



SANFELICE 1893

MERCATI

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

GENNAIO 2018

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

SI RAFFORZA A CRESCITA ECONOMICA GLOBALE SINCRONIZZATA.

Secondo l'Economist (TABELLA 1), migliorano ancora le previsioni di crescita 2017 dell'area EURO rispetto al trimestre precedente: +2,3% (era +2,1%). Anche il dato per il 2018 è in crescita (+2,3% da +1,9%). In USA il 2017 dovrebbe essersi chiuso con una crescita del +2,3% (era previsto +2,2%). Seguirebbe un 2018 a +2,6% (rispetto a +2,3% previsto tre mesi fa). Gli USA tornano a registrare una crescita in accelerazione. L'economia USA risente di una politica monetaria verso la normalizzazione, ma la politica di espansione fiscale ha subito una decisa svolta. Il QE area EURO continua con forza. In area EURO, archiviate le elezioni tedesche con nuovo governo, alle vicende spagnole si aggiungono le elezioni italiane. In Italia il dato di chiusura 2017 è ancora migliorato a +1,5% (da +1,4%), valore che si conferma anche per il 2018 (in netto miglioramento dunque a +1,5% da +1,1%). L'Italia – secondo le previsioni – si è finalmente scrollata di dosso l'attributo di "fanalino di coda" 2018 in TABELLA 1 (il dato di crescita è migliore di quello della Gran Bretagna, del Sud Africa e pari a quello del Giappone). Decisamente positivo si conferma il dato per la Spagna nel 2017 (+3,1% stabile); il 2018 è meno brillante e si attesterebbe sul +2,6% (in calo da +2,7% del trimestre precedente). Ancora in leggero miglioramento le previsioni di crescita 2017 per la Francia (+1,8% da +1,7%). Il 2018 accelera a +2,0% (da +1,7%). Le previsioni di crescita tedesca 2017 migliorano ancora: da +2,1% del trimestre precedente a +2,5%. Il dato 2018 è molto forte: +2,5% (da +1,9%). Anche i dati giapponesi vengono ancora aggiornati al rialzo per il 2017 (+1,7% da +1,5%). Il 2018 dovrebbe però tornare a registrare un +1,5% (era comunque +1,2% lo scorso trimestre). La Cina, secondo le previsioni, archivia un 2017 di crescita robusta ed il dato è ormai stabile a +6,8%. Migliora la crescita 2018, che da +6,4% previsto nel trimestre precedente si porta a +6,5%. Di nuovo riviste verso il basso le previsioni di crescita dell'India per 2017 (+6,6% da +6,7%); seguirà un 2018 in crescita a +7,3% (stabile) e si conferma comunque il Paese con le migliori prospettive 2018. Sostanzialmente stabili – rispetto al trimestre precedente i dati Russi per il 2017 e 2018: +1,8% (stabile) e +2,1% (da +2,0%). Anche il Brasile torna positivo nel biennio, con previsioni al rialzo rispetto ad ottobre: +0,9% (da +0,7%) nel 2017 e +2,6% (da +2,2%) nel 2018. Come si vede dalle previsioni in TABELLA 1, la settimana dopo la Brexit, nessun Paese ha segno negativo nel biennio 2017-2018. Secondo le previsioni ufficiali FMI (ottobre 2017), il 2016 si conferma un punto di minimo per l'economia mondiale (+3,2% di crescita del PIL reale): crescita al +3,6% (da +3,5% di aprile) e al +3,7% (da +3,6% di aprile) è prevista per il 2017 e per il 2018. Proprio in questi giorni sarà rilasciato l'aggiornamento gennaio 2018. I PMIs (Purchasing Managers Index) sono aggiornati a dicembre (FIGURE 2 e 3). Sono tutti sopra la soglia 50. Particolarmente forte il dato USA (che scende però a 59,7 da 60,8 del precedente trimestre) e quello della Eurozona (che sale invece a 60,6 da 58,1). I Leading Indicator dell'OCSE (15 gennaio 2018) continuano a segnalare uno stabile andamento espansionistico in tutta l'area OCSE. USA ed area EURO confermano stabile crescita; in questa ultima area, la Germania e l'Italia continuano a mi-

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

	Real GDP, % change			Consumer prices % change		Current account % of GDP		
	2017	2018	average	2017	2018	2017	2018	
Argentina	2.4/3.0	2.5/4.0	2.9 (2.8)	3.3 (3.1)	25.2	18.7 (18.3)	-4.1 (-3.9)	-4.3 (-4.2)
Australia	2.2/2.7	2.2/3.2	2.3 (2.4)	2.8 (2.9)	2.0	2.1 (2.2)	-1.7 (-1.4)	-2.1 (-1.8)
Austria	2.3/3.1	2.1/2.7	2.8 (2.7)	2.4 (2.3)	2.1	2.0 (1.9)	2.1 (2.2)	2.4
Belgium	1.5/1.8	1.5/2.0	1.7	1.8	2.2	1.8 (1.7)	-0.3	nil
Brazil	0.6/1.2	1.5/3.1	0.9 (0.8)	2.6 (2.5)	3.4	3.6 (3.8)	-0.7	-1.6 (-1.5)
Britain	1.5/1.8	1.0/1.8	1.6 (1.5)	1.4 (1.3)	2.7	2.5 (2.6)	-4.5 (-4.0)	-4.1 (-3.5)
Canada	2.9/3.6	1.9/2.7	3.1 (3.0)	2.2 (2.3)	1.5	1.9 (1.8)	-3.0 (-2.9)	-2.7 (-2.6)
China	6.8/6.8	6.8/6.8	6.8	6.5	1.6	2.3	1.2 (1.3)	1.2 (1.4)
Denmark	1.8/2.4	2.0/2.3	2.2	2.2 (2.1)	1.1	1.5	8.4 (8.3)	7.9
France	1.8/1.9	1.7/2.4	1.8	2.0 (1.9)	1.2 (1.1)	1.4 (1.3)	-1.4 (-1.5)	-1.2 (-1.4)
Germany	2.2/2.6	1.9/2.9	2.5 (2.4)	2.5 (2.3)	1.7	1.7 (1.6)	7.9	7.8
India	6.2/7.0	6.9/7.7	6.6 (6.5)	7.3 (7.4)	3.5 (3.4)	4.6 (4.5)	-1.5	-1.8 (-1.7)
Indonesia	5.0/5.2	5.1/5.8	5.1	5.3	3.8 (3.9)	3.5	-1.8	-1.9 (-1.8)
Italy	1.5/1.6	1.1/1.9	1.5	1.5 (1.4)	1.3 (1.4)	1.0	2.7 (2.6)	2.4 (2.3)
Japan	1.5/1.8	1.1/2.3	1.7 (1.5)	1.5 (1.3)	0.5	0.9	4.8 (3.5)	3.9 (3.5)
Mexico	1.5/2.2	1.5/2.5	2.0 (2.1)	2.1	6.0 (5.9)	4.2 (4.0)	-1.7 (-1.9)	-1.8 (-2.0)
Netherlands	3.0/3.2	2.4/2.9	3.2	2.7 (2.5)	1.1	1.5 (1.4)	9.8 (9.7)	9.3 (9.4)
Russia	1.5/2.2	1.5/3.3	1.8 (1.9)	2.1	3.7 (3.8)	3.5 (3.7)	2.5 (2.3)	2.5 (2.0)
South Africa	0.7/1.0	0.9/2.3	0.8 (0.7)	1.4 (1.2)	3.4 (5.3)	5.1	-2.5 (-2.3)	-2.9 (-2.7)
South Korea	3.0/3.3	2.3/3.3	3.1	3.0 (2.9)	2.0 (2.1)	1.9 (2.0)	5.5	5.2
Spain	2.9/3.1	2.1/3.2	3.1	2.6	2.1 (2.0)	1.5 (1.4)	1.7 (1.4)	1.7 (1.4)
Sweden	2.2/3.1	2.1/3.0	2.7 (3.0)	2.7 (2.8)	1.9	1.9	4.5 (4.4)	4.3
Switzerland	0.7/1.0	1.6/2.1	0.9	1.8 (1.7)	0.5	0.7	9.6 (9.7)	9.4
Turkey	5.5/7.0	3.0/4.5	6.3 (5.0)	3.7 (3.3)	11.0 (10.0)	9.7 (8.3)	-5.0 (-3.5)	-4.9 (-2.4)
United States	2.3/2.6	2.2/3.3	2.3 (2.2)	2.6 (2.4)	2.1	2.1	-2.4 (-2.5)	-2.5
Euro area	1.9/2.5	1.8/2.7	2.3 (2.2)	2.3 (2.1)	1.5	1.4	3.2 (3.1)	3.1 (3.0)

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

TABELLA 1

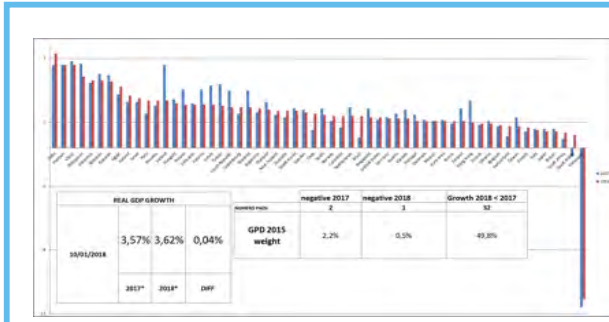


FIGURA 1

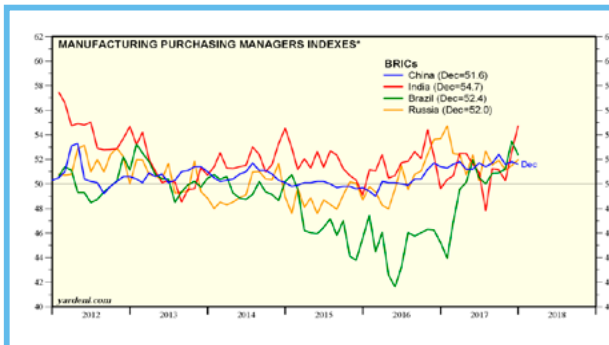


FIGURA 2

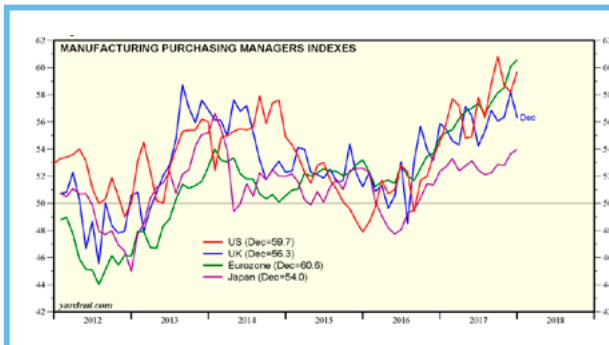


FIGURA 3

gliorare il percorso di crescita, mentre la Francia si stabilizza. La Cina continua ancora a migliorare. In Canada, in India e in Giappone la crescita è stabile. Il Brasile continua a mostrare netti segni di miglioramento. Qualche segno di debolezza, invece, per lo UK. I dati di tendenza (FIGURA 1) confermano la crescita per il 2017 e 2018 a livello globale, con una media ponderata (per il PIL nominale alla parità dei poteri d'acquisto) dei paesi censiti dall' Economist, rispettivamente del +3,5% (stabile) e +3,6% (da +3,5%). Solo un Paese si conferma a crescita negativa, sia nel 2017 sia nel 2018: il Venezuela. In totale 31 (erano 33) 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, (esce la Norvegia dalla classifica), Ucraina, Repubblica Ceca, Portogallo, Danimarca, Ungheria, Irlanda, Finlandia, Slovenia, Lituania, Estonia (esce Islanda). I segnali dagli USA rimangono positivi. Il quinto rialzo dei tassi della FED (13/12/2017) è coerente con i dati macro, ma l'inflazione rimane bassa e al di sotto del target della FED. Dopo la fase di "recovery", l'economia americana si trova in una fase di "expansion" di lungo periodo (FIGURA 4). Il QE europeo prosegue, accompagnato da tassi ampiamente negativi sui saldi bancari. Il bilancio della BCE sta espandendosi al ritmo annunciato. Aveva raggiunto i 3 trilioni di euro a fine 2012 (crisi dell'EURO); a fine 2015 era a 2,8 trilioni; l'ultimo dato è pari a 4,47 trilioni di euro (da 4,34 del trimestre precedente). Le previsioni di crescita FMI rilasciate in ottobre (se confermate o rafforzate a gennaio, come è molto probabile), i nuovi dati OCSE e le previsioni Economist mostrano un mondo in crescita congiunta, con i paesi sviluppati in miglioramento insieme a robuste conferme dei paesi emergenti. 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) rallenta, ma la Cina rimonta. Gli emergenti America Latina mostrano chiari segnali di recupero da un minimo ciclico. Anche gli emergenti Europa continuano a migliorare. 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". Negli USA le politiche fiscali espansive sono divenute una realtà. 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. È ancora presto, però. Continua e si rafforza l'ordinata crescita del prezzo del petrolio (WTI) giunto a 63 dollari (erano 50 dollari il trimestre precedente). Nell'ultimo anno è ora in crescita di un significativo +23,4% (era a +3,6% nel trimestre precedente). Nell'ultimo mese è cresciuto del +10,2% (fonte Economist al 9 gennaio 2018). Il rafforzamento dell'economia inizia ora a spingere 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. Le previsioni sono ora più rialziste e la domanda cruciale è l'impatto sull'inflazione core. Ma occorre tempo.

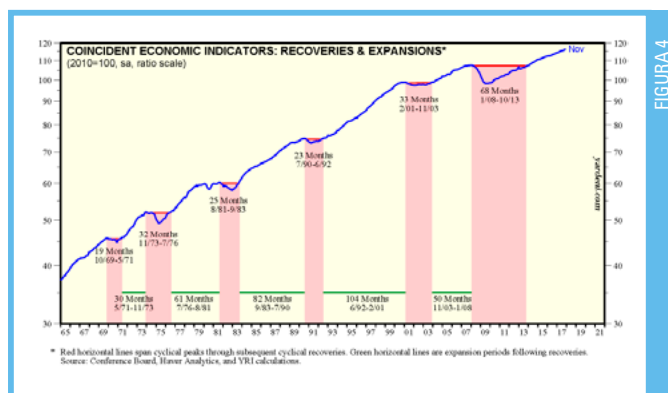


FIGURA 4

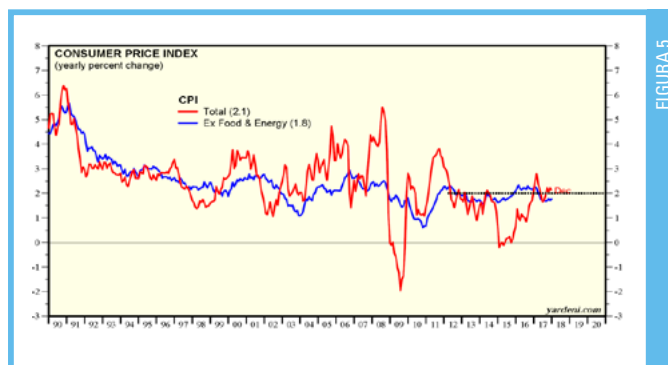


FIGURA 5

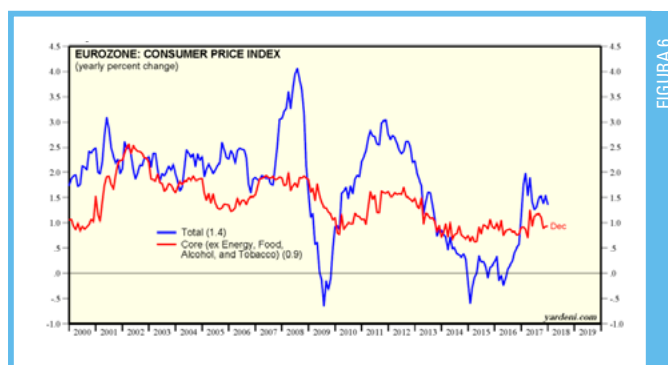


FIGURA 6

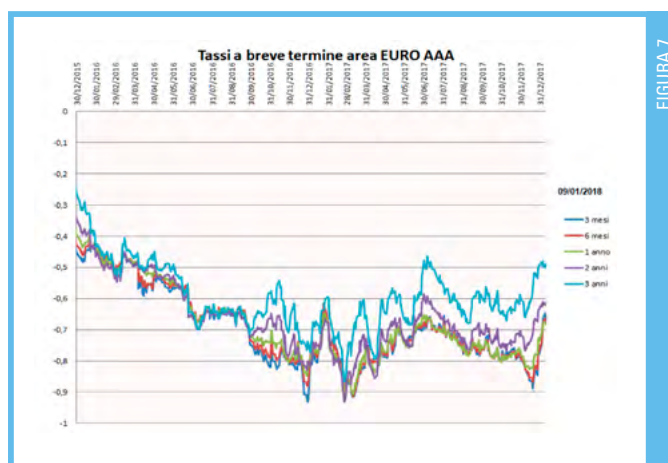


FIGURA 7

L'INFLAZIONE NON C'È. CI SARÀ, FORSE.

Nell'area dell'EURO l'inflazione totale è in leggero calo: da +1,5% del trimestre precedente a +1,4% (FIGURA 6). È di nuovo sotto l'1% l'inflazione "core" (senza cibo ed energia: +0,9% era +1,1% lo scorso trimestre). I dati sono riferiti a dicembre. Il QE2 di BCE deve continuare ad agire. In FIGURA 5 è riportata l'inflazione USA core (dati di dicembre, +2,1% in crescita da +1,7% del trimestre precedente) e l'inflazione totale (+1,8% da +1,9%). Indicazioni contrastanti, senza una precisa direzione. La crescita economica spinge, certo, e dovrebbe portare l'inflazione più decisamente verso l'alto. Ma segnali concreti non se ne vedono. 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 0,61%, era 0,55% il trimestre precedente, per durata 10 anni fonte ECB, 15/01/2018).

TASSI DI INTERESSE A BREVE TERMINE EURO AAA: DEBOLI 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 5 anni e 5 mesi (erano negativi fino a 6 anni e 2 mesi, lo scorso trimestre) (FIGURA 7 e TABELLA 2). Secondo le elaborazioni BCE, i tassi a breve rimarranno negativi per altri 2 anni e 10 mesi (instantaneous forward). Erano 4 a-i un anno fa e 3 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 mostra qualche cenno di movimento al rialzo; si comporta come se i futuri tassi a tre mesi nei prossimi 12 mesi dovessero però 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. 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 bailin, lo scudo statale su MPS, la "risoluzione" delle banche venete, l'intervento dei francesi su alcune casse di risparmio e gli aumenti di capitale necessari per ripulire i bilanci. Lo spread EURIBOR - AAA a tre mesi (differenza tra tassi negativi in entrambi i casi) si è portato a 34 bp (da 39 bp, FIGURA 10). Esso è comunque previsto in crescita, almeno stando alla struttura dei tassi impliciti (58 bp a ottobre 2018, FIGURA 9)

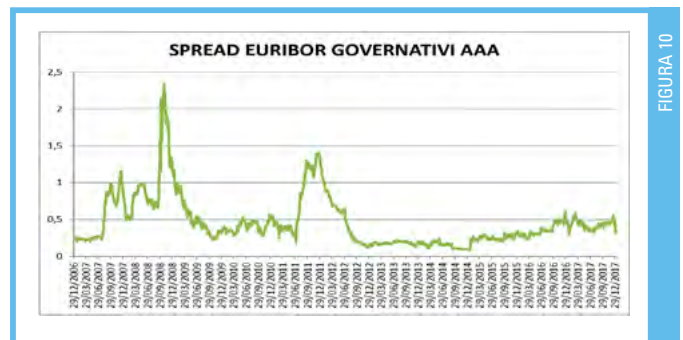
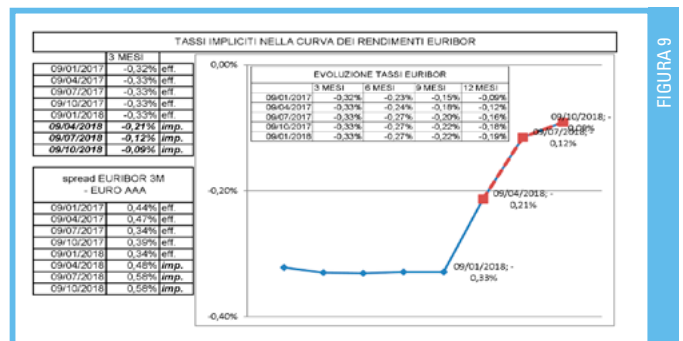
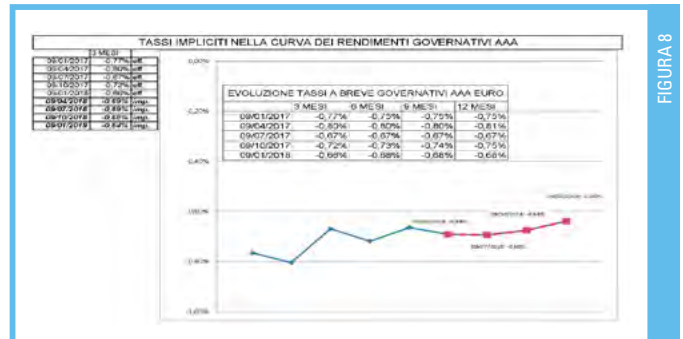


TABELLA 2

EVOLUZIONE TASSI A BREVE GOVERNATIVI AAA EURO

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI
09/01/2017	-0,77%	-0,75%	-0,75%	-0,75%
09/04/2017	-0,80%	-0,80%	-0,80%	-0,81%
09/07/2017	-0,67%	-0,67%	-0,67%	-0,67%
09/10/2017	-0,72%	-0,72%	-0,74%	-0,75%
09/01/2018	-0,66%	-0,66%	-0,68%	-0,68%

TABELLA 3

EVOLUZIONE TASSI EURIBOR

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI
09/01/2017	-0,32%	-0,23%	-0,15%	-0,09%
09/04/2017	-0,33%	-0,24%	-0,18%	-0,12%
09/07/2017	-0,33%	-0,27%	-0,20%	-0,16%
09/10/2017	-0,33%	-0,27%	-0,22%	-0,18%
09/01/2018	-0,33%	-0,27%	-0,22%	-0,19%

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

In questo trimestre la curva dei tassi EURO (governativi AAA) ha subito un movimento leggermente al rialzo riducendo l'inclinazione (FIGURA 11). Di fronte ad un aumento (quasi impercettibile, invero) dei tassi a breve, i tassi a lungo termine non 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 instantaneous forward di BCE, i tassi a breve torneranno positivi solo tra 2 anni e 11 mesi (3 anni e 3 mesi 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 mediolungo 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). È sempre più marcata la distanza tra i fondamentali dell'economia (in deciso costante ed "inclusivo" 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. Il Presidente francese conferma le speranze.

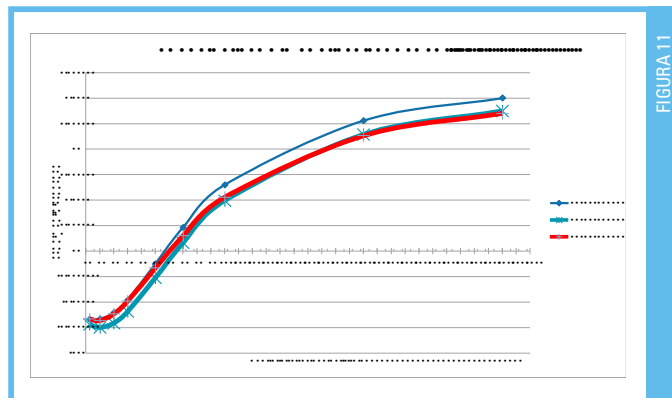


FIGURA 11

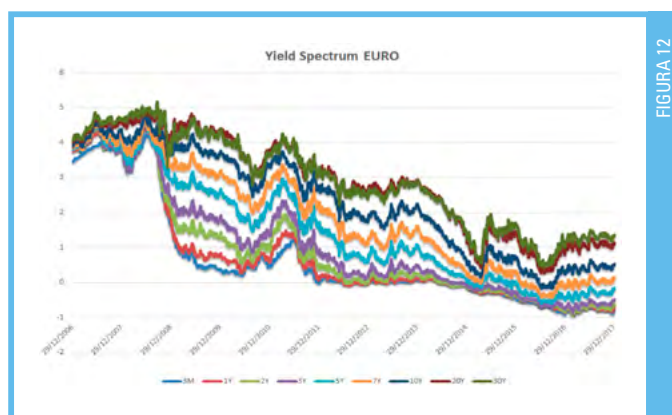


FIGURA 12

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	65,00	52,10	2,4	2,3	0,6	0,46	0,00	0,00	
Olanda	57,40	42,80	3,2	2,5	0,7	0,55	0,09	0,12	-0,03
Francia	96,80	91,20	1,8	1,9	-2,9	0,80	0,34	0,26	0,08
Austria	80,20	68,30	2,7	2,3	-1,0	0,60	0,14	0,18	-0,04
Belgio	104,30	97,40	1,7	1,8	-2,1	0,70	0,24	0,32	-0,08
Italia	133,00	120,10	1,5	1,4	-2,3	2,03	1,57	1,74	-0,17
Spagna	98,70	92,40	3,1	2,6	-3,0	1,51	1,05	1,19	-0,14
Irlanda	69,30	56,40	6,5	3,7	-0,3	0,68	0,22	0,24	-0,02
Portogallo	125,70	114,00	2,6	2,1	-1,2	1,85	1,39	1,98	-0,59
Grecia	180,20	161,20	1,3	1,6	-0,7	3,68	3,22	5,14	-1,92
USA	108,10	109,60	2,2	2,4	-3,5	2,48	2,02	1,89	0,13
Giappone	240,30	233,90	1,5	1,3	-4,4	0,05	-0,41	-0,42	0,01
UK	89,50	85,60	1,5	1,3	-2,9	1,29	0,83	0,794	-0,11

Fonte FMI

Fonte Economist

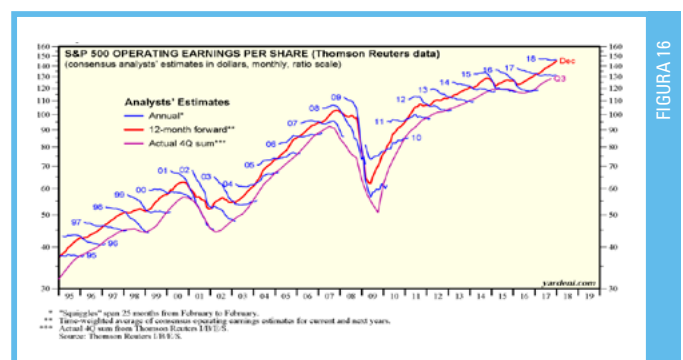
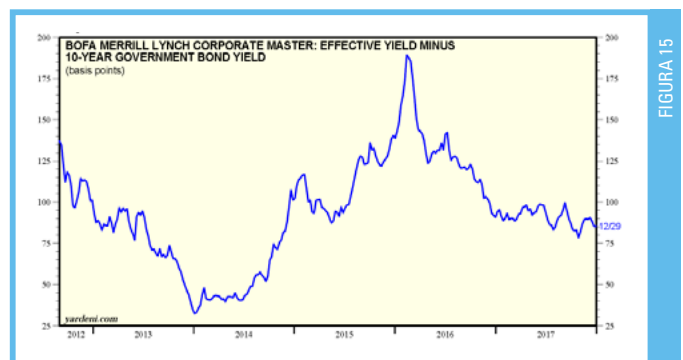
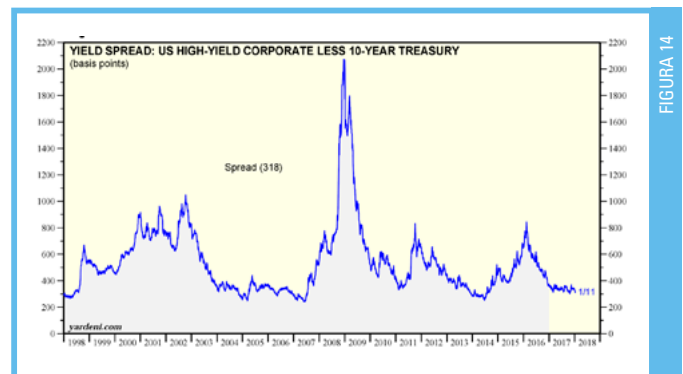
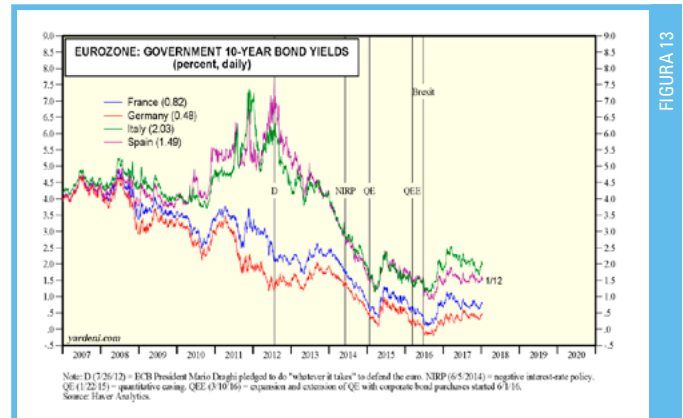
Le elezioni tedesche hanno creato incertezze, ora risolte. La Spagna ha spaventato appena appena i mercati. E ora tocca all'Italia, con la sua montagna di debito pubblico.

I TASSI DI INTERESSE NEI DIVERSI PAESI DELL'AREA EURO. TRIMESTRE DIFFICILE PER 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. La crescita economica mostra segni di netto miglioramento, ma al debito pubblico (una "certezza" negativa) si contrappongono le incertissime elezioni: in questo contesto, lo spread BTP – Bund non scenderà. Rispetto al trimestre precedente l'Italia ha fatto progressi, da 170 bp si è portata a 157. La Spagna conferma di averci superato in "solvibilità", nonostante la Catalogna. L'Italia non è più il "fanalino di coda" per previsioni di crescita 2017 e 2018, ma 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, migliora anche la crescita effettiva e l'Europa si avvicina. Ma ci sono le elezioni. 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 (ormai 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 vedendo uno spiraglio di luce, perché la crescita economica è ora più diffusa in aerea EURO. Grazie all'EURO e alla sua Banca centrale.

IL RISCHIO DI CREDITO E GLI SPREAD SULLE OBBLIGAZIONI CORPORATE. MINIMI CONFERMATI, 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 nel 2001. Questo trimestre la discesa si è fermata: 318 bp (erano 316 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 80 bp, stabilizzandosi. 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 mediolungo 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 ANCORA E SENZA INDUGI GLI UTILI DELLE AZIENDE USA. CONTINUANO A CRESCERE GLI UTILI PREVISTI PER EUROPA E INDICI MONDIALI EX US, APPROSSIMANDOSI 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 praticamente stabile a 131,51 (da 131,12) (+11,4% stabile). La previsione 2018 aumenta a 148,02 da 145,57 (+2,6% da +11,0%). E si arriva – senza sosta – a 163,12 nel 2019 (+10,2%). Questo il "consenso". Ma alcuni analisti sono più pessimisti, anche se ormai le previsioni incorporano la politica fiscale del Presidente USA. Nel 2018: 147 (+11,8%); nel 2019: 157,50 (+7,1%) secondo Yardeni. 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 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 Q3 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 settimo 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 agevolmente la fine del QE USA e cinque rialzi dei tassi. E sembra pronto ad affrontare gli ulteriori rialzi attesi per il 2018. 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 20, osserviamo l'andamento dello S&P500 insieme alla crescita degli attivi della FED, di BCE e BOJ, sommati insieme. L'espansione monetaria mondiale fornisce 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 (18,6 contro 18,1 del trimestre precedente); il più "economico" è l'indice dei paesi emergenti (12,5 da 12,6). 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 anche in questo trimestre revisioni al rialzo degli utili attesi. Sono aree geografiche che restano 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 exUS in valuta locale). Il PE è poco sotto 15 ed i mercati hanno raggiunto i massimi del 2007. Gli utili sono ormai appena inferiori a quelli segnati nel 2007 e sono in crescita da diversi mesi.

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, stabile rispetto allo scorso trimestre).

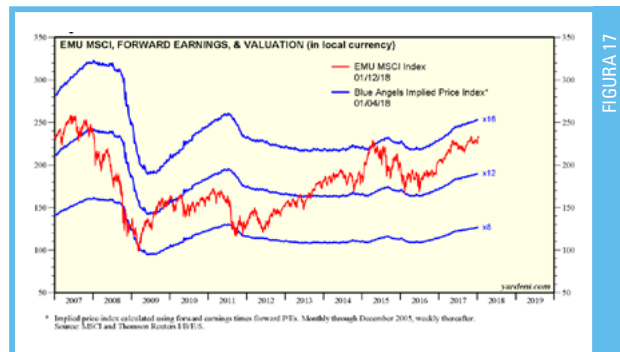


FIGURA 17

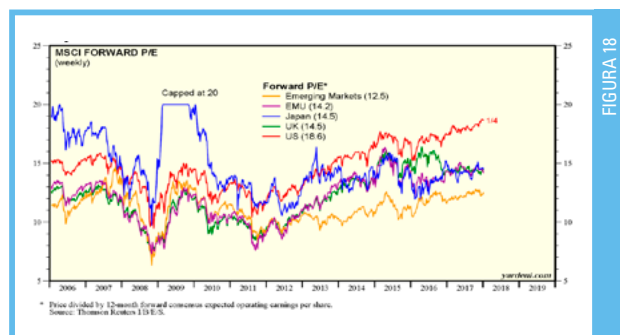


FIGURA 18



FIGURA 19



FIGURA 20

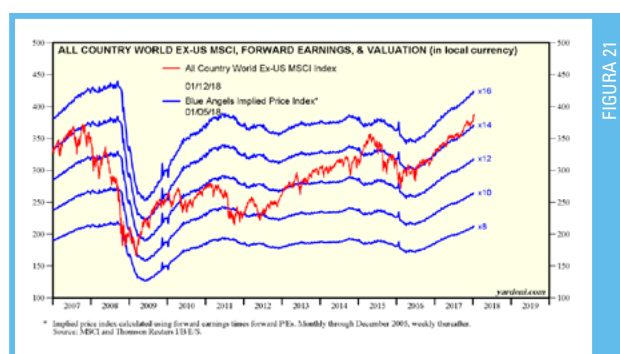


FIGURA 21

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