



SANFELICE 1893

# MERCATI

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

FEBBRAIO 2019

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

## SIAMO IN RALLENTAMENTO, FORSE IN RECESSIONE "TECNICA" IN ALCUNE AREE. MA GLI EMERGENTI NON SEMBRANO MOLLARE.

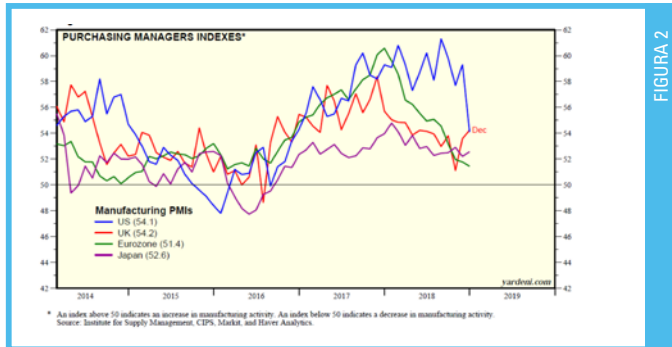
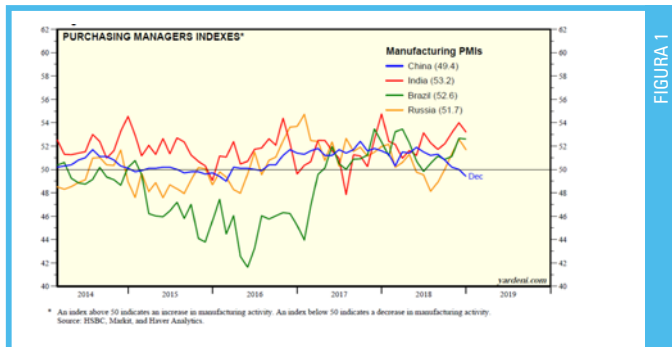
Secondo l'Economist (TABELLA 1, nella quale i paesi sono ordinati per variazione del GDP 2019), la crescita 2019 dell'area EURO si attesterà al +1,7% (era +1,8% il trimestre precedente). Il dato per il 2018 è stato aggiornato a +1,9% (era +2,1% il trimestre precedente). In USA il 2019 dovrebbe registrare una crescita del +2,3% (era +2,5%). Nel 2018 la crescita è prevista a +2,9% (stabile). Area EURO e USA non solo dovrebbero rallentare il loro tasso di crescita, ma stanno già rallentando. L'economia USA risente di una politica monetaria in normalizzazione, in avanzata fase di rialzo dei tassi, considerando i segnali macroeconomici. Il QE area EURO è finito, anche se i tassi rimangono negativi. L'Italia ha subito revisioni al ribasso: il 2019 è previsto in crescita di un modesto 0,4% (era +1,1%) in rallentamento rispetto ad un 2018 ancora ritoccato al ribasso (+0,9% da 1,1%). Dei 58 Paesi censiti dall'Economist, l'Italia, secondo le previsioni, è terzultimo nel 2019 (dopo di noi Argentina e Venezuela; ci precedono la Turchia e la Germania, che è stata superata dal 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 +2,3% (da +2,2%) deve accettare una revisione al ribasso per il 2018: +2,5% da +2,7% del trimestre precedente. Per la Francia si prevede un dato 2019 pari a +1,5% (da +1,7%). La crescita 2018 è prevista al +1,6% (in diminuzione rispetto a quanto previsto nel trimestre precedente: +1,7%). La Germania rallenta vistosamente: il 2018 si porta a +1,4% da +1,9% (del trimestre precedente) e il 2019 scende a +1,2% da +1,9%. Il dato giapponese 2019 (+1,3% migliorato da +1,2%) è in crescita rispetto alla previsione 2018 (+1,0% da +1,1%). Un'eccezione dovuta alla scarsa performance del 2018. La Cina, secondo le previsioni, registrerebbe un 2019 di crescita robusta al +6,3% (in leggero miglioramento da +6,2%); anche in questo il dato è inferiore rispetto al 2018: +6,6% (stabile da quattro trimestri). L'India (il paese a più alta variazione del PIL) nel 2019 dovrebbe crescere di un vigoroso +7,4% (era 7,3%); un dato uguale a quello del 2018 (+7,4% stabile rispetto al precedente trimestre). Sono in leggero miglioramento i dati per la Russia 2018 e 2019: +1,7% (era +1,6%) e +1,6% (era +1,5%). Il Brasile registra un +1,2% (era +1,5%) nel 2018 e un +2,5 (era +2,4%) per il 2019. Come si vede dalle previsioni in TABELLA 1, la undicesima dopo la Brexit e la terza dopo l'annuncio della guerra dei dazi, nessun Paese ha segno negativo nel biennio 2019-2018 (escludendo Argentina e Venezuela). Il Regno Unito (+1,4% nel 2019 – ancora stabile – e +1,3% nel 2018 – ancora stabile) 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 (+3,3% di crescita del PIL reale). Dal 2017 al 2020 dovremmo vedere un rallentamento fino a +3,4% per poi ritornare verso l'alto. L'Area Euro rallenta fino ad 1,5% nel 2019 e 2020. Il Nord America subirebbe una contrazione fino all'1,4% nel 2020, per poi riprendere ad accelerare. I PMIs (Manufacturing Purchasing Managers Index) sono aggiornati a dicembre (FIGURE 1 e 2). Sono tutti sopra

TABELLA 1

Country	Gross domestic product, % change on a year ago			Industrial production, % change on a year ago		Consumer prices % change on a year ago		Unemployment rate, %
	latest	quarter*	2018*	2019*	latest	year ago	2018*	
India	7,1Q3	3,3	7,4	7,4	0,5Nov	2,2Dec	5,2	4,7,4Dec
China	6,5Q3	6,6	6,6	6,3	5,4Nov	1,9Dec	1,8	2,3,8Q4*
Brazil	1,3Q3	3,1	1,2	2,5	0,9Nov	3,7Dec	2,9	3,7,11,8Nov*
Spain	2,5Q3	2,2	2,5	2,3	-2,8Nov	1,2Dec	1,1	1,8,14,7Nov
United States	3,0Q3	3,4	2,9	2,3	3,9Nov	1,9Dec	2,1	2,6,3,8Dec
Euro area	1,6Q3	0,6	1,9	1,7	-3,3Nov	1,6Dec	1,4	1,7,7,9Nov
Russia	1,5Q3	na	1,7	1,6	2,4Nov	4,2Dec	2,5	2,9,4,8Nov*
France	1,4Q3	1,3	1,6	1,5	-2,1Nov	1,6Dec	1,2	2,1,8,9Nov
Britain	1,5Q3	2,5	1,3	1,4	-1,5Nov	2,3Nov	3,1	2,3,4,15,9p*
Belgium	1,6Q3	1,2	1,4	1,3	-1,8Oct	2,3Dec	2,1	2,3,5,6Nov
Japan	nilQ3	-2,5	1	1,3	1,4Nov	0,9Nov	0,5	1,7,3,9Nov
Germany	1,2Q3	0,8	1,4	1,2	-4,6Nov	1,7Dec	1,7	1,9,3,3Nov*
Italy	0,7Q3	0,5	0,9	0,4	-2,6Nov	1,1Dec	0,9	1,3,10,5Nov
Argentina	-3,5Q3	-2,7	-2,2	0,8	-7,1Nov	4,8Dec	na	34,2,9,0Q3*
Venezuela	-8,8Q4*	-6,2	-15,4	-5,7	na	na	na	7,3Apr*

TABELLA 2

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Real GDP growth (PPP exchange rates)</b>										
World	3,5	3,4	3,2	3,7	3,6	3,5	3,4	3,6	3,6	3,6
OECD	2,2	2,5	1,8	2,6	2,4	1,9	1,7	1,9	2,1	2,0
Non-OECD	4,7	4,1	4,4	4,7	4,6	4,7	4,8	4,8	4,8	4,7
<b>Real GDP growth (market exchange rates)</b>										
World	2,8	2,8	2,4	3,1	3,0	2,8	2,5	2,9	2,9	2,9
OECD	2,1	2,4	1,7	2,5	2,3	1,9	1,5	1,8	2,0	1,9
Non-OECD	4,3	3,5	3,7	4,3	4,2	4,4	4,3	4,6	4,6	4,5
North America	2,5	2,7	1,5	2,3	2,8	2,3	1,4	1,7	2,0	1,9
Europe	1,9	1,9	1,9	2,7	2,0	1,7	1,8	2,0	2,0	1,9
Euro area	1,4	2,0	1,9	2,5	1,8	1,5	1,5	1,7	1,7	1,6
Asia & Australasia	4,4	4,6	4,4	4,8	4,6	4,5	4,2	4,3	4,3	4,1
Latin America	1,9	-0,3	-1,3	0,9	0,8	1,8	1,7	2,7	2,7	2,9
Middle East & North Africa	2,9	2,5	4,6	1,5	1,3	2,1	2,8	3,1	3,4	3,4
Sub-Saharan Africa	4,6	2,9	0,9	2,4	2,4	2,9	1,8	3,6	4,0	4,2



la soglia 50 per i paesi sviluppati. Particolarmente forte il dato USA (che flette a 54,1 da 59,8 del precedente trimestre); quello della Eurozona scende a 51,4 da 53,2 del trimestre precedente, confermando il quarto calo consecutivo. Contrastato e meno brillante il dato per i paesi emergenti: India (53,2), Brasile (52,6) e Russia (51,7) sono migliorati, ma la Cina è sotto 50 (49,4). I Leading Indicator dell'OCSE (11 gennaio 2019) segnalano un rallentamento economico in tutta l'area. Le uniche eccezioni sono rappresentate dalla Cina (stabile), dal Giappone (stabile) e dall'India (stabile). Gli USA rallentano. Il nono rialzo dei tassi della FED (20/12/2018) è forse l'ultimo per qualche tempo. 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 (seconda settimana del 2019) è pari a 4,70 trilioni di euro (da 4,63 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. All'orizzonte vi sono recessioni "tecniche", ossia due trimestri con crescita negativa, effetto della frenata. Al momento nessuno prevede un anno su anno negativo. Vedremo le reazioni delle Banche Centrali. 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. Nuovo scenario per il petrolio, che ha subito forti ribassi. Il WTI è tornato a 52 dollari (erano 75 dollari il trimestre precedente). Nell'ultimo anno è ora in calo del -18,2% (era a +38,6% nel trimestre precedente). Nell'ultimo mese è cresciuto del +1,8% (fonte Economist al 15 gennaio 2019). Dati coerenti con il rallentamento economico, a parità di produzione.

## IL PETROLIO GUIDA I RIBASSI DELL'INFLAZIONE. L'ECONOMIA CHE RALLENTA RIDUCE IL POTENZIALE INFLAZIONISTICO "CORE".

Nell'area dell'EURO l'inflazione totale è in diminuzione marcata: da +2,1% del trimestre precedente a +1,6% (FIGURA 5), complice il movimento del prezzo del petrolio. L'inflazione core resta ferma all'1,1%. I dati sono riferiti a dicembre. Il prospettato rallentamento economico condurrà questo dato verso un'ulteriore diminuzione, lasciando eventuali spazi alla politica monetaria non convenzionale. Il presidente Draghi, puntuale nella politica di progressiva 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 dicembre, +2,2% stabile) e l'inflazione totale (+1,9% da +2,3%). 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

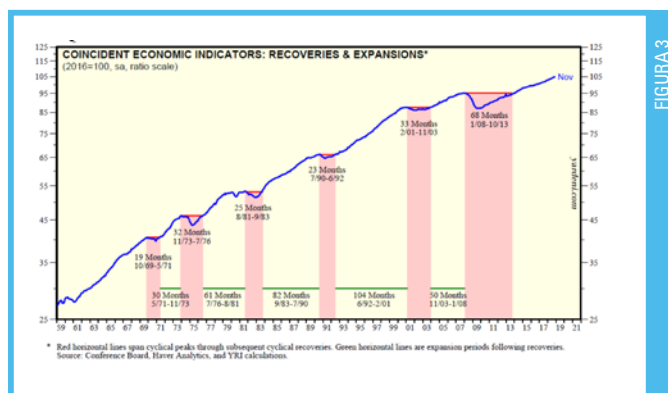


FIGURA 3

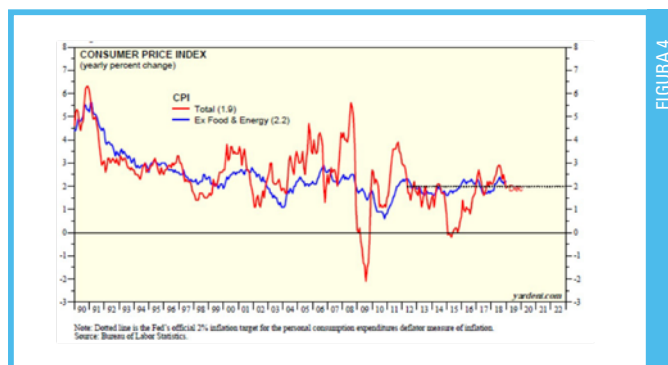


FIGURA 4

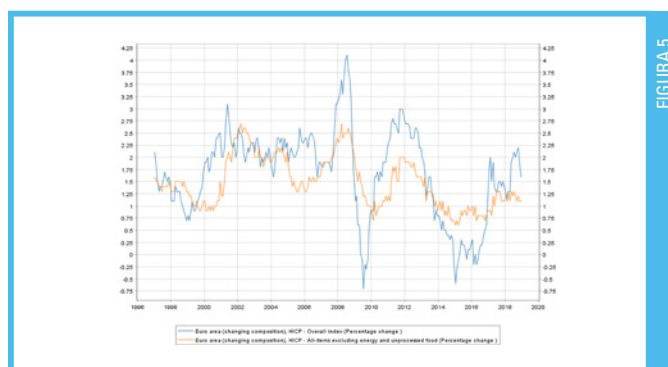


FIGURA 5

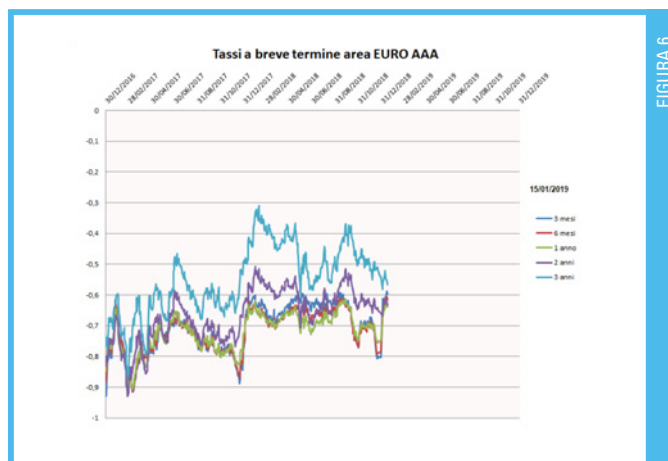


FIGURA 6

(tassi 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 0,267%, era 0,485% il trimestre precedente, per durata 10 anni fonte ECB, 17/01/2019).

## TASSI DI INTERESSE EURO A BREVE TERMINE. NUOVO SCENARIO: NON CAMBIA ALCUNCHÉ.

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 7 anni e 4 mesi (erano negativi fino a 5 anni e 10 mesi, lo scorso trimestre) (FIGURA 6 e TABELLA 3). Secondo le elaborazioni BCE, i tassi a breve rimarranno negativi per altri 3 anni e 9 mesi (erano 2 anni e 11 mesi lo scorso trimestre; instantaneous forward 17/01/2019). 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 rimanere stabili. 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. 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 ridotto a 29 bp (da 40 bp, FIGURA 8). Esso è comunque previsto in crescita, almeno stando alla struttura dei tassi impliciti (67 bp a gennaio 2020, FIGURA 8).

## TASSI EURO A LUNGO TERMINE: NIENTE DA FARE, SI TORNA 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 ci sono prove di un rallentamento economico in atto. Anche i tassi USA mostrano segni di riduzione ed appiattimento, sensibili al rallentamento dell'economia

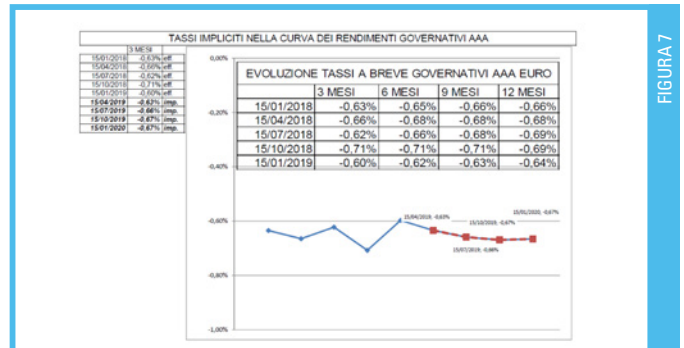


FIGURA 7

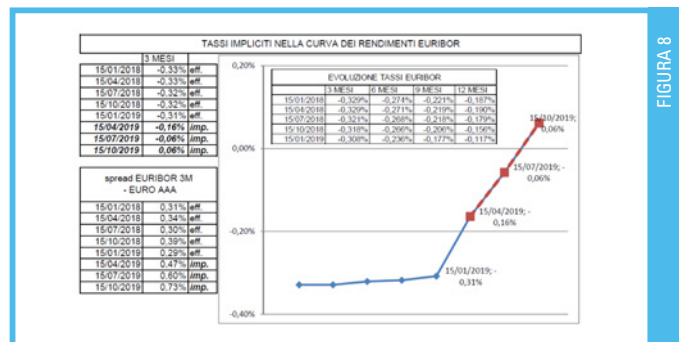


FIGURA 8

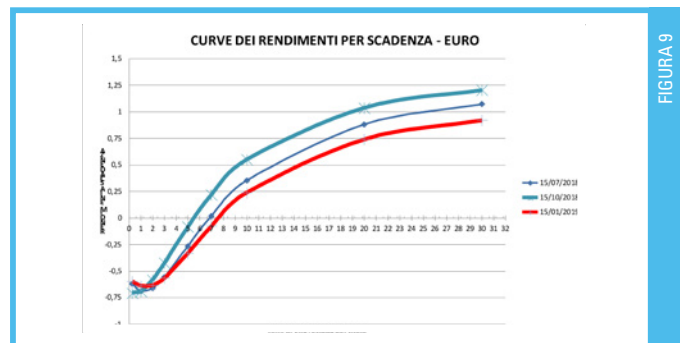


FIGURA 9

**TABELLA 2**

**EVOLUZIONE TASSI A BREVE GOVERNATIVI AAA EURO**

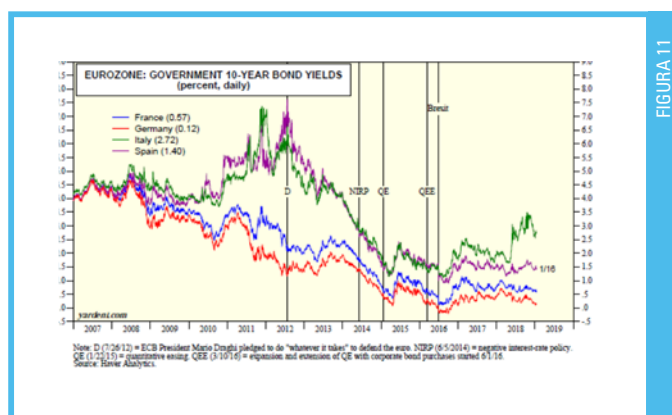
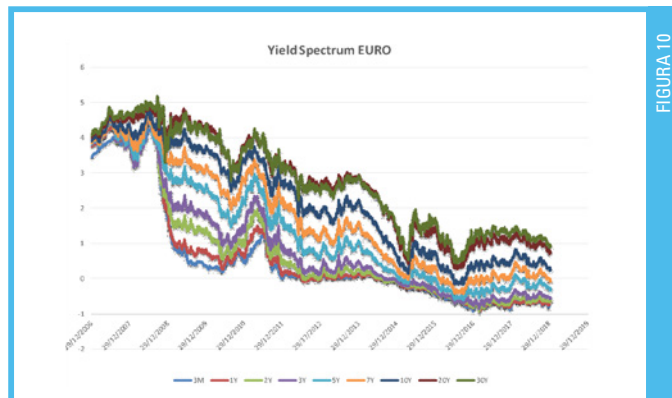
	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI
15/01/2018	-0,63%	-0,65%	-0,66%	-0,66%
15/04/2018	-0,66%	-0,68%	-0,68%	-0,68%
15/07/2018	-0,62%	-0,66%	-0,68%	-0,69%
15/10/2018	-0,71%	-0,71%	-0,71%	-0,69%
15/01/2019	-0,60%	-0,62%	-0,63%	-0,64%

**TABELLA 3**

**EVOLUZIONE TASSI EURIBOR**

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI
15/01/2018	-0,329%	-0,274%	-0,221%	-0,187%
15/04/2018	-0,68%	-0,271%	-0,219%	-0,190%
15/07/2018	-0,321%	-0,268%	-0,218%	-0,179%
15/10/2018	-0,318%	-0,266%	-0,206%	-0,156%
15/01/2019	-0,308%	-0,236%	-0,177%	-0,117%

mondiale (e americana). È chiaro che il mercato sta ponendosi domande sulla fine QE e su nuovi (innovativi?) potenziali interventi BCE. La pendenza della curva (tra i 3 ed i 7 anni) indica che una politica monetaria espansiva 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 avvicinato di nuovo (FIGURA 10). La fiducia sulla crescita si è indebolita. Draghi è quasi arrivato in fondo al percorso, senza essere riuscito a mettere all'angolo la politica fiscale, che doveva diventare espansiva. Vedremo. Lo «spettro» dei rendimenti (dal 3 mesi al 30 anni, FIGURA 10) segnala una curva che rimane molto "aperta", in attesa di una crescita dei tassi e che si è di nuovo orientata verso il basso. L'effetto sulle aspettative di inflazione e crescita del QE è stato in fin dei conti buono, ma debole di fronte al rallentamento del commercio mondiale. 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. Gli esiti delle elezioni italiane confermano che esiste un problema per l'Unione e gli sviluppi sulla "manovra del compromesso" certo non hanno chiarito lo scenario. Le elezioni europee sono ormai vicine ed il rallentamento mondiale (e qualche recessione "tecnica" ormai attesa) non aiutano. Ancora una volta il rialzo dei tassi AAA area euro si allontana. Solo una politica fiscale espansiva e una politica monetaria coraggiosissima potrebbero rialzare la pendenza della curva.



## I TASSI DI INTERESSE NEI DIVERSI PAESI DELL'AREA EURO. CRESCITA E DEBITO CONTINUANO A PENALIZZARE 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

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

	Debito PIL 2018	Debito PIL 2023	Crescita PIL 2018	Crescita PIL 2019	Deficit PIL 2018	Tassi a 10 anni 15/01/2019	SPREAD 15/01/2019	SPREAD 14/12/18	Variazione SPREAD
Germania	59,80	44,60	1,4	1,2	1,4	0,23	0,00	0,00	
Olanda	53,10	40,00	2,5	1,9	1,7	0,33	0,10	0,10	0,00
Francia	96,70	93,90	1,6	1,5	-2,6	0,68	0,45	0,42	0,03
Austria	74,20	61,70	2,6	1,9	0,3	0,46	0,23	0,28	-0,05
Belgio	101,20	93,80	1,4	1,3	-1,1	0,74	0,51	0,48	0,03
Italia	130,30	125,10	0,9	0,4	-2,1	2,86	2,63	2,71	0,08
Spagna	97,20	92,60	2,5	2,3	-2,7	1,45	1,22	1,17	0,05
Irlanda	66,60	53,20	6,5	3,5	0,1	0,84	0,61	0,71	-0,10
Portogallo	120,80	102,80	2,1	2,0	0,7	1,73	1,50	1,45	0,05
Grecia	188,10	151,10	2,1	1,9	0,1	4,30	4,07	3,98	0,09
USA	106,10	117,00	2,9	2,3	-3,8	2,71	2,48	2,65	-0,17
Giappone	238,20	235,40	1,0	1,3	-3,8	0,02	-0,21	-0,19	-0,02
UK	87,40	84,00	1,3	1,4	-1,3	1,33	1,10	0,91	0,19
	Fonte FMI (APR 2018)			Fonte Economist					



condannano all'ultimo posto (il +0,4% del 2019 è proprio un brutto dato) e il debito pubblico (una "certezza" negativa) annulla ogni sforzo del governo di apparire rispettoso delle "regole": lo spread non scende sotto i 250 bp (ma, almeno, è un po' diminuito). Rispetto al trimestre precedente, l'Italia da 333 bp si è portata a 263 bp; lo spread è secondo solo a quello della Grecia (407 bp in leggera crescita da 404 bp). 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, in un contesto di rallentamento (in Germania in primo luogo), di tensioni sociali (in Francia) e di nuovi esperimenti politici (in Italia) spostano le tematiche dall'ambito economico-monetario, a quello politico-sociale. E su questo la BCE può far ben poco. Purtroppo.

## IL RISCHIO DI CREDITO E GLI SPREAD SULLE OBBLIGAZIONI CORPORATE. IN CRESCITA PER ECONOMIA E PETROLIO.

In FIGURA 12 e 13 sono rappresentati l'andamento dei tassi e degli 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 un aumento del rischio di credito (FIGURA 12), a causa della riduzione del prezzo del petrolio e del rallentamento dell'economia: 430 bp (erano 330 bp tre mesi addietro). In FIGURA 12 osserviamo l'andamento dei tassi delle obbligazioni corporate high yield. Il tasso di interesse si è portato a 7,03% (era 6,49%). Gli spread sono in aumento dopo un lungo periodo di stabilità, che rifletteva buona crescita diffusa con inflazione contenuta in tutto il mondo. 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 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%. La previsione 2018 resta praticamente invariata rispetto al trimestre precedente a 161,68 da 161,79 (+22,5% da +22,6%). E si arriva a 172,04 (+6,4) nel 2019 (era 178,48 ossia +10,3% la previsione del trimestre precedente). Nel 2020 si torna a crescere più vigorosamente: 191,32 (+11,2%), ma il dato è stato rivisto al ribasso da 195,57 (+9,6%). In FIGURA 14

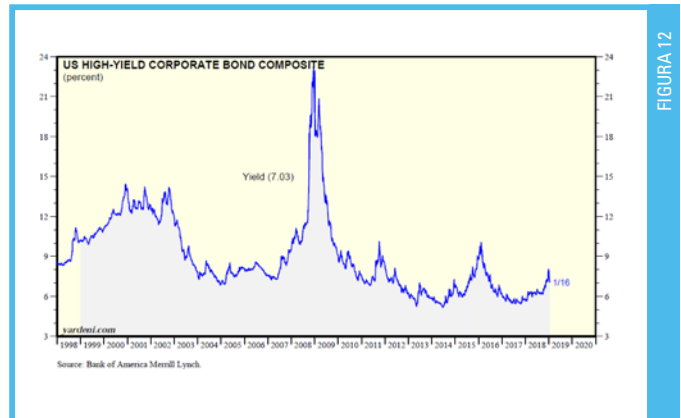


FIGURA 12

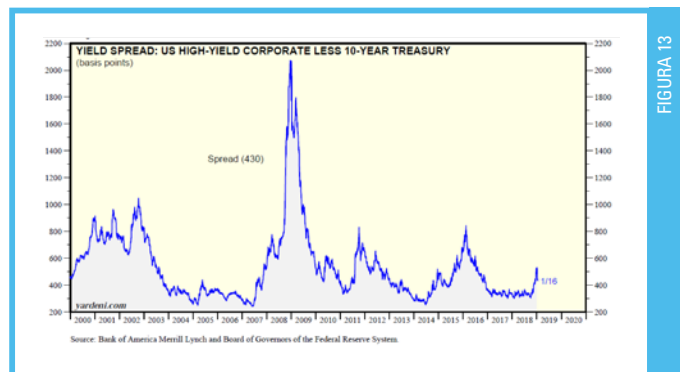


FIGURA 13

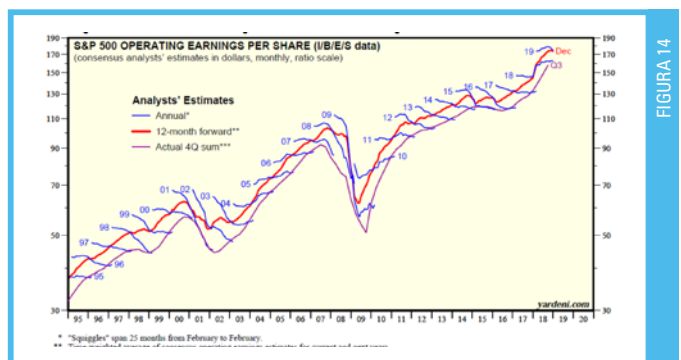


FIGURA 14

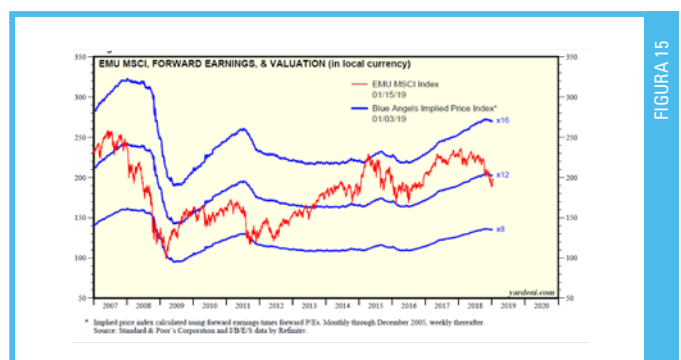


FIGURA 15

la linea rossa rappresenta l'andamento degli utili attesi per azione S&P500 dal 1995 (fonte Yardeni Research, aggiornamento fine dicembre). 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) presentano qualche segnale di debolezza, dopo la forte corsa. Gli utili effettivi in Q3 2018 sono stati 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. 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. Ma la fine del QE e i segnali di rallentamento economico non sono stati presi bene. In FIGURA 18 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. Ma ora che gli attivi smettono di crescere e l'economia rallenta si è spezzato l'incantesimo. In FIGURA 16 sono raccolti gli andamenti dei PE delle principali aree geografiche (indici MSCI). Il mercato più "caro" rimane quello USA (15,2 contro 17 del trimestre precedente); il più "economico" è l'indice dei paesi emergenti (10,7 da 10,9). 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 Eastern Europe hanno registrato revisioni al rialzo degli utili attesi. Tutte le altre aree hanno avuto revisioni al ribasso. E i mercati sono scesi molto, comprimendo i relativi PE. In generale i PEG (Price Earning Growth, ossia il "costo" della crescita) sono molto bassi. In FIGURA 15, vengono rappresentate le determinanti del PE del mercato azionario EMU. Il mercato presenta un PE inferiore a 12 (11,6), sulla linea dello "angelo azzurro" che moltiplica per 12 gli utili attesi. Gli utili non hanno ancora superato i livelli del 2007 e sembrano non riuscire a crescere ancora. Il aumento del premio per il rischio. 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 12 ed i mercati sono tornati sotto i massimi del 2007. Gli utili hanno smesso di crescere. E 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 (+14,2% a 5 anni, era +16,2% lo scorso trimestre). Tra i paesi sviluppati viene subito dopo gli USA. La crescita degli utili del prossimo anno si attesta sul +9,8% (in diminuzione da +12,5%), portando il nostro paese al ventitreesimo posto (era diciassettesimo). La Germania ci precede con una crescita prevista degli utili del 10%. Emerging Markets Latin America, con una crescita degli utili a lungo termine del 16,9% è il primo indice di area geografica (area EURO: +9,8% da +10,6%; Stati Uniti: +16,3% da +16,8%).

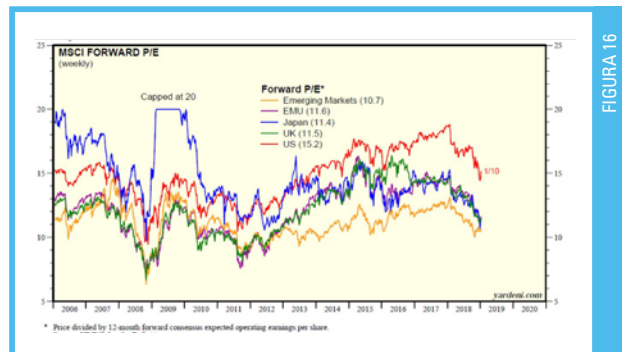


FIGURA 16



FIGURA 17



FIGURA 18

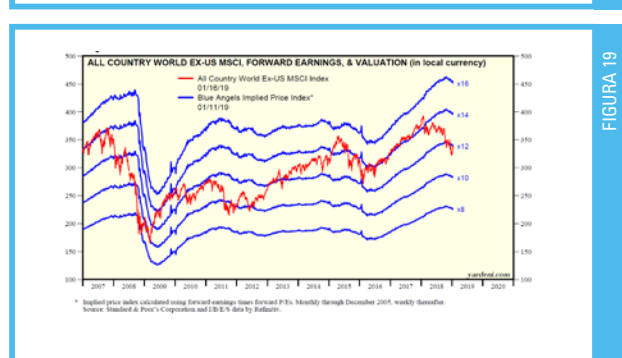


FIGURA 19

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