ARCA ECONOMIA REALE BILANCIATO ITALIA 30
ARCA ECONOMIA REALE BILANCIATO ITALIA 55

ARCA ECONOMIA REALE EQUITY ITALIA
ARCA AZIONI ITALIA

I Fondi di Classe PIR, esenti da tasse,
 che investono nell'eccellenza italiana



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