



SANFELICE 1893

MERCATI

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

LUGLIO 2018

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

ANCORA MORBIDI SEGNALI DI INDEBOLIMENTO DELLA CRESCITA ECONOMICA GLOBALE.

Secondo l'Economist (TABELLA 1), la crescita 2019 dell'area EURO si attesterà al +1,9% (era +2,1% il trimestre precedente). Il dato per il 2018 è stato aggiornato a +2,2% (era +2,4% il trimestre precedente). In USA il 2019 dovrebbe registrare una crescita del +2,4% (era +2,5%). Nel 2018 la crescita è prevista a +2,8% (stabile). 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 compensazione. Il QE area EURO continua, ma con forza attenuata e scadenza definita. In Italia il 2019 è previsto in crescita (+1,2% era +1,3%), e – anche in questo caso – dobbiamo registrare un rallentamento rispetto al 2018 (+1,3% era +1,5%). L'Italia, secondo le previsioni, torna ad essere, nel 2019, in coda, in compagnia del Giappone (+1,1%). Il nostro bellissimo Paese, insomma, "soffre" più degli altri quando ci sono revisioni al ribasso della crescita mondiale. Anche la brillante Spagna (+2,3% nel 2019 stabile) deve accettare un rallentamento (+2,7% nel 2018, in diminuzione dal +2,8% previsto nel trimestre precedente). Per la Francia si prevede un dato 2019 pari a +1,9% (stabile). La crescita 2018 è prevista al +1,9% (in diminuzione rispetto a quanto previsto nel trimestre precedente: +2,2%). Osservando le previsioni per l'economia tedesca, si ha una conferma del rallentamento: un 2018 a +2,1% (era +2,5% la previsione del trimestre precedente) dovrebbe essere seguito da un 2019 a +1,9% (era +2,2%). Il dato giapponese 2019 (+1,1% rappresenta il valore più basso di TABELLA 1, era +1,2%) è stabile rispetto alla previsione 2018 (+1,1% era +1,5% il trimestre precedente). La Cina, secondo le previsioni, registrerebbe un 2019 di crescita robusta al +6,3% (da +6,4%) anche in questo caso inferiore al dato 2018 di +6,6% (stabile da due trimestri). L'India nel 2019 dovrebbe crescere di un vigoroso +7,5% (stabile); un dato migliore delle attese per il 2018 (+7,3% dal +7,2% del precedente trimestre). Si conferma il Paese con le migliori prospettive 2019. Ritoccati al ribasso i dati per la Russia 2018 e 2019: +1,7% (era +1,9%) e +1,7% (era +1,9%). Il Brasile registra un +1,7% (era però +2,7%) nel 2018 e un +2,6 (era +2,9%) per il 2019. Come si vede dalle previsioni in TABELLA 1, la nona dopo la Brexit e la prima dopo l'annuncio della (potenziale) guerra dei dazi, nessun Paese ha segno negativo nel biennio 2019-2018. Il Regno Unito (+1,4% nel 2019 da +1,5% e +1,3% nel 2018 da +1,5%) mantiene una crescita accettabile, senza brillare. Secondo le previsioni ufficiali FMI (aprile 2018), il 2016 si conferma un punto di minimo per l'economia mondiale (+3,2% di crescita del PIL reale). Nel 2017 la crescita si è portata al 3,8% (era 3,6% ad ottobre); nel 2018 ad ottobre era previsto un +3,7%, oggi FMI prevede un +3,9%. Per il 2019 la crescita mondiale si dovrebbe confermare al +3,9%. I PMIs (Purchasing Managers Index) sono aggiornati a giugno (FIGURE 2 e 3). Sono tutti sopra la soglia 50 per i paesi sviluppati. Particolarmente forte il dato USA (che sale a 60,2 da 59,3 del precedente trimestre); quello della Eurozona scende a 54,9 da 56,6 del trimestre precedente, confermando il secondo calo consecutivo. Meno brillante il dato per i paesi emergenti: Brasile e Russia tornano sotto 50. India e Cina si confermano sopra la classica soglia. I Leading Indicator dell'OCSE (9 luglio 2018) continuano a segnalare

The Economist poll of forecasters, July 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	0.4/3.6	1.4/3.2	1.7 (2.2)	2.2 (2.5)	27.1 (25.1)	21.7 (19.4)	-4.7 (-4.6)	-4.3 (-4.6)		
Australia	2.5/3.2	2.2/3.0	2.9 (2.8)	2.7 (2.8)	2.2	2.3	-2.6 (-2.5)	-2.7 (-2.4)		
Austria	2.7/3.1	1.9/2.5	2.9	2.2 (2.3)	2.1 (2.2)	2.0	2.3	2.4		
Belgium	1.5/1.9	1.3/1.8	1.7	1.6 (1.7)	1.9 (1.8)	1.9 (1.8)	-0.4 (-0.3)	-0.4 (-0.2)		
Brazil	1.2/2.2	1.9/3.5	1.7 (2.2)	2.6 (2.8)	3.5 (3.4)	4.3 (4.1)	-1.0 (-1.1)	-1.3 (-1.5)		
Britain	1.1/1.5	0.8/1.9	1.3 (1.4)	1.4	2.4 (2.5)	2.0 (2.1)	-3.6 (-3.8)	-3.3 (-3.5)		
Canada	1.9/3.2	1.6/2.3	2.3	1.9 (2.0)	2.2 (2.1)	2.0	-2.7 (-2.6)	-2.5 (-2.4)		
China	6.4/6.7	6.1/6.7	6.6	6.3 (6.4)	2.2 (2.3)	2.4	0.7 (1.1)	0.5 (1.0)		
Denmark	1.2/2.0	1.9/2.0	1.8	2.0	1.1	1.7	6.3 (7.7)	7.3 (7.6)		
France	1.8/2.2	1.6/2.1	1.9 (2.0)	1.8 (1.9)	1.9 (1.8)	1.4	-0.8 (-1.0)	-0.8 (-1.1)		
Germany	1.8/2.2	1.6/2.3	2.1 (2.2)	1.9 (2.1)	1.8 (1.7)	1.7	7.7 (7.9)	7.3 (7.5)		
India	6.7/7.7	7.2/8.2	7.3	7.5	4.7	4.9 (4.8)	-2.5 (-2.2)	-2.4 (-2.3)		
Indonesia	5.1/5.6	5.1/5.9	5.3	5.4 (5.5)	3.5 (3.6)	3.7	-2.3 (-2.2)	-2.4 (-2.3)		
Italy	1.1/1.6	0.9/1.5	1.3 (1.4)	1.2 (1.3)	1.2	1.2	2.5 (2.7)	2.4		
Japan	0.7/1.5	0.6/1.6	1.1 (1.3)	1.1 (1.2)	1.0 (1.1)	1.2 (1.3)	3.8 (3.9)	3.8		
Mexico	2.0/2.7	1.8/3.0	2.3 (2.1)	2.2 (2.3)	4.4	3.6 (3.5)	-1.8 (-1.7)	-1.8 (-1.7)		
Netherlands	2.4/2.8	2.2/2.8	2.6 (2.8)	2.4 (2.5)	1.5	1.9	9.6 (9.7)	9.4 (9.7)		
Russia	1.3/2.0	1.2/2.0	1.7 (1.8)	1.7	2.9 (3.0)	4.2 (4.0)	3.5 (3.3)	3.1 (3.0)		
South Africa	1.2/2.0	1.9/2.4	1.6 (1.9)	2.1	4.7 (4.8)	5.1	-2.9 (-2.7)	-3.3 (-3.1)		
South Korea	2.8/3.0	2.5/3.0	2.9	2.8 (2.9)	1.7 (1.8)	1.9	4.8	4.5 (4.6)		
Spain	2.5/2.8	1.8/2.5	2.7	2.3 (2.4)	1.7 (1.5)	1.5	1.5 (1.8)	1.5 (1.9)		
Sweden	2.5/2.9	1.7/2.4	2.7	2.2 (2.4)	1.8 (1.7)	2.1 (2.0)	3.3 (3.4)	3.2 (3.6)		
Switzerland	2.1/2.4	1.7/2.0	2.2	1.9	0.8	0.8 (0.9)	8.7 (8.2)	8.6 (9.1)		
Turkey	3.7/5.0	2.5/4.6	4.2 (4.3)	3.5 (4.1)	12.1 (10.9)	10.7 (10.0)	-5.9 (-5.5)	-5.0 (-5.1)		
United States	2.6/3.0	1.4/3.0	2.8	2.4 (2.5)	2.5	2.2	-2.7 (-2.6)	-3.0 (-2.9)		
Euro area	2.0/2.4	1.7/2.3	2.2 (2.3)	1.9 (2.0)	1.6	1.5	3.3 (3.2)	3.1		

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

TABELLA 1

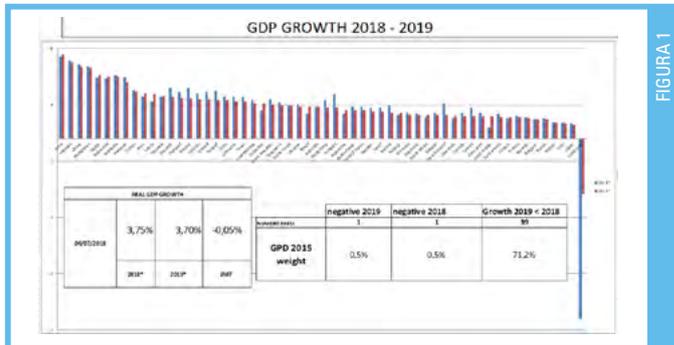


FIGURA 1

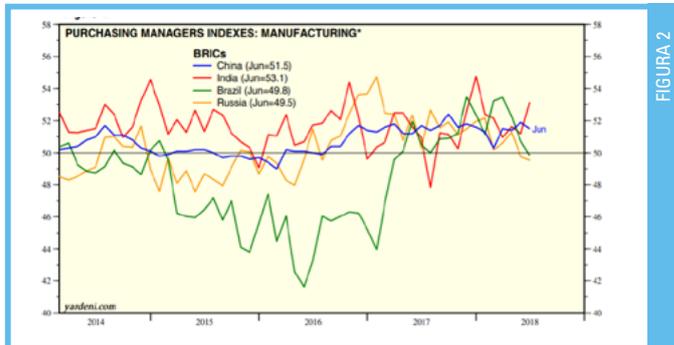


FIGURA 2

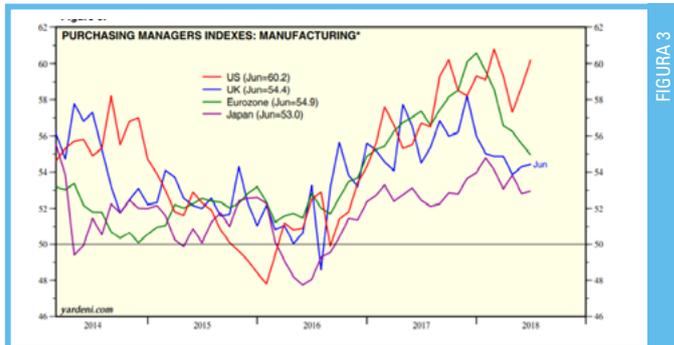
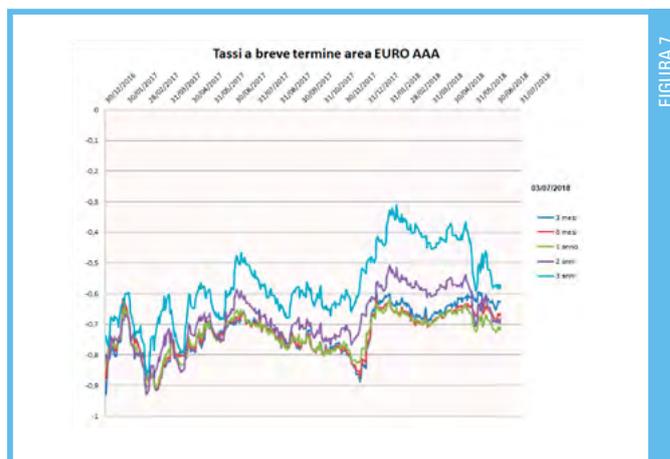
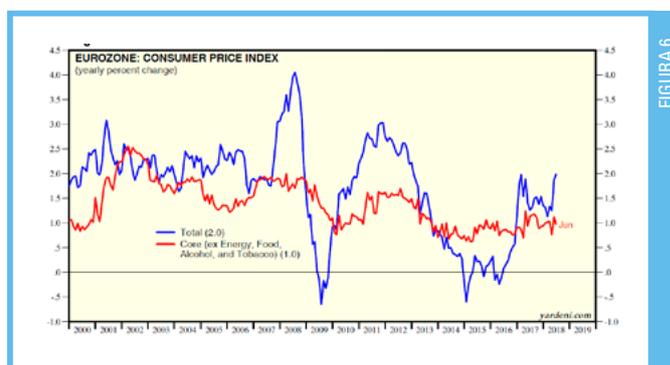
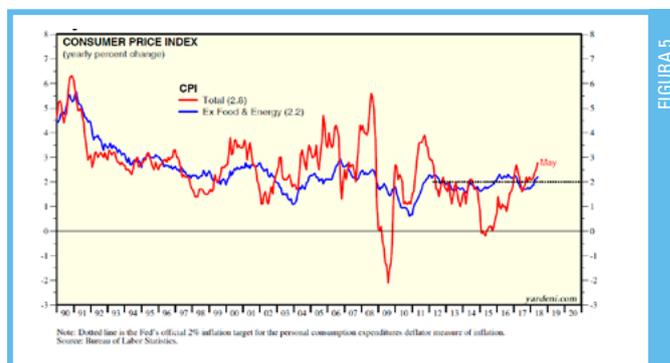
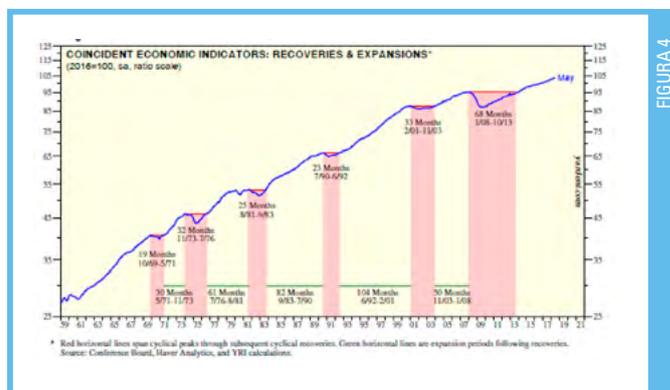


FIGURA 3

complessivamente uno stabile andamento espansionistico in tutta l'area OCSE. USA è stabile, ma l'area EURO conferma segnali di rallentamento; la Germania, l'Italia e la Francia continuano a rallentare, insieme al Regno Unito; il Giappone e la Russia sono stabili. Migliorano, invece, India e Cina. I dati di tendenza (FIGURA 1) confermano la crescita per il 2019 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 +3,70% e +3,75% (praticamente invariati). Solo un Paese si conferma a crescita negativa, sia nel 2018, sia nel 2019: il Venezuela. In totale 39 (erano 33) Paesi su 57 rallentano la loro crescita tra il 2018 e il 2019, rappresentanti il 71,2% del PIL mondiale (era 65%). Si tratta di (in ordine di PIL): Cina, Stati Uniti, Giappone, Germania, Russia, Francia, Italia, Spagna, Canada, Turchia, Taiwan, Thailandia, Polonia, Pakistan, Olanda, Malesia, Filippine, Vietnam, Svizzera, Singapore, Svezia, Hong Kong, Austria, Norvegia, Ucraina, Repubblica Ceca, Portogallo, Israele, Ungheria, Irlanda, Finlandia, Nuova Zelanda, Slovenia, Lituania, Lussemburgo, Estonia, Islanda. I segnali dagli USA rimangono positivi. Il settimo rialzo dei tassi della FED (21/05/2018) è coerente con i dati macro e con un'inflazione che ha superato il 2%. La FED inizia 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 più lento (come annunciato), accompagnato da tassi ampiamente negativi sui saldi bancari. Il bilancio della BCE sta espandendosi al ritmo previsto. 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 4,59 trilioni di euro (da 4,53 del trimestre precedente). Le previsioni di crescita FMI rilasciate in aprile, i nuovi dati OCSE e le previsioni Economist mostrano un mondo in crescita congiunta, con i paesi sviluppati in rallentamento 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) accelera e la Cina rimane stabile. 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, 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 "negoziazioni", minacce destinate a rientrare, almeno in parte. Continua e si rafforza l'ordinata crescita del prezzo del petrolio (WTI) giunto a 74,1 dollari (erano 66,5 dollari il trimestre precedente). Nell'ultimo anno è ora in crescita di un significativo +57,5% (era a +26,9% nel trimestre precedente). Nell'ultimo mese è cresciuto del +13,20% (fonte Economist al 3 luglio 2018). Le tensioni internazionali alimentano preoccupazioni. La crescita economica rafforza le attese di domanda. L'inflazione totale ne ha risentito, ovviamente. Ma l'inflazione "core" non sembra al momento spinta verso l'alto.



L'INFLAZIONE IN USA SI ACCENDE UN POCO. IN AREA EURO SEMBRA SOLO TRAINATA DAL PETROLIO.

Nell'area dell'EURO l'inflazione totale è in aumento: da +1,3% del trimestre precedente a +2,0% (FIGURA 6). È di nuovo sopra l'1% l'inflazione "core" (senza cibo ed energia: +1,2% era +1,3% lo scorso trimestre). I dati sono riferiti a giugno. Il QE2 di BCE deve continuare ad agire. In FIGURA 5 è riportata l'inflazione USA core (dati di maggio, +2,2% da +2,1%) e l'inflazione totale (+2,8% da +1,4%). Indicazioni più decise e più coerenti con uno scenario di 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 0,389%, era 0,636% il trimestre precedente, per durata 10 anni fonte ECB, 9/07/2018).

I TASSI DI INTERESSE A BREVE TERMINE EURO AAA NON RIESCONO 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 6 anni e 7 mesi (erano negativi fino 5 anni e 1 mese, lo scorso trimestre) (FIGURA 7 e TABELLA 2). Secondo le elaborazioni BCE, i tassi a breve rimarranno negativi per altri 3 anni e 4 mesi (erano 2 anni e 7 mesi lo scorso trimestre; instantaneous forward 9/7/2018). 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 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. Lo spread EURIBOR - AAA a tre mesi (differenza tra tassi negativi in entrambi i casi) si è portato a 30 bp (da 33 bp, FIGURA 10). Esso è comunque previsto in crescita, almeno stando alla struttura dei tassi impliciti (68 bp ad aprile 2019, FIGURA 9).

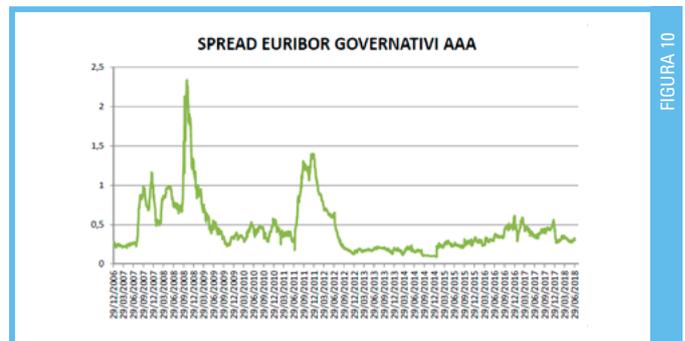
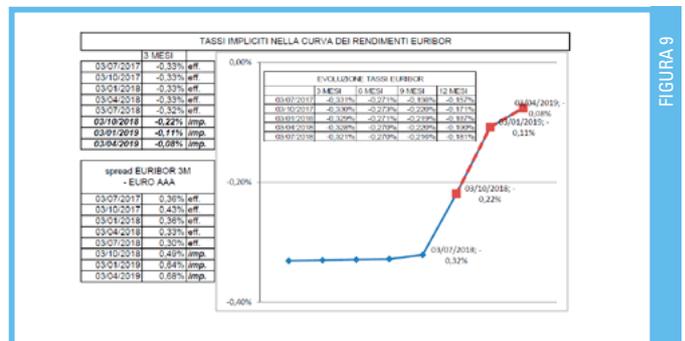
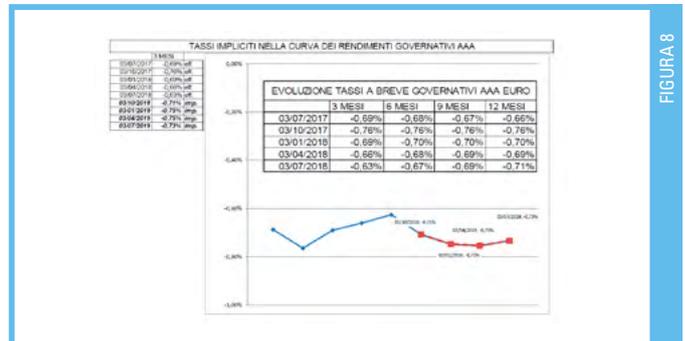


TABELLA 2

EVOLUZIONE TASSI A BREVE GOVERNATIVI AAA EURO

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI
06/04/2017	-0,69%	-0,68%	-0,67%	-0,66%
06/07/2017	-0,76%	-0,76%	-0,76%	-0,76%
06/10/2017	-0,69%	-0,70%	-0,70%	-0,70%
06/01/2018	-0,66%	-0,68%	-0,69%	-0,69%
06/04/2018	-0,63%	-0,67%	-0,69%	-0,71%

TABELLA 3

EVOLUZIONE TASSI EURIBOR

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI
06/04/2017	-0,331%	-0,271%	-0,198%	-0,157%
06/07/2017	-0,330%	-0,273%	-0,220%	-0,171%
06/10/2017	-0,329%	-0,271%	-0,219%	-0,187%
06/01/2018	-0,328%	-0,270%	-0,220%	-0,190%
06/04/2018	-0,321%	-0,270%	-0,216%	-0,181%

I TASSI DI INTERESSE NEI DIVERSI PAESI DELL'AREA EURO. I MERCATI HANNO PENALIZZATO 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: 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 131 bp si è portata a 235 bp, un valore più basso della sola Grecia. Ormai la Spagna è lontana. L'Italia oltre ad essere di nuovo il "fanalino di coda" per previsioni di crescita 2019 (escluso il Giappone) e ha un debito/PIL attuale e prospettico secondo solo a quello della Grecia (se escludiamo il Giappone, naturalmente). E ora si cominciano a vedere "certezze" politiche che non aiutano (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. Non sembra 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. 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. Anche questo trimestre la discesa si è fermata: 367 bp (erano 334 bp tre mesi addietro). In FIGURA 15 osserviamo l'andamento dei tassi delle obbligazioni corporate high yield. A spread invariati, il tasso di interesse si è portato al 6,5%, seguendo la 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 progressivamente da vendere.

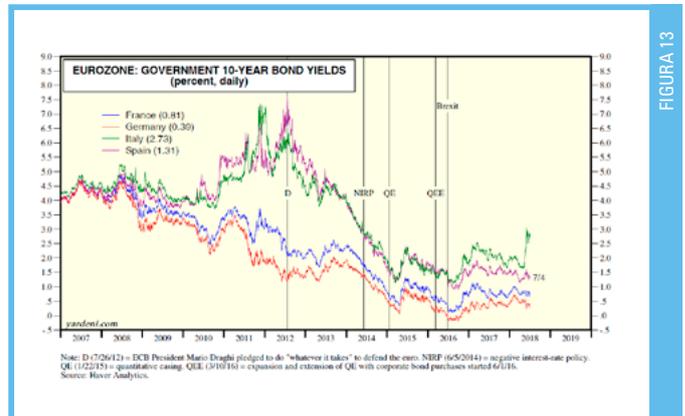


FIGURA 13

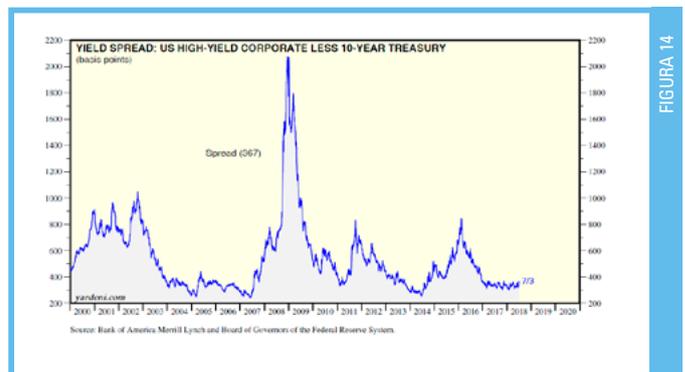


FIGURA 14

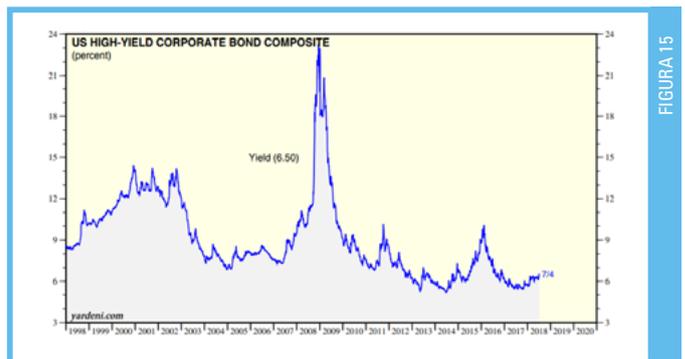


FIGURA 15

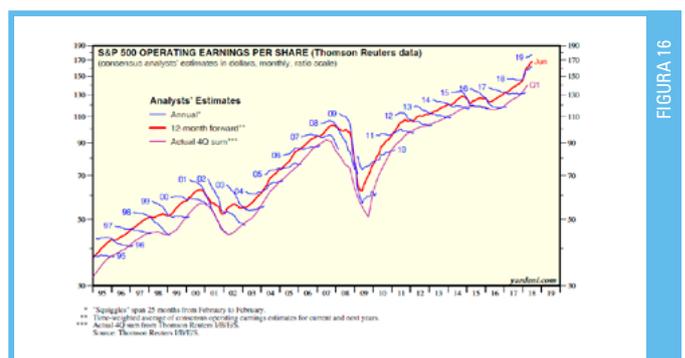
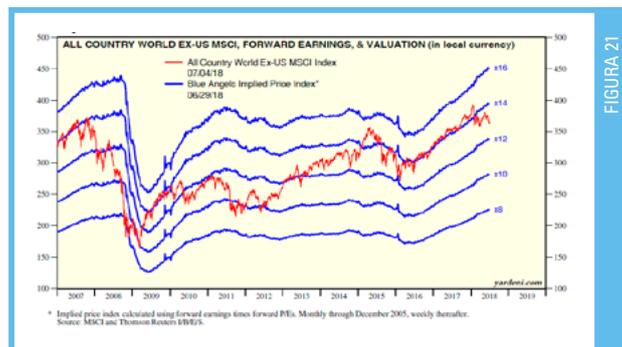
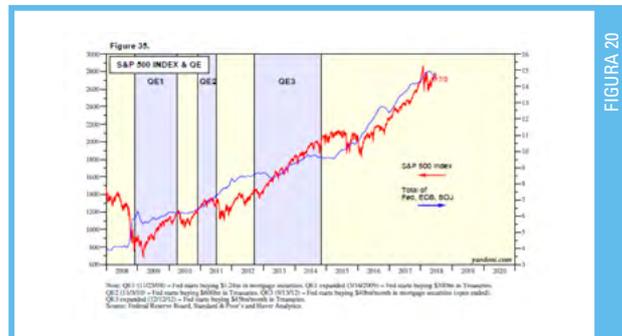
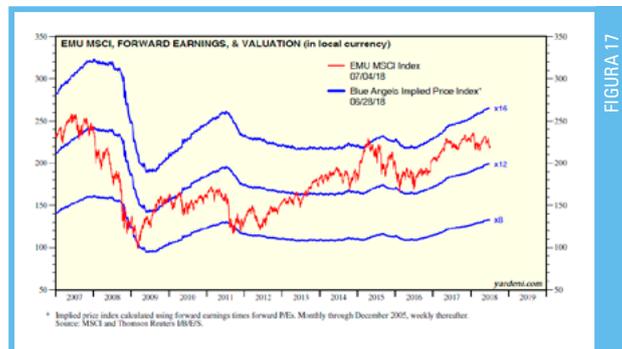


FIGURA 16

MIGLIORANO ANCORA LE PREVISIONI DI CRESCITA DEGLI UTILI MONDIALI. MA IL MERCATO CONTINUA A SOFFRIRE.

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 a 161,14 da 157,06 (+22,1% da +19,7%). E si arriva – senza sosta – a 176,91 (+9,8%) nel 2019 (era +173,93 ossia +10,2% 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: 158 (+19,7%); nel 2019: 169 (+7,0%) 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 giugno). Le linee blu rappresentano l'andamento delle previsioni degli analisti. Per il 2015, il 2016 e il 2017 si nota che le nette revisioni al ribasso si sono interrotte. Gli utili attesi tra 12 mesi (la linea rossa) confermano invece un segnale di ulteriore miglioramento, come nello scorso trimestre. E gli utili (anche quelli effettivi in Q1 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 nono 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 sette 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. 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 (in dollari). 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 (16,4 contro 16,6 del trimestre precedente); il più "economico" è l'indice dei paesi emergenti (11,2 da 11,8). 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 inferiore a 14, sulla linea dello "angelo azzurro" che moltiplica 14 per gli utili attesi. Sono ancora lontani i livelli di utili del 2007. Ma gli utili risultano in crescita anche questo trimestre. Lo stesso grafico compare in FIGURA 21, con riferimento ai mercati azionari mondiali (indice MSCI World ex-US in valuta locale). Il PE è poco sotto 14 ed i mercati hanno raggiunto i massimi del 2007. Gli utili sono ormai superiori a quelli segnati nel 2007 e sono in crescita da diversi mesi. Secondo i dati IBES - Thomson Reuters, l'Italia è il primo paese europeo per crescita attesa degli utili a lungo termine (+15,7% a 5 anni, era +15,1% lo scorso trimestre). E viene subito dopo gli USA. La crescita degli utili del prossimo anno si attesta sul +14,8% (in diminuzione da +15,5%), confermando il nostro paese al quattordicesimo posto, sotto l'indice dei paesi emergenti, il primo indice di area geografica e subito dopo gli USA. Emerging Markets Asia, con una crescita degli utili a lungo termine del 17,9% (era 20,2% lo scorso trimestre) si conferma il primo indice di area geografica (area EURO: +10,7%; Stati Uniti: +16,2%).



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

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