



SANFELICE 1893

# MERCATI

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

FEBBRAIO 2020

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

## L'economia mondiale ha trovato un minimo ciclico.

Secondo l'Economist (TABELLA 1, nella quale i paesi sono ordinati per variazione del PIL 2020 e TABELLA 2), la crescita 2019 dell'area EURO si attesterà al +1,2% (ancora invariata rispetto al trimestre precedente). Il dato per il 2020 è previsto in leggera crescita al +1,3% (stabile). In USA il 2019 dovrebbe registrare una crescita del +2,3% (era 2,2%). Nel 2020 la crescita ha una diminuzione significativa, portandosi al +1,7% (ancora invariata rispetto al trimestre precedente). Dunque, Area EURO e USA nel 2020 crescono poco, secondo le previsioni. La politica monetaria USA si è fermata nel percorso di "normalizzazione". Tassi fermi e attivi in crescita. Il QE area EURO è ripreso a ritmi modesti. E i tassi, ampiamente negativi, rimangono bassissimi. Secondo le ultime stime ISTAT l'Italia nel 2019 è cresciuta di un modesto +0,2%; il 2020 si colloca più in alto a +0,4% (ancora stabile, ultimo posto nel G20 sia nel 2019 che nel 2020, fatta eccezione per l'Argentina). Dei 58 Paesi censiti dall'Economist, il nostro Paese, secondo le previsioni, è sestultimo nel 2019 (seguito da Turchia, Messico, Islanda, Hong Kong, Argentina e Venezuela). Nel 2020 siamo terzultimi a parimerito col Giappone (seguiti da Argentina e Venezuela). 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 +2,1% (stabile) deve accettare un 2020 a 2,1% (ma era +1,9% lo scorso trimestre). Per la Francia si prevede un dato 2019 pari a +1,3% (era +1,2%), stabile anche nel 2020 (ma era previsto un +1,5%). La Germania è in vera e propria frenata: il 2019 si porta a +0,6% (da +0,5% del trimestre precedente); il 2020 risale ad un modestissimo +0,9% (stabile rispetto al trimestre precedente). La Cina (ma questi numeri potrebbero cambiare radicalmente, vista la attuale situazione) secondo le previsioni, registrerebbe un 2019 di crescita robusta al +6,1% (da +6,2%); nel 2020 rallenterebbe appena verso il +5,9% (era +6,1%), andando sotto la "soglia psicologica" del 6%. Revisione al ribasso anche per l'India (il paese a più alta variazione del PIL): nel 2019 +4,9% (ma era +5,2%); +6,1% il dato per il 2020 (era +6,7%). Revisione al ribasso per la Russia 2019: +1,1% (era +1,3%), ed è previsto un 2020 a +1,6% (era 1,5%). Il Brasile registra un modestissimo +0,9% (era +0,8%) nel 2019 e un +2,1% (da +2,0%) nel 2020. Come si vede dalle previsioni in TABELLA 1 (riferita al G20), l'ultima prima della formale uscita del Regno Unito dalla Unione Europea e la settimana dopo l'annuncio della guerra dei dazi, solo l'Argentina ha segno negativo sia nel 2019 che nel 2020. Il Regno Unito (+1,3% da +1,2% nel 2019 e +1,3% da +1,1% nel 2020) mantiene una crescita accettabile, addirittura in miglioramento. Ma anche questi ultimi dati hanno debole capacità previsiva. Secondo le previsioni della Economist Intelligence Unit (TABELLA 2), il 2019 è divenuto il nuovo punto di minimo, dopo il 2016 (+2,5%), per l'economia mondiale: +2,2% di crescita del PIL reale (era +2,3% il trimestre precedente). Torniamo al +2,3% (era +2,5%) nel 2020, dopo un 2017 a +3,2% e un 2018 a +2,9%. I PMIs (Manufacturing Purchasing Managers Index) sono aggiornati a dicembre (FIGURE 1 e 2). Per le economie avanzate, l'indice composito (in evidente rallentamento) è ancora sopra 50 (51,2 da 50,7). Ma il dato scomposto tra manufacturing e non-manufacturing segnala una differenza: 49,1

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*	2019*	2020*	latest	year ago	2019*	latest	year ago	2019*	latest	
India	+4.0	+4.5	+4.9	-6.1	-3.0	-5.0	+2.2	-3.4	-3.4	7.7	7.7	
China	+6.0	+5.1	-6.1	-5.9	+6.7	+4.0	+2.2	-1.9	-2.9	3.9	3.9	
Indonesia	+5.0	nr	-5.1	-5.1	+3.0	+2.0	-2.1	-1.1	-1.0	5.3	5.3	
Turkey	+2.0	nr	-2.1	-2.8	+2.0	+1.0	+1.6	+1.6	+1.6	12.0	12.0	
South Korea	+2.0	+1.7	+1.8	-2.2	-3.0	+0.1	+1.0	-0.4	-0.4	3.1	3.1	
Brazil	+1.2	+2.5	-0.9	-2.1	+1.0	-1.3	+0.0	-1.6	-1.6	11.2	11.2	
Australia	+1.7	+1.8	+1.7	-2.0	+2.0	+1.7	+1.0	+1.0	+1.0	5.2	5.2	
Canada	+1.7	+1.3	+1.7	-1.8	-3.0	+2.2	+1.7	+1.9	+1.9	5.9	5.9	
United States	+2.1	+2.1	+2.3	-1.7	-0.8	+2.1	+2.2	+1.8	+1.8	3.5	3.5	
Russia	+1.7	nr	+1.1	-1.8	+0.4	+1.1	+0.9	+0.9	+0.9	6.8	6.8	
South Africa	+0.1	-0.6	+0.6	+0.4	-1.0	+3.6	+1.1	+0.2	+0.2	29.1	29.1	
France	+1.6	+1.1	+1.3	+1.3	-0.2	+1.0	+1.9	+1.3	+1.3	8.5	8.5	
Britain	+1.1	+1.7	+1.3	+1.3	-1.3	+1.9	+2.8	+1.8	+1.8	3.9	3.9	
Mexico	+0.0	+0.1	+0.0	+1.1	-1.0	+1.0	+0.7	+1.6	+1.6	3.9	3.9	
Saudi Arabia	+2.4	nr	-0.4	+1.0	nr	-0.1	+2.8	-1.3	-1.3	5.0	5.0	
Germany	+0.0	+0.3	+0.6	-0.9	-0.3	+1.1	+2.1	+1.3	+1.3	3.0	3.0	
Italy	+0.0	+0.2	+0.2	-0.4	-0.4	+0.2	+1.6	+0.7	+0.7	8.7	8.7	
Japan	+1.7	+1.8	+0.8	-0.4	-0.1	+0.5	+0.9	+0.4	+0.4	2.3	2.3	
Argentina	-1.7	+1.8	-3.3	-2.5	+0.9	+1.1	+0.0	+1.3	+1.3	9.7	9.7	

TABELLA 1 - Fonte: Economist

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>Real GDP growth (PPP exchange rates)</b>										
World	3.4	3.3	3.8	3.5	2.8	3.1	3.4	3.6	3.5	3.4
OECD	2.5	1.9	2.7	2.4	1.6	1.6	1.8	2.0	1.9	2.0
Non-OECD	4.1	4.6	4.7	4.5	3.7	4.3	4.6	4.7	4.6	4.5
<b>Real GDP growth (market exchange rates)</b>										
World	2.8	2.5	3.2	2.9	2.2	2.3	2.7	2.9	2.8	2.8
OECD	2.4	1.8	2.6	2.3	1.6	1.5	1.8	1.9	1.9	2.0
Non-OECD	3.5	3.9	4.3	4.2	3.4	3.9	4.4	4.5	4.3	4.2
North America	2.7	1.6	2.4	2.8	2.2	1.7	1.9	2.0	1.9	2.2
Europe	2.0	1.9	2.8	2.1	1.4	1.6	1.8	2.0	1.9	1.9
Euro area	2.0	1.9	2.7	1.9	1.2	1.3	1.6	1.7	1.6	1.6
Asia & Australasia	4.6	4.5	4.9	4.5	3.9	3.9	4.2	4.2	4.0	3.9
Latin America*	0.1	-0.3	1.8	1.6	0.6	0.9	2.3	2.5	2.6	2.5
Middle East & North Africa	2.3	4.8	1.4	1.2	0.2	2.0	2.9	3.1	3.3	3.3
Sub-Saharan Africa	2.7	0.8	2.3	2.4	2.0	2.4	3.3	3.9	4.2	4.5
<b>Inflation (av)</b>										
World*	3.0	3.1	3.2	3.4	3.5	3.6	3.4	3.2	3.1	3.0
OECD	0.7	1.1	2.2	2.5	1.9	1.8	2.0	2.1	2.1	2.0
Non-OECD*	5.4	5.1	4.2	4.4	5.1	5.5	4.8	4.4	4.2	4.1

TABELLA 2 - Fonte: Economist, 19 settembre 2019

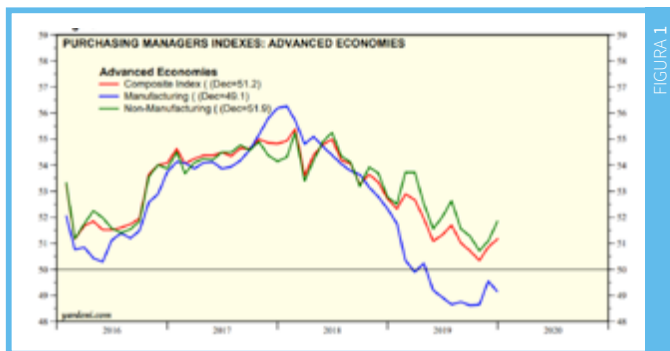


FIGURA 1

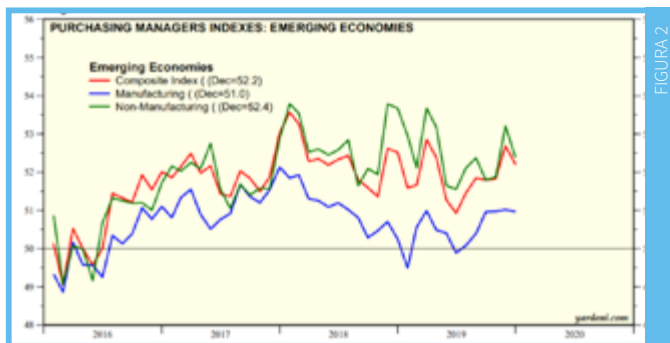


FIGURA 2

(da 48,6, quindi prospettive recessive) e 51,9 (da 51,3, prospettive ancora in espansione). Per le economie emergenti, invece i PMI sono tutti sopra 50, segnalando prospettive di crescita economica, con l'indice manufacturing in ripresa. Ma anche questi dati a gennaio potrebbero peggiorare. In questo contesto non brillante e contrastato, con l'incognita "coronavirus", i Leading Indicator dell'OCSE (13 gennaio 2020) confermano complessivamente una situazione di "stable growth momentum" nell'area OCSE. La crescita è stabile in Cina, Stati Uniti, Area Euro, Giappone, Francia, Germania, Italia, Regno Unito, Canada e Russia. Rallenta in India e si rinforza in Brasile. Gli USA, dunque, continuano a rallentare. Dopo il nono rialzo dei tassi della FED (20/12/2018) sono arrivati tre ribassi. I tassi di mercato avevano correttamente anticipato la mossa e ora sembrano soddisfatti. La FED ha bruscamente interrotto la riduzione del proprio attivo, sia pure per motivi "tecnici" (necessaria nuova liquidità per una crisi bancaria). 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 la FED non vuole interrompere. Il QE europeo è ripreso da novembre ad un ritmo di 20 miliardi/mese. I tassi sui depositi in BCE sono ampiamente negativi e, dopo l'ultima riduzione, si manterranno stabili per lungo termine. 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 (quarantesima settimana del 2019) è pari a 4,674 trilioni di euro (da 4,695 del trimestre precedente). Come è stato spesso sottolineato in questa sede, la BCE cerca di mettere all'angolo la politica fiscale. La politica monetaria rimarrà iperspansiva (forse provocatoriamente troppo espansiva), finché non arriveranno segnali adeguati di interventi da parte dei "governi". I surplus di bilancio di alcuni importanti paesi dell'EURO possono e debbono essere spesi: "Mr Draghi explains that knowledge, courage and humility have, throughout history, always proven their value". Come il trimestre precedente, le previsioni di crescita mostrano un mondo in rallentamento congiunto, apparentemente senza drammi. Non tutti i settori dell'economia e non tutte le aree geografiche sono interessate da recessioni. E questo frena il peggio, evitando la diffusione dei segni meno. La BCE (che si trova in un'area geografica in forte rallentamento manifatturiero) è aperta a possibili nuovi interventi. La FED (che si trova in un'area dove ancora la crescita è presente) ha agito e ha lasciato intendere che è pronta ad agire più forte. Ora i mercati non sembrano scontare ulteriori riduzioni dei tassi; scontano che eventualmente non mancheranno gli interventi monetari di supporto. Ai pericolosissimi elementi di protezionismo si è però sostituita una minaccia del tutto inattesa, la diffusione del coronavirus dalla Cina. Gli effetti macroeconomici non mancheranno, ma è del tutto incerta la loro durata. Il Brent si trova in area 60 dollari. Nell'ultimo anno è ora in calo del -2,3% (era a -29,8% nel trimestre precedente). Nell'ultimo mese è diminuito del -9,6% (fonte Economist, 30 gennaio 2020).

## L'inflazione continua a rimanere fredda. C'è poco da dire.

Nell'area dell'EURO l'inflazione totale è in leggero aumento diminuzione: da +0,9% del trimestre precedente a +1,4% (FIGURA 5). L'inflazione core è appena sopra l'1% (+1,1%). I dati sono riferiti a gennaio. Christine Lagarde, il 23 gennaio 2020, ha ripetuto la nota litania: i tassi di interesse "ci attendiamo che si mantengano su livelli pari o inferiori a quelli attuali finché non vedremo le prospettive di inflazione convergere saldamente su un livello sufficientemente prossimo ma inferiore al 2% nel nostro orizzonte di proiezione e tale convergenza non si rifletterà coerentemente nelle dinamiche

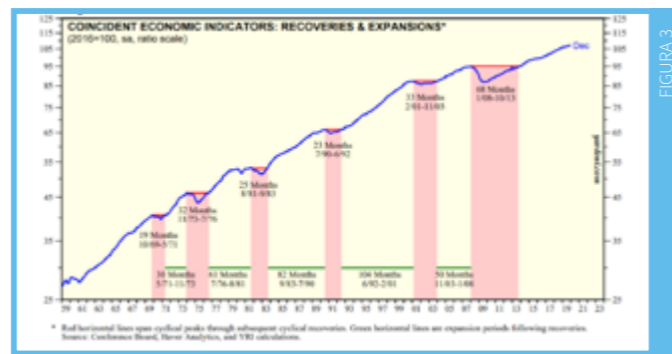


FIGURA 3

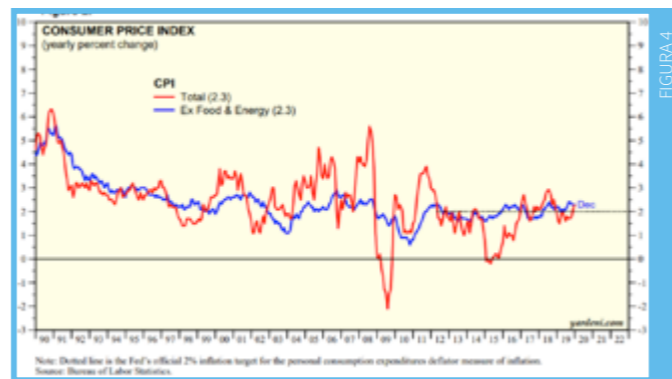


FIGURA 4



FIGURA 5

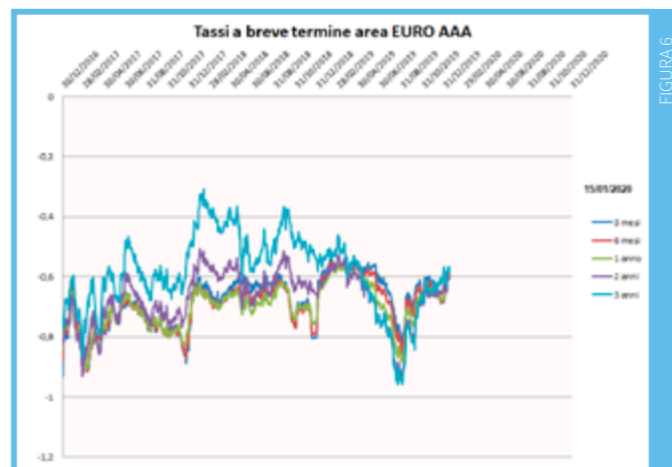


FIGURA 6

dell'inflazione di fondo". Inoltre, "continueremo a effettuare gli acquisti netti nell'ambito del nostro programma di acquisto di attività (PAA) a un ritmo mensile di 20 miliardi di euro". In FIGURA 4 è riportata l'inflazione USA core (dati di dicembre, +2,3% da +2,4%) e l'inflazione totale (+2,3% da +1,7%). Dopo nove rialzi e tre ribassi dei tassi, la FED ha ancora spazi per reagire ad eventuali rallentamenti "eccessivi" dell'economia. La situazione è diversa tra USA ed EURO. Mentre la Banca Centrale americana ha agito nell'ambito di strumenti convenzionali (tassi di interesse), la BCE è stata costretta ad annunciare 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 -0,364%, era -0,411% il trimestre precedente, per durata 10 anni, fonte BCE, 30/01/2020).

## Tassi di interesse EURO a breve termine: tutti negativi.

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 20 anni (erano negativi fino 21 anni e 11 mesi, lo scorso trimestre) (FIGURA 6 e TABELLA 3). Si conferma una realtà consolidata, anche se, dopo le paure recessive di fine anno, i tassi sono tornati - se così vogliamo dire - a crescere un poco. Secondo le elaborazioni BCE, i tassi a breve rimarranno negativi per altri 8 anni e 5 mesi (erano 8 anni e 7 mesi lo scorso trimestre), giungendo ad un minimo di -0,698% tra 1 anno e 8 mesi (oggi -0,617%; fonte BCE instantaneous forward 30/01/2020). I tassi AAA sono negativi. Anche in Francia, Spagna (fino a 7 anni), Italia (fino a 3 anni) i tassi sono negativi. E la BCE ha ridotto ulteriormente i tassi sui depositi. La liquidità continua a fluire in Banca Centrale, anche se a ritmi sempre più bassi. Non ci sono per le banche opportunità o possibilità di nuovi prestiti all'economia. Il tasso interbancario non compensa per il rischio e per l'assorbimento patrimoniale. E le banche - infine - depositano in BCE gli eccessi di liquidità. Secondo i dati BCE, i tassi di interesse sui depositi fino ad 1 anno dalle famiglie sono ancora positivi (0,23% a novembre 2019 da 0,28% ad agosto 2019). Ma, per la prima volta, sono negativi quelli delle imprese (-0,03% da -0,05%). Una novità che avrà un seguito. Il mercato si comporta come se i futuri tassi a tre mesi nei prossimi 12 mesi fossero destinati a rimanere ai livelli attuali. I rendimenti a tre mesi impliciti (forward rate) sono riassunti in FIGURA 7. In questo contesto, i tassi EURIBOR sono leggermente aumentati. 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.

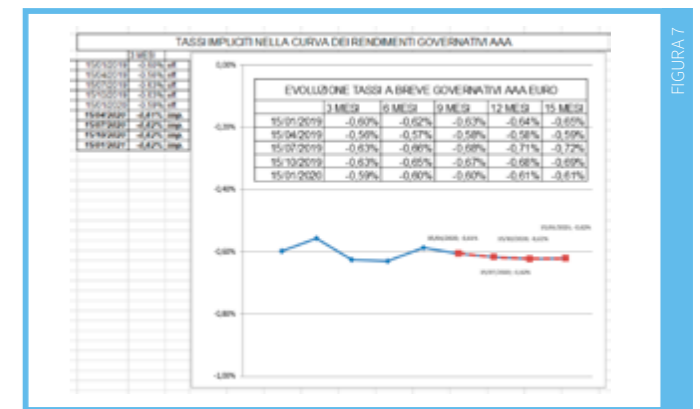


FIGURA 7

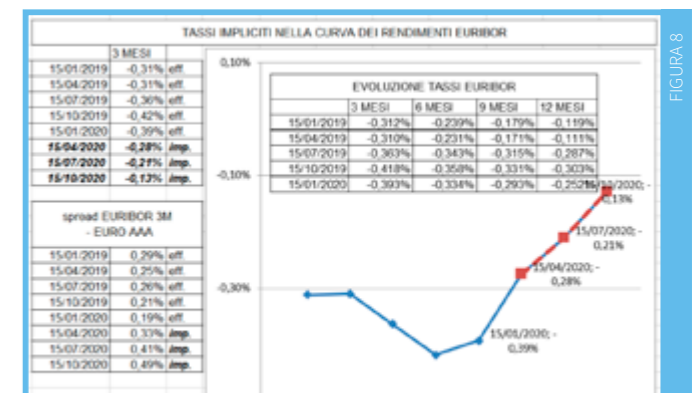


FIGURA 8

EVOLUZIONE TASSI A BREVE GOVERNATIVI AAA EURO

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI	15 MESI
15/01/2019	-0,60%	-0,62%	-0,63%	-0,64%	-0,65%
15/04/2019	-0,56%	-0,57%	-0,58%	-0,58%	-0,59%
15/07/2019	-0,63%	-0,66%	-0,68%	-0,71%	-0,72%
15/10/2019	-0,63%	-0,65%	-0,67%	-0,68%	-0,69%
15/01/2020	-0,59%	-0,60%	-0,60%	-0,61%	-0,61%

TABELLA 3

EVOLUZIONE TASSI EURIBOR

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI
15/01/2019	-0,312%	-0,239%	-0,179%	-0,119%
15/04/2019	-0,310%	-0,231%	-0,171%	-0,111%
15/07/2019	-0,363%	-0,343%	-0,315%	-0,287%
15/10/2019	-0,418%	-0,358%	-0,331%	-0,303%
15/01/2020	-0,393%	-0,334%	-0,293%	-0,252%

TABELLA 4

## Tassi EURO a lungo termine: la discesa si è fermata, qualche debole segnale di risveglio.

In questo trimestre la curva dei tassi EURO (governativi AAA) ha registrato rispetto al trimestre precedente un movimento al rialzo accrescendo l'inclinazione (FIGURA 9): i tassi a breve sono in aumento, le tensioni sugli spread dei governativi si sono ancora allentate mentre il ciclo economico è debole. Anche i tassi USA mostrano segnali di incremento, e la curva è inclinata in modo leggermente positivo. Il mercato ha ottenuto da BCE e FED quello che voleva. La pendenza della curva è aumentata, annusando un possibile minimo ciclico. Purtroppo, ancora nessun segnale espansivo "coordinato e condiviso" arriva dalle politiche fiscali in area EURO. Questo trimestre l'area EURO ha continuato con un incremento parallelo dei tassi, senza modificare sostanzialmente la pendenza (FIGURA 10). È impressionante il fatto che i tassi in Germania siano tutti (da 3 mesi a 30 anni) più bassi dei tassi giapponesi: sui 3 anni, tasso tedesco -0,6% (era -0,712% il trimestre precedente); tasso giapponese -0,05% (era -0,289%); dati del 15/01/2020, fonte Datastream). La crescita si è fortemente indebolita, soprattutto nel settore manifatturiero e soprattutto in Germania. La BCE non è (ancora) riuscita a mettere all'angolo la politica fiscale, che deve diventare espansiva. Lo «spettro» dei rendimenti (dal 3 mesi al 30 anni, FIGURA 10) segnala una curva che sta reagendo in risposta agli interventi BCE. La paura di un'area EURO incapace di reagire adeguatamente sul fronte macroeconomico è stata allontanata. Brexit è una realtà alle spalle, ormai. Il possibile rialzo dei tassi AAA area euro è di nuovo possibile, ma molto lontano. Solo una politica fiscale espansiva "coordinata e condivisa" potrebbe rialzare con decisione la pendenza della curva.

## I tassi di interesse nei Paesi dell'area EURO. Si chiudono gli spread.

La «condizione di solvibilità» 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 condannano all'ultimo posto (il +0,2% del 2019 è proprio un brutto dato, seguito da un altrettanto brutto +0,4%) e il debito pubblico (una "certezza" negativa) annulla ogni sforzo di qualunque governo di apparire rispettoso delle "regole": lo spread ha subito però una spettacolare riduzione, sull'onda della azioni attuate e promesse da Draghi. Rispetto a dodici mesi fa, l'Italia da 333 bp si è portata a 156 bp (erano 133 bp lo scorso trimestre); lo spread è secondo solo a quello della Grecia (215 bp). Secondo le previsioni FMI, il debito PIL italiano aumenta a 134 nel 2024 dal già poco lusinghiero 133,20 del 2019. Mentre il deficit/PIL si porta al 2,2%. I recenti risultati delle elezioni amministrative hanno riportato lo spread a 136,6. 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 del tutto svaniti. Il fortissimo rallentamento tedesco rende meno 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. Oggi siamo più vicini. Dobbiamo - come di consueto - ringraziare Draghi. Il Presidente Christine Lagarde sta disegnando la nuova strategia della BCE, una revisione prevista. Vedremo.

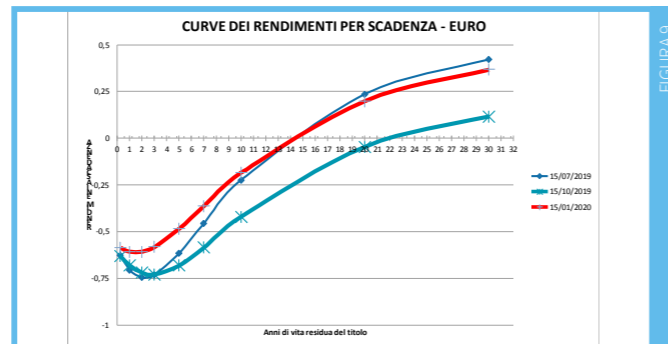


FIGURA 9

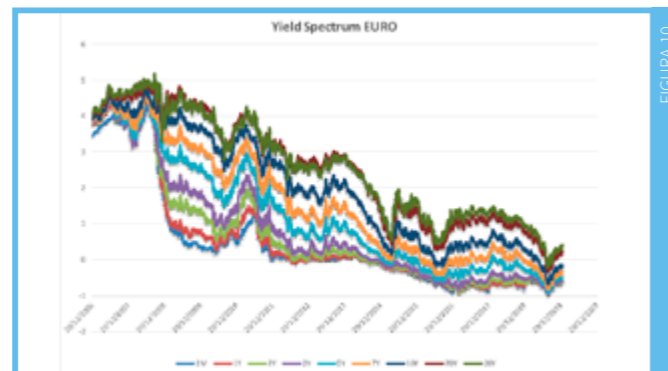


FIGURA 10

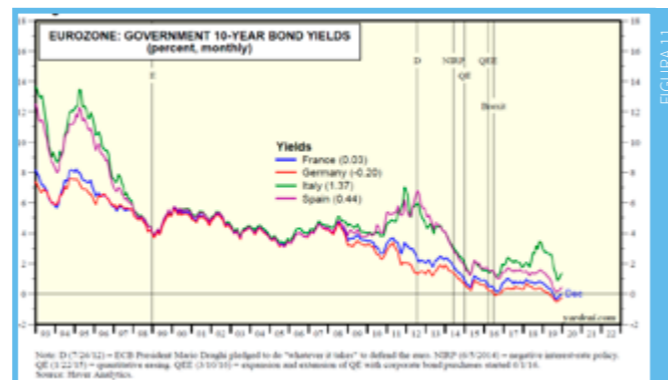


FIGURA 11



FIGURA 12

## Il rischio di credito e gli spread sulle obbligazioni corporate. Alla ricerca dei rendimenti perduti.

In FIGURA 12 sono rappresentati gli 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. Dopo il rialzo di fine anno (paura di una recessione improvvisa), lo spread si è stabilizzato (FIGURA 12): 381 bp (erano 399 bp tre mesi addietro). In FIGURA 13 osserviamo l'andamento dei tassi delle obbligazioni corporate high yield. Il tasso di interesse si è portato al 5,38% (era 5,75%). Gli spread sono un poco più alti rispetto alla metà del 2018, quando la crescita non era in discussione. Incorporano qualche preoccupazione, ma l'effetto della ricerca di rendimento da parte degli investitori li comprimono verso il basso. Diminuiscono i tassi privi di rischio, diminuiscono i tassi dei titoli rischiosi e gli spread non salgono. La compressione del premio per l'assunzione di rischio di credito di medio-lungo termine si interrompe quando la leva finanziaria delle imprese aumenta e ricompare la possibile crescita del business risk (rallentamento economico). Riteniamo che questi spread siano da vendere.

## Mercati azionari in attesa, tra recessione e reazioni di politica economica e monetaria.

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%. Il 2018 termina con utili a 161,93 (+22,7%). Una crescita spettacolare, seconda solo



FIGURA 13



FIGURA 14



FIGURA 15

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

	Debito PIL 2019	Debito PIL 2024	Crescita PIL 2019	Crescita PIL 2020	Deficit PIL 2019	Tassi a 10 anni 15/01/2020	SPREAD 15/01/2020	SPREAD 06/12/2019	Variazione SPREAD
Germania	58,60	45,60	0,5	0,9	0,5	-0,24	0,00	0,00	
Olanda	49,20	39,80	1,7	1,6	0,6	-0,12	0,12	0,14	-0,01
Francia	99,30	97,80	1,3	1,3	-3,2	0,01	0,25	0,27	-0,02
Austria	70,70	56,30	1,5	1,4	0,1	-0,04	0,21	0,23	-0,03
Belgio	101,00	95,10	1,3	1,2	-1,6	0,03	0,27	0,30	-0,03
Italia	133,20	134,00	0,2	0,4	-2,2	1,31	1,56	1,65	-0,09
Spagna	96,40	90,50	2,1	1,9	-2,3	0,45	0,69	0,80	-0,10
Irlanda	60,90	47,30	5,0	2,9	0,4	-0,15	0,10	0,13	-0,03
Portogallo	117,60	99,30	2,0	1,6	0,0	0,40	0,64	0,72	-0,08
Grecia	176,60	154,10	1,9	2,2	0,6	1,91	2,15	2,33	-0,18
USA	106,20	115,80	2,2	1,6	-4,8	1,79	2,03	2,14	-0,10
Giappone	237,70	237,60	1,0	0,4	-2,9	0,00	0,25	0,28	-0,04
UK	85,60	83,30	1,3	1,3	-2,0	0,65	0,89	1,06	-0,16

Fonte FMI (APR 2019)

Fonte Economist

Fonte Datastream

TABELLA 5

a quella del 2010, l'anno dopo la crisi. Il Q3 2019 si è chiuso con utili in diminuzione del -1,2% e si punta ora a 161,54 (-0,2% rispetto al precedente +0,8%) nel 2019. Le previsioni per il 2020 si attestano ad una buona crescita del +9,6% (ma era +11,2%) a livello 177,01 (da 181,53). Le prime previsioni 2021 ci dicono +10,7% con utili a 195,99. In FIGURA 14 la linea rossa rappresenta l'andamento degli utili attesi per azione S&P500 dal 1995. 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 continuano a crescere, sia pure a ritmo più blando. Gli utili effettivi in Q3 2019 sono stati buoni, in leggero aumento rispetto al Q2. Il primo rallentamento dopo dieci trimestri positivi ha spaventato i mercati; ma poi sono continuate ad arrivare notizie migliori. I fondamentali attuali mostrano i segni dell'incertezza sulla futura crescita mondiale, ma incorporano ora interventi intelligenti delle banche centrali, che hanno portato ad una inversione della curva dei rendimenti. 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. Ma ha poi reagito benissimo al nuovo atteggiamento delle Banche Centrali. L'eventuale minimo ciclico è stato anticipato. Ora solo una robusta crescita può spingere verso l'alto. In FIGURA 16 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. Se la fine del QE ed i segnali di rallentamento economico non sono stati presi bene, i mercati hanno corretto subito al rialzo di fronte ad un atteggiamento più morbido della BCE e ora sono in attesa. In FIGURA 19 osserviamo l'andamento dello S&P500 insieme alla crescita degli attivi della FED, di BCE e di BOJ, sommati insieme (in dollari). L'espansione monetaria mondiale ha fornito un formidabile supporto al mercato azionario. Quando gli attivi smettono di crescere e l'economia rallenta si spezza l'incantesimo. Ma se le Banche Centrali agiscono (o dicono di esser pronte ad agire) i mercati rimbalzano. In FIGURA 15 sono raccolti gli andamenti dei PE delle principali aree geografiche (indici MSCI). Il mercato più "caro" rimane quello USA; il più "economico" è l'indice dei paesi emergenti. 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, nel bene e nel male. In FIGURA 17, vengono rappresentate le determinanti del PE del mercato azionario EMU. Il mercato presenta un PE di 14,4, oltre la linea "angelo azzurro" che moltiplica per 12 gli utili attesi. Gli utili non sono riusciti a superare i livelli del 2007 e ora mostrano una moderata discesa, dopo aver superato i livelli del 2011. Lo stesso grafico compare in FIGURA 18, con riferimento ai mercati azionari mondiali (indice MSCI World exUS in valuta locale). Il PE è intorno a 14 ed i mercati (dopo lo spunto del primo e del secondo trimestre) sono tornati sopra ai livelli del 2007. Gli utili (previsti) scendono, riportandosi sotto ai livelli del 2007. Secondo i dati IBES - Thomson Reuters, la crescita degli utili a 5 anni per l'Italia è prevista in netto calo al +7,6% (era +8,1%), sotto la media EMU (+8,9%). Nel breve termine gli utili cresceranno (secondo le previsioni) del +5,3% (era +7%) contro una media EMU del +10% (era +9,2%). Tra i grandi paesi per crescita a breve troviamo ancora ai primi posti l'India (+22,4% da +21,8%), Cina (+12,3% in calo da +14%) e USA (a +9,8% da +9,4%). Nel lungo termine, troviamo Cina a +18,9% (da +19,3%), Emerging Markets Asia a +14,3% da +15,3%, India a +20,8% (da +15%), Emerging Markets +13,7% (da +14,2%). Gli Stati Uniti seguono a +10,6% (da +12,6%).



FIGURA 16



FIGURA 17



FIGURA 18



FIGURA 19

Si allegano Portafogli Modello: Portafogli Strategici, Portafogli Tattici (trimestrali), Portafogli Operativi (trimestrali)

# ARCA Multi-Strategy Prudente 2025

Per investire  
guardando oltre

Differenti strategie di investimento,  
per sfruttare tutte le potenzialità  
di crescita dei mercati finanziari



**ARCA**  
SGR  
DA SEMPRE, PIÙ VALORE AI TUOI INVESTIMENTI

Messaggio pubblicitario. Prima dell'adesione leggere le informazioni chiave per l'investitore (KIID) che il proponente dell'investimento deve consegnare prima della sottoscrizione nonché il Prospetto e l'Informativa MIFID disponibili presso il Soggetto Collocatore e sul sito [www.arcaonline.it](http://www.arcaonline.it). L'obiettivo di rendimento non costituisce garanzia di rendimento minimo dell'investimento finanziario. Per i Fondi a distribuzione di proventi l'importo distribuito potrebbe essere superiore ai proventi, rappresentando in tal caso un rimborso parziale del capitale iniziale. I prodotti non sono garantiti. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.

# FILIALI

## SEDE CENTRALE

piazza Matteotti, 23 - San Felice sul Panaro (MO) - Tel. 0535/89811

## BOLOGNA

via Borghese, 21/B - Bologna (BO) - Tel. 051/6199544

## CAMPOSANTO

via Baracca, 7 - Camposanto (MO) - Tel. 0535/87121

## CARPI

via Manzoni, 22 - Carpi (MO) - Tel. 059/650938

## FORMIGINE

via Trento Trieste, 126 - Formigine (MO) - Tel. 059/5750540

## GAVELLO

via Valli, 319 - Gavello (MO) - Tel. 0535/31361

## MANTOVA

via Gombrich, 2 - Mantova (MN) - Tel. 0376/355019

## MASSA FINALESE

piazza Caduti per la libertà, 1 - Massa Finalese (MO) - Tel. 0535/99131

## MIRANDOLA

viale V Martiri, 9 - Mirandola (MO) - Tel. 0535/611099

## MODENA

via Nonantolana, 351 - Modena (MO) - Tel. 059/251709

## MODENA B

strada Morane, 411 - Modena (MO) - Tel. 059/443140

## MODENA D

via Emilia Est, 339 - Modena (MO) - Tel. 059/370913

## MORTIZZUOLO

via Imperiale, 241 - Mortizzuolo - (MO) - Tel.0535/37321

## RAVARINO

via Roma, 139 - Ravarino (MO) - Tel. 059/900653

## REGGIO EMILIA

via dei Gonzaga, 18/A - Reggio Emilia (RE) - Tel. 0522/432443

## SAN FELICE SUL PANARO - 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 A. 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)