



SANFELICE 1893

# MERCATI

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

FEBBRAIO 2017

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

## CRESCITA ECONOMICA: SI CONFERMA UN MIGLIORAMENTO DEL CLIMA ECONOMICO MONDIALE. ANCHE PER L'AREA EURO, NONOSTANTE TUTTO.

Secondo l'Economist (TABELLA 1), migliorano le previsioni di crescita 2016 dell'area EURO rispetto al trimestre precedente: +1,6% (era +1,5%). Anche il dato 2017 migliora leggermente: si dovrebbe attestare a +1,4% da +1,3%. In USA nel 2016 le previsioni di crescita migliorano a +1,6% (era +1,5%). Nel 2017 si dovrebbe risalire a +2,3% (era +2,1% il trimestre precedente). Nel 2016 e nel 2017 si conferma il fatto nuovo che la peggior previsione USA è più bassa della migliore previsione per l'EURO (nel 2017 +1,9% - era comunque +1,3% - per gli USA e +2,5% - era +1,5% - per l'EURO). Certo, quella degli USA rimane un'economia che esprime un maggior potenziale, ma questo dato "anomalo", almeno rispetto al passato, segnala una possibile "staffetta" sull'onda dei rispettivi QE, con un'area EURO in rafforzamento. In Italia per il 2016 (+0,9% da +0,8%) le previsioni sono migliorate rispetto al trimestre precedente. È migliorata anche la previsione 2017 (+0,8% da +0,7% con un minimo di +0,4% - in crescita - e un massimo di +1,3% stabile). Decisamente positivo il dato per la Spagna nel 2016 (+3,2% da +3%); il 2017 è meno brillante ma è stato ritoccato ancora al rialzo (+2,3% da +2,1%). Ancora in diminuzione per la Francia le previsioni del 2016 (+1,2% da +1,3%). E ancora stabili le previsioni 2017 (+1,2%). Le previsioni di crescita tedesca salgono e tornano a +1,8% da +1,7% per il 2016. Migliora anche il dato 2017 (+1,5% da +1,3%). I dati giapponesi vengono di nuovo ritoccati al rialzo e arrivano a +0,9% (da +0,6%) nel 2016; nel 2017 è previsto un +1,1% (ancora in crescita da +0,9%).

La Cina crescerà (ovviamente) nel 2016 e il dato è al rialzo rispetto al trimestre precedente a +6,7% da +6,6%; anche il dato 2017 è migliorato (+6,4% da +6,3%). Ritoccate verso il basso, invece, le previsioni di crescita dell'India sia per il 2016, sia per 2017 (+7% e +7,4% da 7,6 e +7,5%); si conferma comunque il Paese con le migliori prospettive. Migliorano ancora rispetto al trimestre precedente i dati russi: -0,5% da -0,7% nel 2016. È positivo il dato 2017 (ma in calo da +1,4% a +1,3%). Al ribasso la previsione di crescita (negativa) 2016 per il Brasile (-3,4% da -3,2%). È la peggiore economia del 2016 (tra quelle riportate in TABELLA 1), anche se torna a crescere nel 2017, con dati però ritoccati al ribasso (+0,9% da +1,1%). L'Italia rimane comunque il Paese con la più modesta crescita nel 2017. Come si vede dalle previsioni in TABELLA 1, la terza dopo la Brexit, nessun Paese ha segno negativo nel 2017. Sono state aggiornate le previsioni ufficiali FMI (gennaio 2017). Il 2016 si conferma - secondo le previsioni - un punto di minimo per l'economia mondiale. Crescita al 3,4% e al 3,8% è prevista per il 2017 e 2018. Sono state ritoccate al rialzo le previsioni per le economie avanzate. Praticamente invariate, invece, le previsioni per i Paesi emergenti. I PMIs (Purchasing Managers Index) sono aggiornati a dicembre (FIGURE 2 e 3). Sono tutti migliorati e ben sopra la soglia 50, fatta eccezione per il Brasile e - questo trimestre - anche per l'India. I Leading Indicator dell'OCSE sono in deciso miglioramento, segnalando un rafforzamento della crescita nelle principali economie: la Germania in primo luogo. Poi Stati Uniti, Canada, Francia e Giappone. Stabile invece l'area EURO nel suo complesso e l'Italia. Migliorano Cina, Brasile e Russia, segnalate difficoltà

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

	Real GDP, % change		Consumer prices % change		Current account % of GDP			
	2016	2017	2016	2017	2016	2017		
Argentina	-2.4/-1.8	2.2/3.5	-2.1 (-2.0)	2.9 (2.8)	- (-)	- (-)	-2.6 (-2.5)	-2.7 (-2.5)
Australia	2.1/2.9	2.1/3.0	2.4 (2.9)	2.6 (2.8)	1.3	2.1	-3.2 (-3.5)	-2.3 (-3.0)
Austria	1.3/1.5	1.1/1.6	1.5	1.4 (1.3)	1.0 (1.1)	1.6 (1.7)	2.2 (2.1)	2.3
Belgium	1.2/1.4	0.9/1.6	1.2	1.3	1.9	1.9	0.9 (0.7)	0.5 (0.7)
Brazil	-3.6/-3.2	0.5/1.5	-3.4	0.9	8.4 (8.3)	5.2 (5.3)	-1.2 (-1.1)	-1.4 (-1.3)
Britain	1.9/2.1	0.6/1.5	2.0	1.2 (1.1)	0.7 (0.6)	2.5	-5.6 (-5.7)	-4.7 (-4.4)
Canada	1.0/1.4	1.2/2.3	1.2	1.8 (1.9)	1.5	1.9 (2.0)	-3.5	-2.9
China	6.6/6.8	6.2/6.8	6.7	6.4	2.0	2.2 (2.1)	2.3 (2.5)	2.1 (2.2)
Denmark	1.0/1.1	1.0/1.7	1.0 (0.9)	1.4	0.6 (0.3)	1.4 (1.3)	7.5 (5.9)	7.1 (6.8)
France	1.1/1.3	1.0/1.6	1.2	1.2	0.3	1.2 (1.1)	-1.2 (-1.1)	-1.2 (-1.1)
Germany	1.7/1.9	1.2/2.3	1.8	1.5 (1.4)	0.4	1.6 (1.5)	8.8	8.2 (8.1)
India	6.0/7.6	6.9/8.4	7.0 (7.2)	7.4 (7.5)	4.9	4.8 (4.9)	-0.6 (-0.9)	-0.9 (-1.0)
Indonesia	4.9/5.1	4.3/5.5	5.0	5.1 (5.2)	3.5	4.1	-2.1	-2.1 (-2.4)
Italy	0.7/1.0	0.4/1.3	0.9 (0.8)	0.8	-0.1	1.0 (0.9)	2.4	2.2
Japan	0.5/1.0	0.7/1.5	0.9 (0.7)	1.1 (1.0)	-0.2	0.7 (0.6)	3.7	3.5
Mexico	1.9/2.2	nil/2.5	2.1	1.7 (1.9)	2.9 (2.8)	3.9 (3.7)	-2.8	-2.9 (-3.0)
Netherlands	2.0/2.2	1.5/2.1	2.1 (2.0)	1.7	0.2	0.9 (1.1)	8.6 (8.5)	8.4
Russia	-0.7/-0.2	0.6/2.6	-0.5	1.3 (1.2)	7.0	5.0 (5.2)	2.3 (2.4)	2.8
South Africa	0.4/0.7	0.7/1.9	0.5 (0.4)	1.3	6.3	5.7 (5.5)	-3.9 (-4.0)	-3.9
South Korea	2.4/2.8	2.3/2.9	2.7	2.5	1.0 (0.9)	1.6	7.2	6.5 (6.9)
Spain	2.9/3.3	2.0/2.6	3.2	2.3	-0.3 (-0.4)	1.5 (1.4)	1.7 (1.6)	1.5 (1.4)
Sweden	2.9/3.2	2.0/2.8	3.1	2.4	1.0 (0.9)	1.5 (1.4)	4.9 (5.0)	5.0 (4.9)
Switzerland	1.1/1.6	1.2/1.7	1.4	1.5	-0.5 (-0.4)	0.4	9.4	9.2 (9.0)
Turkey	2.2/3.5	1.9/3.6	2.7 (2.9)	2.7 (2.9)	7.8	8.0 (7.6)	-4.7 (-4.8)	-5.2
United States	1.5/1.9	1.9/2.8	1.6	2.3 (2.2)	1.4 (1.3)	2.4 (2.3)	-2.6	-2.5 (-2.8)
Euro area	1.6/1.7	1.2/2.5	1.6	1.4 (1.3)	0.3 (0.2)	1.4 (1.3)	3.3 (3.2)	3.0

Sources: Bank of America, Barclays, BNP Paribas, Citigroup, Commerzbank, Credit Suisse, Decision Economics, Deutsche Bank, EIU, Goldman Sachs, HSBC Securities, ING, Itau BBA, JP Morgan, Morgan Stanley, Nomura, RBS, Royal Bank of Canada, Schroders, Scotiabank, Societe Generale, Standard Chartered, UBS

TABELLA 1

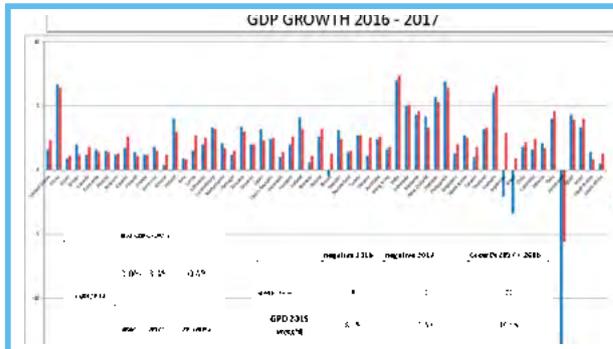


FIGURA 1

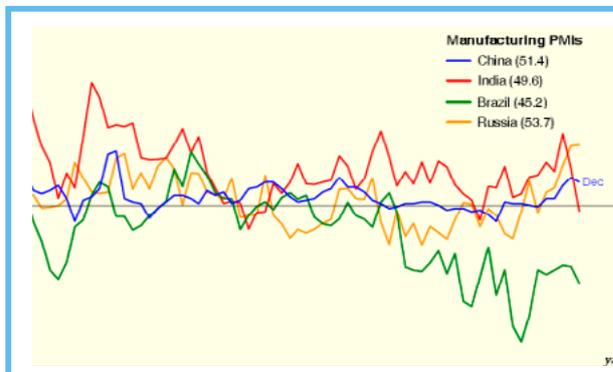


FIGURA 2

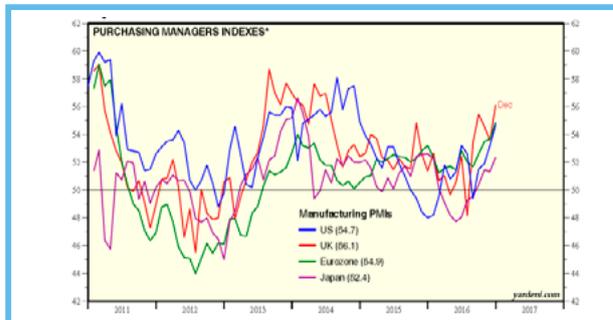


FIGURA 3

per l'India. Giudizio più articolato per UK, in miglioramento, ma con forti incertezze legate alle effettive ricadute della Brexit. I dati di tendenza (FIGURA 1) confermano la crescita per il 2016 e 2017 a livello globale con una media ponderata (per il PIL nominale alla parità dei poteri d'acquisto) dei paesi censiti dall'Economist, rispettivamente del +3,0% (stabile) e +3,4% (da +3,3%). Quattro Paesi presentano un valore di crescita negativo per il 2016 (pari all'8,1% del PIL mondiale): Russia, Argentina, Brasile e Venezuela. Solo il Venezuela rimane con crescita negativa anche nel 2017. In totale 21 (erano 19) Paesi su 58 rallentano la loro crescita tra il 2016 e il 2017 (rappresentanti il 40,5% - era 38,7% - del PIL mondiale). È un ulteriore peggioramento del dato: Cina, UK, Austria, Finlandia, Germania, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Olanda, Slovacchia, Spagna, Islanda, Svezia, Nuova Zelanda, Pakistan, Filippine, Corea del sud, Messico, Egitto, Arabia Saudita e area EURO. I segnali dagli USA sono positivi. Il secondo rialzo dei tassi della FED 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 3,67 trilioni di euro (da 3,5 del trimestre precedente). Le nuove previsioni di crescita FMI a gennaio e i nuovi dati OCSE mostrano un mondo in crescita moderata, ma 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) presenta qualche difficoltà. 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, accomodanti in USA. I dati USA dimostrano che la cura monetaria ha funzionato e qualcosa si vede anche in area EURO. Manca un poco di coraggio fiscale. Gli USA potrebbero spingere in tal senso. Il prezzo del petrolio (WTI) è tornato a 50,8 dollari (stabile rispetto al trimestre precedente). Nell'ultimo anno è ora in crescita del 66% (era a +8,9% nel trimestre precedente). Nell'ultimo mese è però diminuito del 4,1% (fonte Economist al 10 gennaio 2017). Il rafforzamento dell'economia non è certo in grado di spingere molto sulle quotazioni. 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 (CORE) CRESCE SEMPRE LENTAMENTE. 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 +0,4% del trimestre precedente a +1,1% (FIGURA 6). E' ancora sotto l'1% l'inflazione "core" (senza cibo ed energia, finalmente in crescita a +0,9% dopo un +0,8%

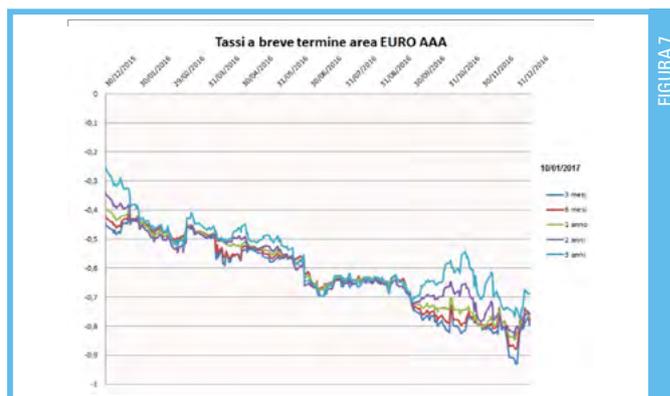
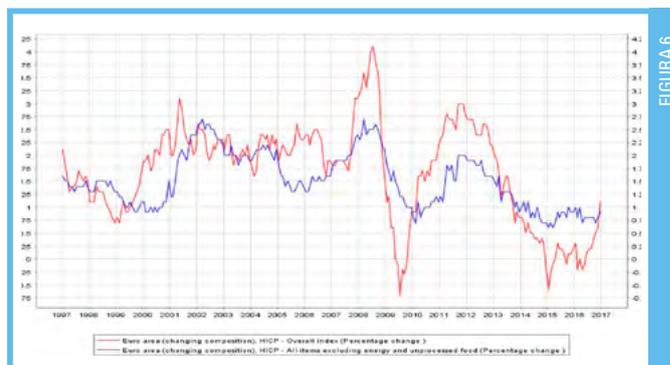
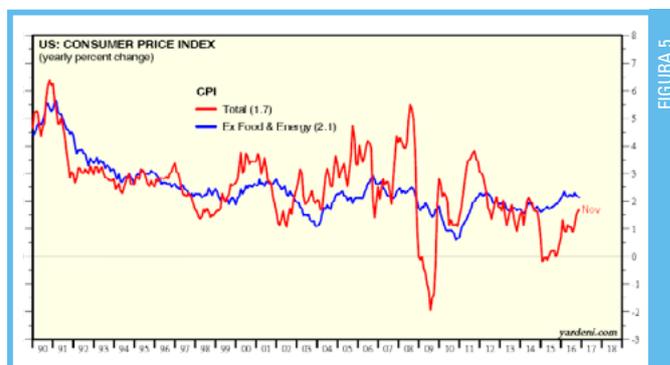
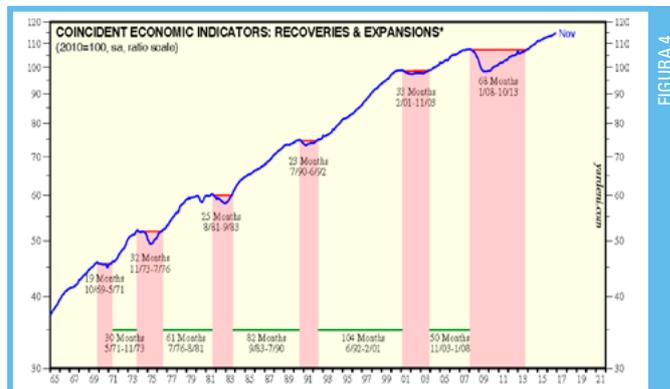


FIGURA 4

FIGURA 5

FIGURA 6

FIGURA 7

stabile da maggio). I dati sono di dicembre. Il QE2 dovrebbe continuare ad agire. In FIGURA 5 è riportata l'inflazione USA core (dati di novembre, +2,1% da +2,3% del trimestre precedente) e l'inflazione totale (in crescita a 1,7% da +1,1%). 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 0,319%, era 0,005% il trimestre precedente, per durata 10 anni fonte ECB, 12/1/2017).

## TASSI DI INTERESSE A BREVE TERMINE EURO AAA: QUESTA VOLTA SONO STATI RITOCCATI 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 6 mesi, erano 9 anni e 11 mesi, lo scorso trimestre) (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). Manca 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 fermata la discesa 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 (86 bp a ottobre 2017, FIGURA 9).

## TASSI EURO A LUNGO TERMINE: MINIMI ALLE SPALLE. RENDIMENTI IN PROGRESSIVA RIPRESA.

In questo trimestre la curva dei tassi EURO (governativi AAA) ha ulteriormente incrementato la propria inclinazione facendo perno sui tassi triennali (FIGURA 11). Di fronte ad un'ulteriore riduzione dei tassi a breve, i tassi a lungo sono aumentati. La curva non ha più (come era avvenuto nel precedente trimestre) una posizione monotonicamente

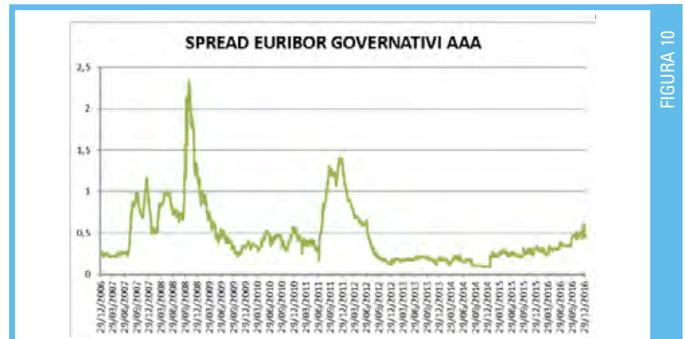
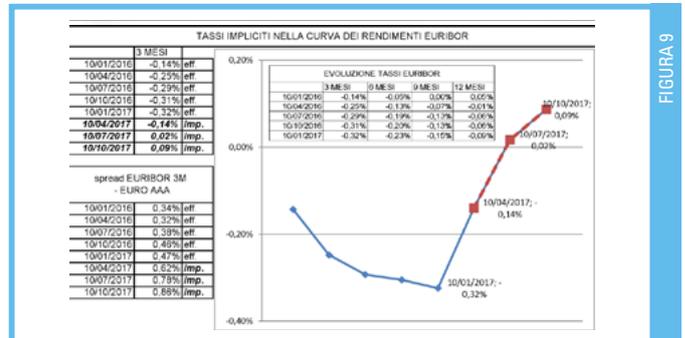
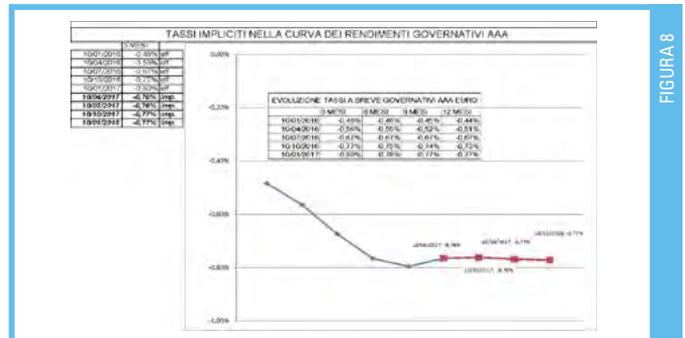


TABELLA 2

### EVOLUZIONE TASSI A BREVE GOVERNATIVI AAA EURO

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI
10/01/2016	-0,48%	-0,46%	-0,45%	-0,44%
10/04/2016	-0,56%	-0,55%	-0,52%	-0,51%
10/07/2016	-0,67%	-0,67%	-0,67%	-0,67%
10/10/2016	-0,77%	-0,75%	-0,74%	-0,73%
10/01/2017	-0,80%	-0,78%	-0,77%	-0,77%

TABELLA 3

### EVOLUZIONE TASSI EURIBOR

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI
10/01/2016	-0,14%	-0,05%	0,00%	0,05%
10/04/2016	-0,25%	-0,13%	-0,07%	-0,01%
10/07/2016	-0,29%	-0,19%	-0,13%	-0,06%
10/10/2016	-0,31%	-0,20%	-0,13%	-0,06%
10/01/2017	-0,32%	-0,23%	-0,15%	-0,09%

crescente (in stile USA, dove il QE è finito). È un segnale più 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. La pendenza in crescita indica che la politica monetaria espansiva (per usare un eufemismo) comincia ad essere associata a prospettive di crescita di lungo termine. Soprattutto se la politica monetaria viene aiutata dalla politica fiscale. Bene: questo trimestre lo scenario "giapponese", pur rimanendo vicino, 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. Intanto un debole rialzo dei tassi a lungo termine c'è.

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 (incerti, deboli, ma in miglioramento) e la visione deflazionistica implicita nei tassi. Questa visione si è ulteriormente allontanata. La paura di un'area EURO incapace di reagire adeguatamente sul fronte macroeconomico rimane. Le recessioni arrivano per paura. Occorre alimentare nuove speranze.

## I TASSI DI INTERESSE NEI DIVERSI PAESI DELL'AREA EURO. L'ITALIA È TORNATA SOPRA 150 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 156 bp dai 134 bp. La Spagna conferma di averci superato in "solvibilità". L'Italia è il "fanalino di coda" per previsioni di crescita 2017 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 effettiva crescita.

Il ritorno a tassi "unici" nell'area EURO ha subito una forte accelerazione (FIGURA 13). È l'effetto della "irreversibilità" dell'EURO (ormai 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 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).

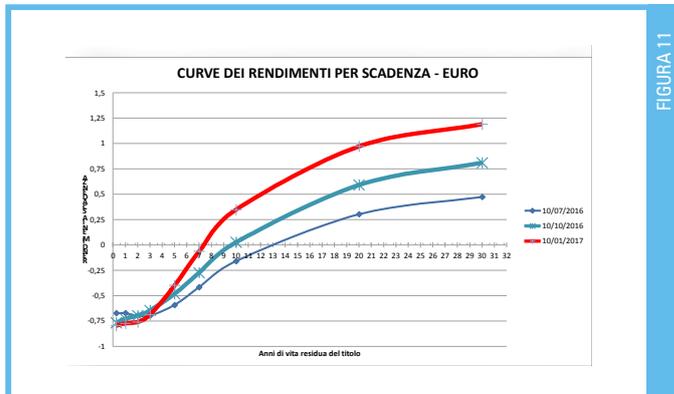


FIGURA 11

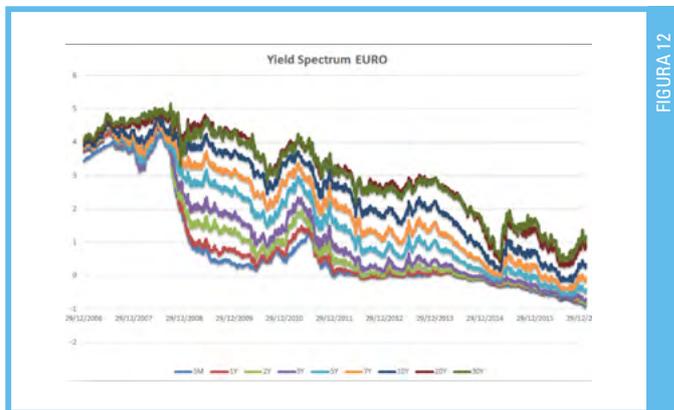


FIGURA 12

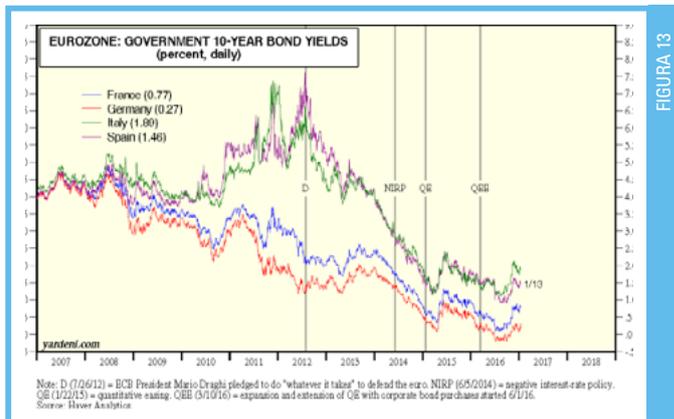


FIGURA 13

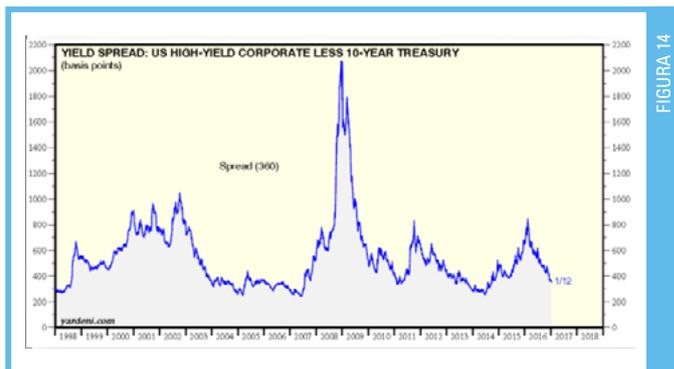


FIGURA 14

## IL RISCHIO DI CREDITO E GLI SPREAD SULLE OBBLIGAZIONI CORPORATE. VERSO I 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: 360 bp (erano 445 bp a metà ottobre 2016). 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 inferiori a 100 bp. La prosecuzione della 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 e una politica monetaria ancora accomodante in USA, grazie alla bassa inflazione. Ricordiamo che buona crescita con inflazione contenuta è uno dei migliori scenari possibili. Riteniamo che (ancora per poco) questi spread siano da comprare piuttosto che da vendere. Siamo ormai vicini ai minimi. I tassi di default sono molto bassi. E le condizioni dell'economia globale suggeriscono un rinvio delle politiche monetarie veramente restrittive. Ma i tassi sono destinati a crescere.

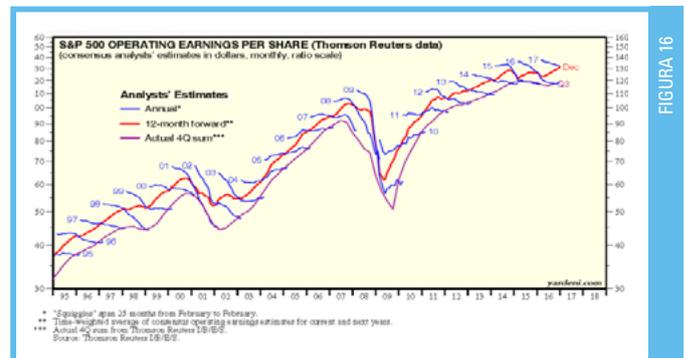
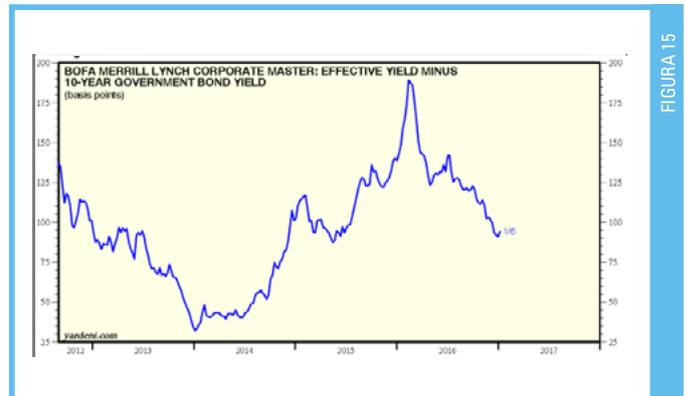


TABELLA 4 CONDIZIONI DI SOLVIBILITÀ DI ALCUNI PAESI DELL'EURO E SPREAD RISPETTO ALLA GERMANIA

	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	1,8	1,5	1,0	0,32	0,00	0,00	-	
OLANDA	63,53	55,28	2,1	1,7	-1,1	0,41	0,09	0,11	-0,02	
FRANCIA	97,15	93,77	1,2	1,2	-3,3	0,77	0,45	0,29	0,16	
AUSTRIA	84,87	77,29	1,5	1,4	-0,9	0,50	0,18	0,20	-0,02	
BELGIO	105,83	102,10	1,2	1,3	-2,8	0,74	0,42	0,29	0,13	
ITALIA	133,24	124,96	0,9	0,8	-2,6	1,90	1,58	1,34	0,24	
SPAGNA	100,08	97,37	3,2	2,3	-4,6	1,40	1,08	1,07	0,01	
IRLANDA	74,64	63,47	4,0	3,0	-1,0	0,87	0,55	0,45	0,10	
PORTOGALLO	128,45	125,94	1,2	1,5	-2,5	3,90	3,58	3,36	0,22	
GRECIA	183,44	169,16	0,4	1,2	-7,7	6,89	6,57	8,34	-1,77	
USA	108,25	108,32	1,6	2,3	-3,2	2,32	2,00	1,70	0,30	
GIAPPONE	250,35	253,88	0,9	1,1	-5,6	0,04	-0,28	-0,04	-0,24	
UK	89,00	82,11	2,0	1,2	-3,7	1,40	1,08	1,03	0,05	
	Fonte FMI		Fonte Economist							

## CONTINUA IL MIGLIORAMENTO DELLE PREVISIONI SUGLI UTILI DELLE AZIENDE USA. POSITIVE LE REVISIONI IN AREA EURO E GIAPPONE.

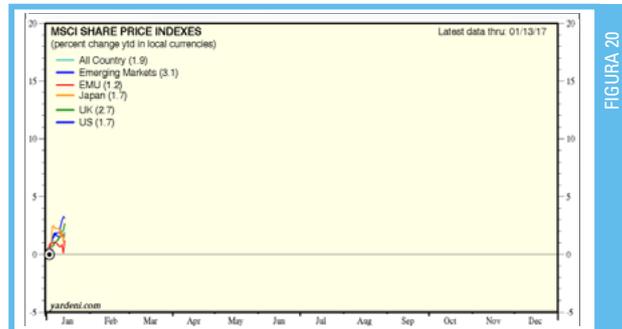
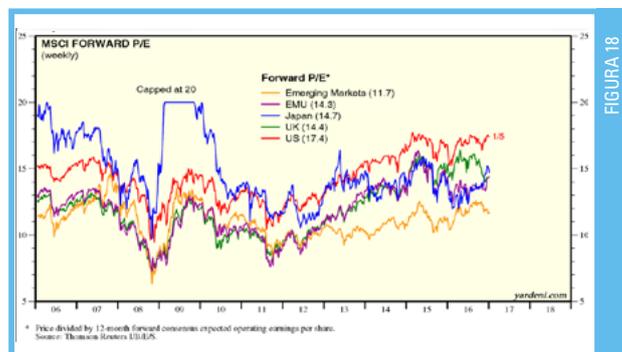
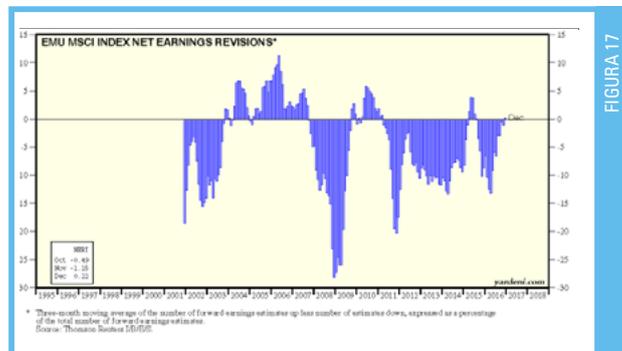
Il 2013 si è chiuso con 109,68 dollari per azione S&P 500 (+5,7% rispetto all'anno precedente; erano 97,82 nel 2011 e 85,32 nel 2010). Il 2014 si è chiuso a quota 117,86 (+7,5%). Chiusura 2015: 117,46 in diminuzione dello 0,3% rispetto all'anno precedente. Insomma il primo anno di "fermo", dopo la corsa iniziata nel 2010. Le previsioni 2016 non sono molto generose ma in miglioramento rispetto al trimestre precedente (118,07 contro 117,35) con una crescita prevista di +0,5% (da meno 0,1%). La previsione 2017 è per 132,61 (da 133,57) (+12,3% da +13,8%). 148,30 (da 147,49) è la previsione per il 2018 (+11,8%). Questo il "consenso". Ma alcuni analisti sono più pessimisti (nel 2017: 129 (stabile) di EPS con una crescita dell'8,9% da 8,4% del trimestre precedente; nel 2018: 136,75, secondo Yardeni. 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 dicembre). 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 terzo trimestre consecutivo è un segnale molto positivo. I fondamentali attuali rinnovano i supporti ad un mercato che è cresciuto ormai molto, grazie al QE. Il mercato ha digerito agevolmente la fine del QE USA e due rialzi dei tassi. E sembra pronto ad affrontare i 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. Vedremo.

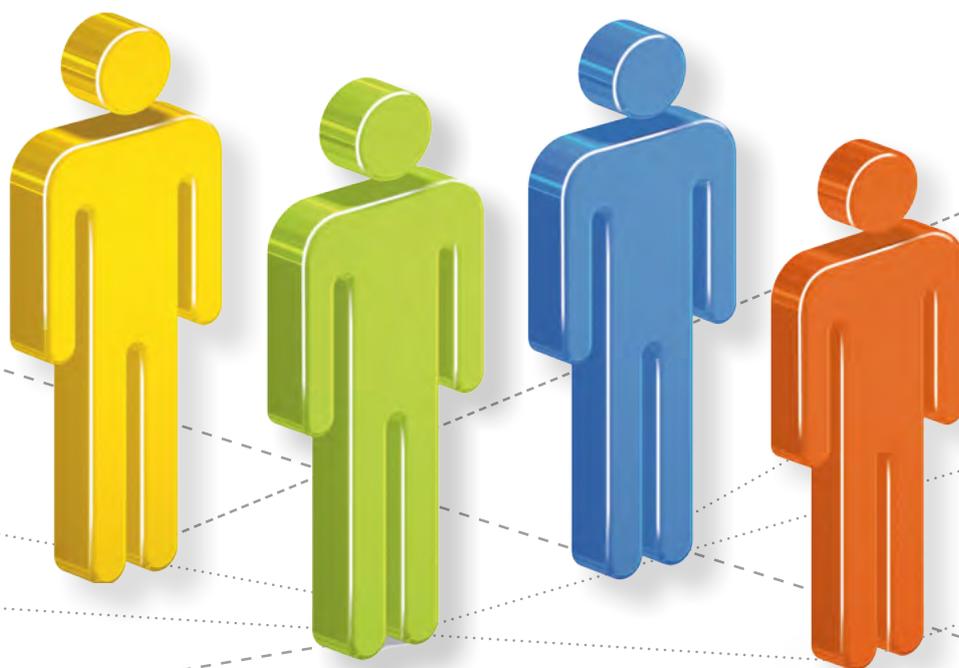
In FIGURA 18 sono raccolti gli andamenti dei PE delle principali aree geografiche (indici MSCI). Il mercato più "caro" è quello USA (17,4 da 17 del trimestre precedente); il più "economico" è l'indice dei paesi emergenti (11,7 da 12,4). Il PE è funzione di tre elementi: il tasso privo di rischio, il 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. Segnali concreti vengono dalle revisioni al rialzo degli utili.

In FIGURA 17, che riguarda la revisione degli utili aziendali in area EURO, non solo si conferma il miglioramento iniziato a giugno, ma in dicembre le revisioni sono tornate positive (sono positive per la Germania e per l'Italia). Occorre segnalare le positive revisioni per il Giappone e per lo UK. Sono positive le revisioni di utili in alcuni paesi emergenti dell'Europa. In FIGURA 20 sono riportati gli andamenti di alcuni indici azionari da inizio anno. L'anno è partito in modo incoraggiante. Ben diversa è stata la partenza dello scorso anno (FIGURA 21). Anche se poi, alla fine, solo EMU e Giappone hanno chiuso praticamente in parità. Le altre aree geografiche hanno terminato l'anno con performance positive.



# COSTRUISCI IL TUO FUTURO

RISPARMIA FINO A  
2.200 EURO  
ALL'ANNO SULLE TASSE



Scopri quanto ti conviene

## Arca Previdenza

**FONDO PENSIONE APERTO**

Quattro comparti di investimento per una **soluzione personalizzata**



# 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)