



SANFELICE 1893

MERCATI

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

GIUGNO 2018

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

QUALCHE SEGNALE DI INDEBOLIMENTO DELLA CRESCITA ECONOMICA GLOBALE. MA SOLO NEL 2019.

Secondo l'Economist (TABELLA 1), la crescita 2019 dell'area EURO si attesterà al +2,1%. Il dato per il 2018 è stato aggiornato a +2,4% (era +2,3% il trimestre precedente). In USA il 2019 dovrebbe registrare una crescita del +2,5%. Nel 2018 la crescita è prevista a +2,8% (era +2,6%). Area EURO e USA dunque dovrebbero rallentare almeno un poco. L'economia USA risente di una politica monetaria verso la normalizzazione, ma la politica di espansione fiscale dovrebbe, almeno in parte, compensare. Il QE area EURO continua con forza. In Italia il 2019 è previsto in crescita (+1,3%), ma – anche in questo caso – dobbiamo registrare un rallentamento rispetto al 2018 (+1,5% stabile). L'Italia, secondo le previsioni, torna ad essere, nel 2019, in coda, in compagnia del Giappone (+1,2%). 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) deve accettare un rallentamento (+2,8% nel 2018, in crescita dal 2,6% previsto nel trimestre precedente). Per la Francia si prevede un dato 2019 pari a +1,9%. La crescita 2018 è prevista al +2,2% (in aumento rispetto a quanto previsto nel trimestre precedente: +2,0%). Osservando le previsioni per l'economia tedesca, si ha una conferma del rallentamento: un ottimo 2018 a +2,5% (era +2% la previsione del trimestre precedente) dovrebbe essere seguito da un 2019 a +2,2%. Il 2018 accelera a +2,0% (da +1,7%). Insomma, anche per l'area EURO - a fronte del miglioramento delle previsioni 2018 rispetto al trimestre precedente - si registra un rallentamento nel 2019. Anche il dato giapponese 2019 (+1,2% rappresenta il valore più basso di TABELLA 1) è inferiore alla previsione 2018 (+1,5% stabile rispetto al trimestre precedente).

La Cina, secondo le previsioni, registrerebbe un 2019 di crescita robusta al 6,4% anche in questo caso inferiore al dato 2018 di +6,6% (era +6,6% anche il trimestre precedente). L'India nel 2019 dovrebbe crescere di un robustissimo +7,5%; un dato migliore delle attese per il 2018 (+7,2% dal +7,3% del precedente trimestre). Si conferma il Paese con le migliori prospettive 2019. Stabili i dati per la Russia 2018 e 2019: +1,9% (un poco in rialzo rispetto al trimestre precedente: +1,8%) e +1,9%.

Il Brasile registra un +2,7% nel 2018 (ancora in miglioramento rispetto al +2,6% del trimestre precedente) e un +2,9% per il 2019. Come si vede dalle previsioni in TABELLA 1, l'ottava dopo la Brexit, nessun Paese ha segno negativo nel biennio 2019-2018. Il Regno Unito (+1,5% nel 2019 e nel 2018 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 dicembre (FIGURE 2 e 3). Sono tutti sopra la soglia 50. Particolarmente forte il dato USA (che scende a 59,3 da 59,7 del precedente trimestre) e quello della Eurozona (che scende però a 56,6 da 60,6).

The Economist poll of forecasters, April averages (previous month's, if changed) FMI2018_04

	Real GDP, % change average				Consumer prices % change		Current account % of GDP	
	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019
Argentina	2.5/3.6	2.8/3.5	2.9 (3.1)	3.2 (3.1)	21.1 (20.3)	15.1 (14.5)	-5.0 (-4.8)	-5.0 (-4.8)
Australia	2.5/3.2	2.1/3.2	2.8	2.8	2.1 (2.2)	2.3	-2.2 (-1.8)	-1.8 (-1.5)
Austria	2.5/2.9	2.0/2.8	2.7 (2.2)	2.3 (1.9)	2.0 (1.8)	1.9 (1.7)	2.4 (2.0)	2.6 (2.2)
Belgium	1.5/2.2	1.4/2.1	1.9	1.8	1.8	1.8 (1.9)	-0.2 (-0.3)	-0.1 (-0.3)
Brazil	2.2/3.3	2.3/3.7	2.7 (2.6)	2.9 (2.8)	3.4 (3.5)	4.1	-1.2 (-1.3)	-1.5 (-1.6)
Britain	1.2/1.8	1.0/1.9	1.5	1.5	2.5 (2.6)	2.2	-3.9 (-4.4)	-3.5 (-4.0)
Canada	1.9/2.5	1.6/2.3	2.2	1.9	2.0 (1.9)	2.0	-2.6	-2.4
China	6.4/6.8	6.1/6.9	6.6	6.4	2.3	2.4	1.3	1.2
Denmark	1.2/2.3	1.7/2.2	1.9	2.0	1.3	1.7 (1.6)	7.7 (7.8)	7.6 (7.7)
France	1.9/2.5	1.6/2.4	2.2	1.9	1.5	1.4	-1.0 (-0.9)	-0.9
Germany	2.1/2.8	1.7/3.1	2.5	2.2 (2.1)	1.6 (1.7)	1.7 (1.8)	7.8	7.5 (7.6)
India	6.6/7.7	7.0/8.2	7.2	7.5 (7.6)	4.8	4.7	-2.1 (-2.0)	-2.1
Indonesia	5.2/5.7	5.1/5.9	5.4	5.5	3.7 (3.5)	3.8 (3.9)	-2.0 (-1.9)	-2.2 (-2.1)
Italy	1.3/1.9	1.0/1.7	1.5	1.3	1.2 (1.1)	1.3 (1.4)	2.7 (2.6)	2.5 (2.3)
Japan	1.1/1.9	0.6/2.1	1.5 (1.4)	1.2 (1.1)	1.0	1.2 (1.3)	3.7	3.7
Mexico	1.5/2.5	1.7/3.0	2.1	2.4 (2.5)	4.3 (4.2)	3.6 (3.5)	-1.8 (-2.0)	-1.8 (-2.0)
Netherlands	2.5/3.1	2.3/3.0	2.8	2.5	1.5	2.0 (1.9)	9.5 (9.8)	9.3 (9.6)
Russia	1.5/3.3	1.2/2.9	1.9 (1.8)	1.9 (1.8)	3.1 (3.3)	3.9	2.9 (2.7)	2.5 (2.4)
South Africa	1.5/2.4	1.5/2.9	1.9 (1.5)	2.0 (1.8)	5.0	5.1	-2.7	-3.2 (-3.3)
South Korea	2.6/3.1	2.6/3.3	2.9	2.9	1.8 (1.9)	2.0 (2.1)	5.0 (5.1)	4.8
Spain	2.6/3.1	1.0/3.2	2.8	2.3 (2.2)	1.4 (1.5)	1.5	1.7 (1.6)	1.7 (1.6)
Sweden	2.2/3.2	2.0/3.3	2.7	2.4	1.8 (1.9)	2.1	4.2	4.0
Switzerland	1.8/2.4	1.7/2.5	2.1 (2.0)	1.9	0.6	0.9	8.6 (9.7)	8.7 (9.8)
Turkey	3.5/5.3	3.2/5.2	4.2 (3.9)	4.1 (4.2)	9.9	9.2 (9.1)	-5.5 (-5.2)	-5.2 (-4.9)
United States	2.5/3.1	2.1/3.5	2.8	2.5 (2.4)	2.4 (2.3)	2.2	-2.7	-3.0
Euro area	2.2/2.8	1.7/2.9	2.4 (2.5)	2.1 (2.0)	1.5	1.5	3.1	3.0 (2.9)

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

Economist.com

TABELLA 1



FIGURA 1

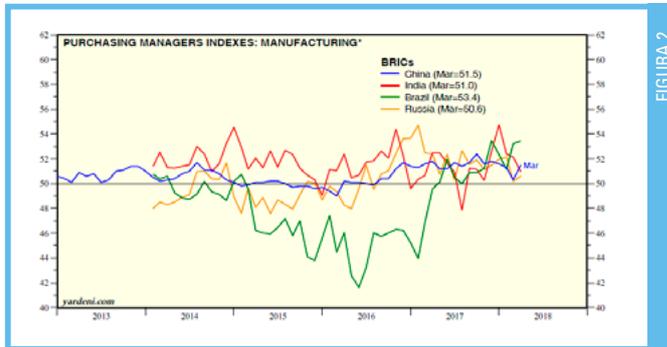


FIGURA 2

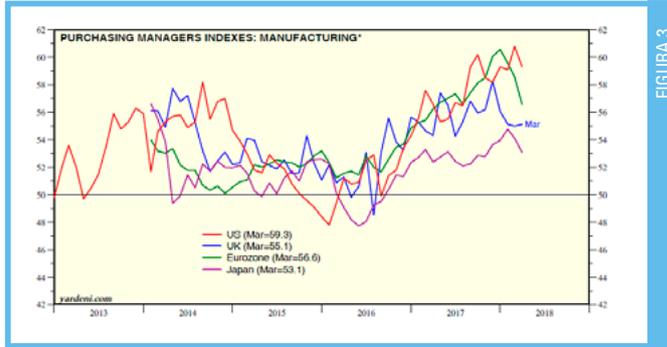


FIGURA 3

I Leading Indicator dell'OCSE (12 aprile 2018) continuano a segnalare uno stabile andamento espansionistico in tutta l'area OCSE. USA é stabile, ma l'area EURO mostra segnali di rallentamento; la Germania, l'Italia e la Francia rallentano un poco, insieme al Regno Unito; Giappone e Canada sono stabili. Migliorano Russia, India e Brasile. Cina stabile.

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 +3,69% e +3,76% (da +3,6%). Solo un Paese si conferma a crescita negativa, sia nel 2018 sia nel 2019: il Venezuela. In totale 33 (erano 31) Paesi su 57 rallentano la loro crescita tra il 2018 e il 2019, rappresentanti il 65% del PIL mondiale (era 50%). Si tratta di (in ordine di PIL): Cina, Stati Uniti, Giappone, Germania, Francia, Italia, Spagna, Canada, Taiwan, Thailandia, Polonia, Pakistan, Olanda, Malesia, Vietnam, Belgio, Svizzera, Singapore, Svezia, Hong Kong, Austria, Ucraina, Repubblica Ceca, Portogallo, Danimarca, Ungheria, Irlanda, Finlandia, Slovenia, Lituania, Latvia, Estonia. I segnali dagli USA rimangono positivi. Il sesto rialzo dei tassi della FED (21/03/2018) 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, 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 4,53 trilioni di euro (da 4,47 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 è 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: 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. I fronti di guerra potenziale si alternano: dopo la Corea, ritorna la Siria. Forse sono solo "negoziazioni".

Continua e si rafforza l'ordinata crescita del prezzo del petrolio (WTI) giunto a 66.5 dollari (erano 63 dollari il trimestre precedente). Nell'ultimo anno è ora in crescita di un significativo +26,9% (era a +23,4% nel trimestre precedente). Nell'ultimo mese è cresciuto del +4,7% (fonte Economist al 19 aprile 2018). Le tensioni internazionali alimentano preoccupazioni. La crescita economica rafforza le attese di domanda. Ma l'inflazione "core" non sembra al momento spinta verso l'alto.

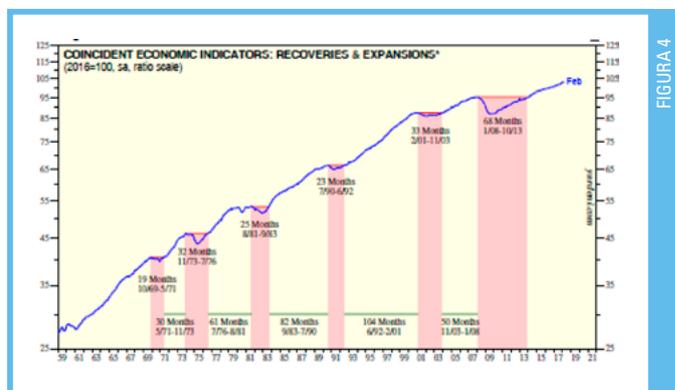


FIGURA 4

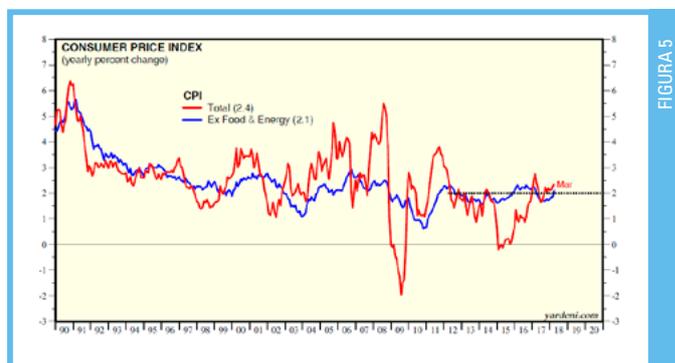


FIGURA 5



FIGURA 6

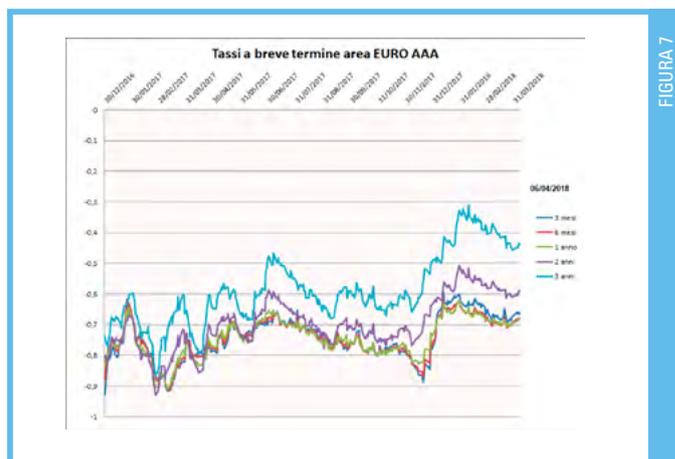


FIGURA 7

L'INFLAZIONE NON C'È. CI SARÀ, FORSE, DOMANI.

Nell'area dell'EURO l'inflazione totale è in leggero calo: da +1,4% del trimestre precedente a +1,3% (FIGURA 6). È di nuovo sopra l'1% l'inflazione "core" (senza cibo ed energia: +1,3% era +0,9% lo scorso trimestre). I dati sono riferiti a marzo. Il QE2 di BCE deve continuare ad agire. In FIGURA 5 è riportata l'inflazione USA core (dati di marzo, +2,1% stabile) e l'inflazione totale (+2,4% da +1,8%). Indicazioni deboli, ma coerenti con uno scenario di crescita attesa. Il mercato del lavoro USA si è stabilizzato. La disoccupazione non scende più, ha raggiunto livelli molto bassi. 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 0,636%, era 0,62% il trimestre precedente, per durata 10 anni fonte ECB, 20/04/2018).

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 1 mese (erano negativi fino 5 anni e 5 mesi, lo scorso trimestre) (FIGURA 7 e TABELLA 2). Secondo le elaborazioni BCE, i tassi a breve rimarranno negativi per altri 2 anni e 7 mesi (erano 2 anni e 10 mesi lo scorso trimestre; instantaneous forward). 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 bail-in, 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 33 bp (da 34 bp, FIGURA 10). Esso è comunque previsto in crescita, almeno stando alla struttura dei tassi impliciti (56 bp a gennaio 2019, FIGURA 9).

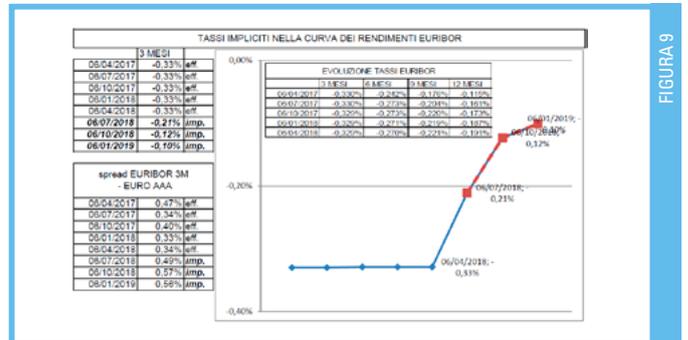
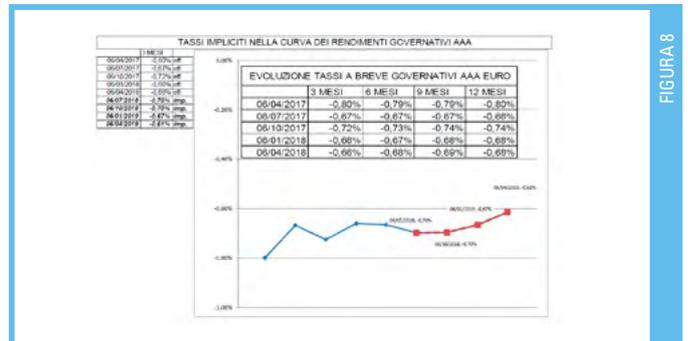


TABELLA 2

EVOLUZIONE TASSI A BREVE GOVERNATIVI AAA EURO

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI
06/04/2017	-0,80%	-0,79%	-0,79%	-0,80%
06/07/2017	-0,67%	-0,67%	-0,67%	-0,66%
06/10/2017	-0,72%	-0,73%	-0,74%	-0,74%
06/01/2018	-0,66%	-0,67%	-0,68%	-0,68%
06/04/2018	-0,66%	-0,68%	-0,69%	-0,68%

TABELLA 3

EVOLUZIONE TASSI EURIBOR

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI
06/04/2017	-0,330%	-0,242%	-0,176%	-0,115%
06/07/2017	-0,330%	-0,273%	-0,204%	-0,161%
06/10/2017	-0,329%	-0,273%	-0,220%	-0,173%
06/01/2018	-0,329%	-0,271%	-0,219%	-0,187%
06/04/2018	-0,329%	-0,270%	-0,221%	-0,191%

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

In questo trimestre la curva dei tassi EURO (governativi AAA) ha subito un nuovo 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 sono diminuiti. 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, con effetti negativi sulla crescita. Secondo gli instantaneus forward di BCE, i tassi a breve torneranno positivi solo tra 2 anni e 8 mesi (2 anni e 11 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 medio termine. Soprattutto se la politica monetaria viene aiutata dalla (incertissima) politica fiscale. Questo trimestre lo scenario "giapponese" non si è allontanato. Draghi spinge (QE2), ma la fiducia è debole. 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 ha fermato la sua crescita. L'effetto sulle aspettative di inflazione e crescita del QE1 è stato modesto. Il QE2 sembra aver funzionato (FIGURA 13), ma sembra anche che manchi qualcosa. I fondamentali dell'economia non si confermano così brillanti come lo scorso trimestre e la marcia verso l'alto dei tassi è affaticata. La paura di un'area EURO incapace di reagire adeguatamente sul fronte macroeconomico è di nuovo presente. Brexit sembra aver aiutato a prendere consapevolezza. Ma gli esiti delle elezioni italiane confermano che esiste un problema per l'Unione.

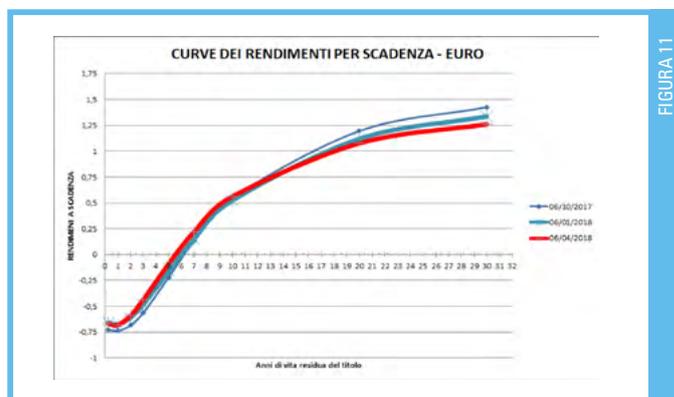


FIGURA 11

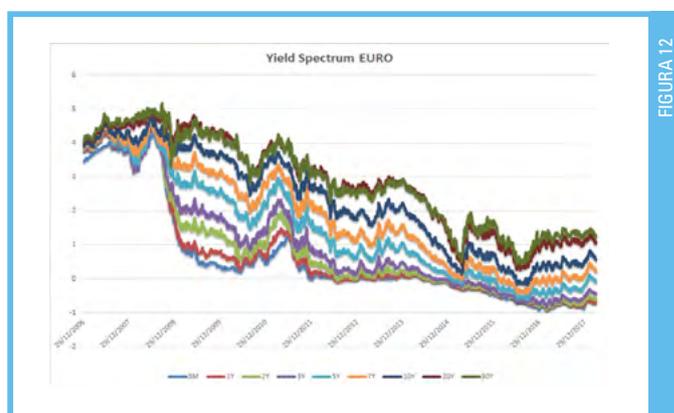


FIGURA 12

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

	Debito PIL 2017	Debito PIL 2022	Crescita PIL 2018	Crescita PIL 2019	Deficit PIL 2017	Tassi a 10 anni 10/04/2018	SPREAD 10/04/2018	SPREAD 16/02/18	Variazione SPREAD	
Germania	65,00	50,10	2,5	2,1	0,8	0,49	0,00	0,00		
Olanda	57,40	42,80	2,8	2,5	0,7	0,64	0,15	0,03	0,12	
Francia	96,80	91,20	2,2	1,9	-2,7	0,75	0,26	0,23	0,03	
Austria	80,20	68,30	2,2	1,9	-0,7	0,63	0,14	0,08	0,06	
Belgio	104,30	97,40	1,9	1,8	-1,5	0,78	0,29	0,21	0,08	
Italia	133,00	120,10	1,5	1,3	-2,0	1,80	1,31	1,30	0,01	
Spagna	98,70	92,40	2,8	2,2	-2,6	1,15	0,66	0,72	-0,06	
Irlanda	69,30	56,40	4,0	3,1	-0,3	0,92	0,43	0,40	0,03	
Portogallo	125,70	114,00	2,3	2,1	-1,0	1,70	1,21	1,33	-0,12	
Grecia	180,20	161,20	1,6	1,9	-0,2	4,02	3,53	3,70	-0,17	
USA	108,10	109,60	2,8	2,4	-4,5	2,84	2,35	2,11	0,24	
Giappone	240,30	233,90	1,4	1,1	-4,9	0,02	-0,47	-0,70	0,23	
UK	89,50	85,60	1,5	1,5	-28	1,48	0,99	0,89	0,10	
	Fonte FMI (OCT 2017)			Fonte Economist						

I TASSI DI INTERESSE NEI DIVERSI PAESI DELL'AREA EURO. MERCATI IN ATTESA 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 non sembra brillante, e al debito pubblico (una "certezza" negativa) si contrappone l'incerto esito della costruzione di un governo: in questo contesto, a sorpresa, lo spread Btp – Bund è sceso. Rispetto al trimestre precedente, l'Italia ha fatto ancora progressi, da 157 bp si è portata a 131. La Spagna conferma di averci superato in "solvibilità" e il suo spread si riduce ancora. L'Italia è 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). 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, 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: 334 bp (erano 318 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 tornati sopra i 100 bp, dopo i minimi registrati ad inizio anno. 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.

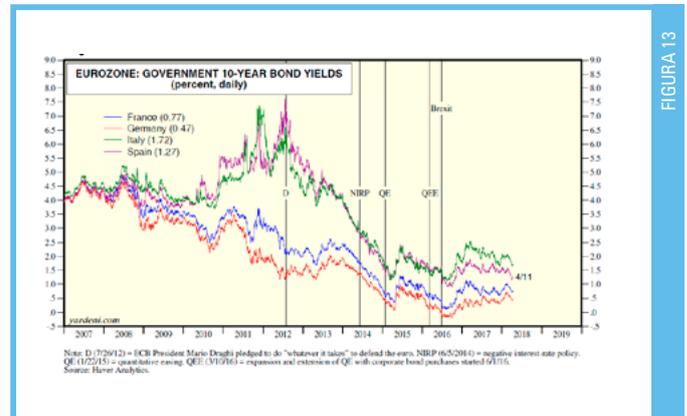


FIGURA 13

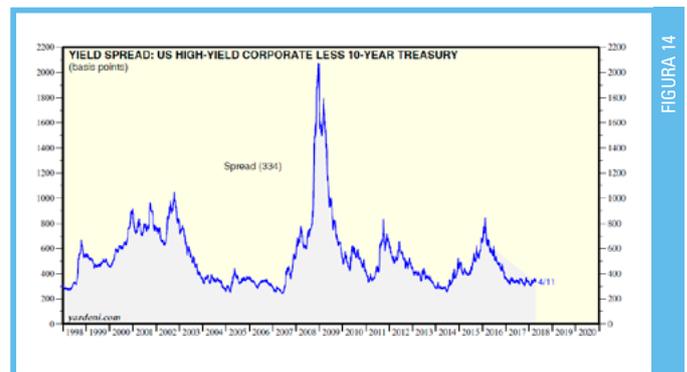


FIGURA 14

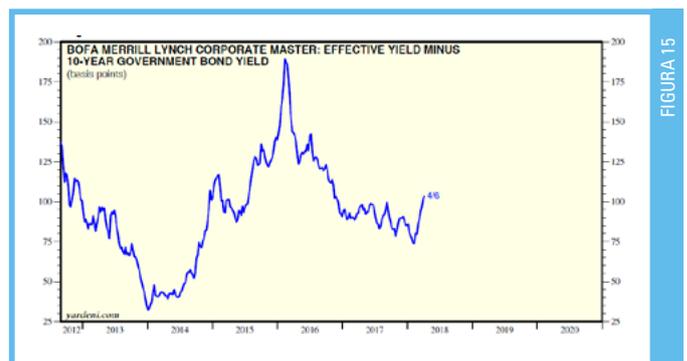


FIGURA 15

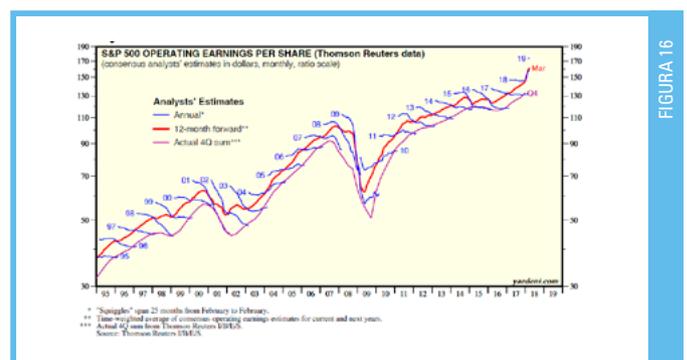
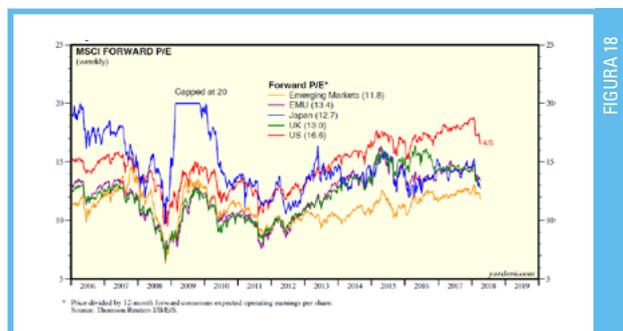


FIGURA 16

MIGLIORANO ANCORA E SENZA INDUGI LE PREVISIONI DI CRESCITA DEGLI UTILI MONDIALI. MA IL MERCATO HA SOFFERTO.

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 157,06 da 148,02 (+19,7% da +12,6%). E si arriva – senza sosta – a 173,93 (+10,1%) nel 2019 (era +163,12 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: 155 (+17,4%); nel 2019: 166 (+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 Q4 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 l'ottavo 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 sei 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. 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 (16,6 contro 18,6 del trimestre precedente); il più "economico" è l'indice dei paesi emergenti (11,8 da 12,5). 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 dell' "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 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 europeo per crescita attesa degli utili a lungo termine (+ 15,1% a 5 anni, era +44% lo scorso trimestre). E viene subito dopo gli USA. La crescita degli utili del prossimo anno si attesta sul +15,5% (in aumento da +13,5%), confermando il nostro paese al tredicesimo posto, sopra 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 20,2% (era 24,5% lo scorso trimestre) si conferma il primo indice di area geografica (area EURO: +10,3%; Stati Uniti: +15,4%).



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