



SANFELICE 1893 MERCATI

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

LUGLIO 2019

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

LA CRESCITA DELL'ECONOMIA MONDIALE CONTINUA A RALLENTARE. SENZA DRAMMI.

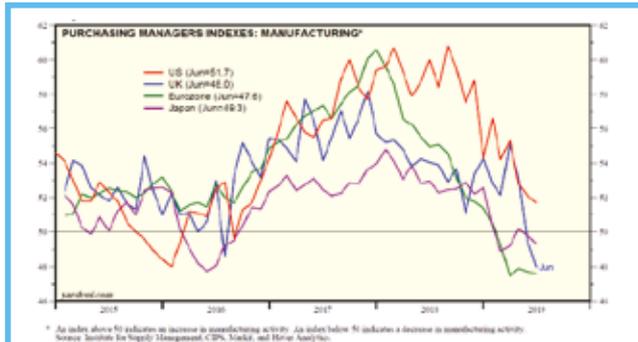
Secondo l'Economist (TABELLA 1, nella quale i paesi sono ordinati per variazione del PIL 2020 e TABELLA 2), la crescita 2019 dell'area EURO si attesterà al +1,2% (era +1,3% il trimestre precedente). Il dato per il 2020 è previsto in leggera crescita al +1,4% (stabile). In USA il 2019 dovrebbe registrare una crescita del +2,2% (era +2,3% il trimestre precedente). Nel 2020 la crescita ha una diminuzione significativa, portandosi al +1,7% (migliorata rispetto al +1,5% del trimestre precedente). Dunque, Area EURO e USA nel 2020 crescono poco, secondo le previsioni. L'economia USA risente di una politica monetaria in normalizzazione e – forse – in troppo avanzata fase di rialzo dei tassi, considerando i segnali macroeconomici. Il QE area EURO è finito, anche se i tassi rimangono ampiamente e stabilmente negativi. E gli strumenti per nuovi stimoli non mancano, ha recentemente ed efficacemente ribadito Draghi. L'Italia ha subito drastiche revisioni al ribasso: il 2019 è ora previsto in crescita di un modesto +0,1% (stabile); il 2020 si colloca più in alto a +0,4% (ultimo posto nel G20 sia nel 2019 che nel 2020). Dei 58 Paesi censiti dall'Economist, il nostro Paese, secondo le previsioni, è quintultimo nel 2019 (ultimo paese con segno positivo, seguito da Islanda, Argentina, Turchia e Venezuela). Nel 2020 siamo penultimi a pari merito col Giappone. 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 +2,2% (da +2,1%) deve accettare una previsione di rallentamento nel 2020 a +1,9% (stabile). Per la Francia si prevede un dato 2019 pari a +1,2% (stabile) ma un leggero incremento a +1,5% nel 2020 (stabile). La Germania rallenta sempre più vistosamente: il 2019 si porta a +0,8% (da +1,0% del trimestre precedente); il 2020 torna a +1,4% (da +1,6%). La Cina, secondo le previsioni, registrerebbe un 2019 di crescita robusta al +6,2% (da +6,3% del trimestre precedente); nel 2020 rallenta appena verso il +6,1% (stabile), rimanendo sopra la "soglia psicologica" del 6%. L'India (il paese a più alta variazione del PIL) nel 2019 dovrebbe crescere di un vigoroso +6,7% (ma era +7,2%); +6,6% il dato per il 2020 (era +7,2%). Sono in peggioramento i dati per la Russia 2019: +1,2% (era +1,5%), ed è previsto un 2020 a +1,5% (era +1,6%). Il Brasile registra un modestissimo +0,8% (era +1,8%) nel 2019 e un +2,2% (da +2,5%) nel 2020. Come si vede dalle previsioni in TABELLA 1, la tredicesima dopo la Brexit e la quinta dopo l'annuncio della guerra dei dazi, nessun Paese del G20 ha segno negativo nel 2020. Il Regno Unito (+1,3% da +1,0% nel 2019 e +1,3% da +1,5% nel 2020) mantiene una crescita accettabile, senza brillare. Secondo le previsioni della Economist Intelligence Unit (TABELLA 2), il 2016 si conferma un punto di minimo per l'economia mondiale (+2,5% di crescita del PIL reale). Torniamo al +2,5% sia nel 2019 che nel 2020, dopo un 2017 a +3,1% e un 2018 a +2,9%. I PMIs (Manufacturing Purchasing Managers Index) sono aggiornati a giugno (FIGURE 1 e 2). Il dato USA è in evidente rallentamento (51,7, da 55,3 del precedente trimestre). Quello UK scende a 48 da 55,1. Quello di Eurozona rimane sotto 50 (a 47,6 da 47,5 del trimestre precedente). Contrastato il dato per i paesi emergenti: India 52,1 (da 52,6),

TABELLA 1

Country	2019*	2020**	2019*	2020**	2019*	2020**	2019*	2020**
	2019*	2020**	2019*	2020**	2019*	2020**	2019*	2020**
India	+6,3%	+6,2%	+6,3%	+6,2%	+6,3%	+6,2%	+6,3%	+6,2%
China	+6,3%	+6,2%	+6,3%	+6,2%	+6,3%	+6,2%	+6,3%	+6,2%
Indonesia	+5,1%	+5,0%	+5,1%	+5,0%	+5,1%	+5,0%	+5,1%	+5,0%
Turkey	+4,9%	+4,8%	+4,9%	+4,8%	+4,9%	+4,8%	+4,9%	+4,8%
Argentina	+4,8%	+4,7%	+4,8%	+4,7%	+4,8%	+4,7%	+4,8%	+4,7%
South Korea	+4,8%	+4,7%	+4,8%	+4,7%	+4,8%	+4,7%	+4,8%	+4,7%
Australia	+4,8%	+4,7%	+4,8%	+4,7%	+4,8%	+4,7%	+4,8%	+4,7%
Brazil	+4,8%	+4,7%	+4,8%	+4,7%	+4,8%	+4,7%	+4,8%	+4,7%
South Africa	+4,8%	+4,7%	+4,8%	+4,7%	+4,8%	+4,7%	+4,8%	+4,7%
South Africa	+4,8%	+4,7%	+4,8%	+4,7%	+4,8%	+4,7%	+4,8%	+4,7%
United States	+4,8%	+4,7%	+4,8%	+4,7%	+4,8%	+4,7%	+4,8%	+4,7%
Mexico	+4,8%	+4,7%	+4,8%	+4,7%	+4,8%	+4,7%	+4,8%	+4,7%
Canada	+4,8%	+4,7%	+4,8%	+4,7%	+4,8%	+4,7%	+4,8%	+4,7%
Russia	+4,8%	+4,7%	+4,8%	+4,7%	+4,8%	+4,7%	+4,8%	+4,7%
France	+4,8%	+4,7%	+4,8%	+4,7%	+4,8%	+4,7%	+4,8%	+4,7%
Germany	+4,8%	+4,7%	+4,8%	+4,7%	+4,8%	+4,7%	+4,8%	+4,7%
Britain	+4,8%	+4,7%	+4,8%	+4,7%	+4,8%	+4,7%	+4,8%	+4,7%
Italy	+4,8%	+4,7%	+4,8%	+4,7%	+4,8%	+4,7%	+4,8%	+4,7%
Japan	+4,8%	+4,7%	+4,8%	+4,7%	+4,8%	+4,7%	+4,8%	+4,7%

TABELLA 2

(% change)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Real GDP growth (PPP exchange rates)	3.5	3.4	3.3	3.7	3.8	3.1	2.4	2.6	3.6	3.8
World	3.2	2.5	1.8	2.6	2.3	1.8	1.7	1.9	2.0	1.9
OECD	4.7	4.1	4.6	4.7	4.5	4.4	4.7	4.3	4.3	4.7
Non-OECD	2.8	2.8	2.5	3.1	2.9	2.5	2.8	2.8	2.9	2.8
World	2.1	2.4	1.7	2.4	2.2	1.6	1.6	1.8	2.0	1.8
OECD	4.3	3.5	3.9	4.3	4.2	4.0	4.2	4.6	4.3	4.4
Non-OECD	2.5	2.7	1.5	2.3	2.8	2.1	1.7	1.8	2.0	1.8
North America	1.9	1.9	1.9	2.7	2.1	1.3	1.7	1.9	1.9	1.9
Europe	1.4	2.0	1.9	2.5	1.8	1.2	1.4	1.8	1.7	1.7
Euro area	4.4	4.5	4.5	4.9	4.5	4.4	4.1	4.3	4.2	4.1
Asia & Australasia	1.4	0.1	-0.3	1.7	1.6	1.3	1.7	2.7	2.8	2.9
Latin America*	2.8	2.3	4.7	1.5	1.2	1.4	2.4	2.9	3.1	3.2
Middle East & North Africa	4.6	2.7	0.7	2.3	2.4	2.4	0.9	3.8	4.2	4.3
Sub-Saharan Africa	3.4	3.0	3.1	3.2	3.6	3.9	3.4	3.2	3.2	3.1
World*	1.7	0.7	1.1	2.2	2.5	2.2	1.9	2.1	2.1	2.1
OECD	5.2	5.5	5.1	4.3	4.4	5.0	4.9	4.4	4.3	4.1
Non-OECD*										



Brasile 51 (da 52,8), ma Russia è sotto 50 (48,6 da 52,8). La Cina torna sotto 50 (49,4 da 50,5). È interessante notare che il rallentamento dei PMI in area Euro riguarda solo il dato manufacturing. Quello non-manufacturing è in miglioramento (53,6). In questo contesto non brillante e contrastato, i Leading Indicators dell'OCSE (8 luglio 2019) segnalano un cambiamento positivo: da una situazione confermata il mese scorso di "easing growth momentum" si passa ad un "stabilising growth momentum" nell'area OCSE. La crescita è stabile in Cina, India, Giappone, Francia, Regno Unito, Canada, Brasile e Russia. Continuano a mostrare segni di rallentamento, invece, Stati Uniti, Area EURO, Germania, Italia. Gli USA, dunque, continuano a rallentare. Il nono rialzo dei tassi della FED (20/12/2018) si conferma l'ultimo per qualche tempo. La FED riduce 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 continua a trovarsi in una fase di "expansion" di lungo periodo (FIGURA 3) che non sembra mostrare segnali di inversione e che non dovrebbe essere interrotta per colpa della politica monetaria. La FED si è costruita in tempo i margini per intervenire. E lo farà in caso di necessità. Il QE europeo è terminato (come precisamente annunciato). I tassi sono ampiamente negativi e potrebbero anche diminuire ancora. Nuovi interventi "non convenzionali" di creazione di liquidità sono stati evocati in caso di necessità. 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 (26° settimana del 2019) è pari a 4,692 trilioni di euro. Come il trimestre precedente, le previsioni di crescita FMI, i nuovi dati OCSE e le previsioni Economist mostrano un mondo in rallentamento congiunto, apparentemente senza drammi. Le recessioni "tecniche", ossia due trimestri con crescita negativa per effetto della frenata, sono già alle spalle. Al momento nessuno prevede un anno su anno negativo. La BCE si è aperta a possibili nuovi interventi. La FED non ha seguito il suo piano di rialzo tassi. I mercati scontano una riduzione. I pericolosissimi elementi di protezionismo potrebbero anche arrendersi al nuovo scenario, chiudendo la fase di negoziazione con onorevoli compromessi. Il petrolio ritorna a scendere. Il WTI si trova in area 56 dollari (erano 64 dollari il trimestre precedente). Nell'ultimo anno è ora in calo del -24%. Nell'ultimo mese è cresciuto del +5,2% (fonte Economist al 4 luglio 2019).

L'INFLAZIONE È ASSENTE MA I BANCHIERI CENTRALI LA VOGLIONO.

Nell'area dell'EURO l'inflazione totale è ancora in diminuzione: da +1,4% del trimestre precedente a +1,2% (FIGURA 5). L'inflazione core torna al +1,2% da +1%. I dati sono riferiti a giugno. Il presidente Draghi non ha mai lasciato dubbi sul fatto che, in caso di bisogno, gli strumenti della BCE non si siano esauriti "per assicurare che l'inflazione continui ad avvicinarsi stabilmente al livello perseguito". In FIGURA 4 è riportata l'inflazione USA core (dati di maggio, +1,8% da +2,0%) e l'inflazione totale (+2,0% da +1,9%). La FED ha tutti gli spazi per reagire ad eventuali rallentamenti "eccessivi" dell'economia. I nove rialzi hanno creato i margini necessari. La FED sostiene che lo scenario più probabile di crescita e inflazione non richieda interventi "espansivi", anche se ha certamente escluso rialzi. Tuttavia, le incertezze sono aumentate e comportano uno specifico monitoraggio per decidere eventuali azioni correttive. La situazione è però diversa tra USA ed EURO. Mentre la FED potrà agire nell'ambito di strumenti convenzionali (tassi di interesse), la BCE sarà eventualmente costretta ad usare espansione monetaria non convenzionale.

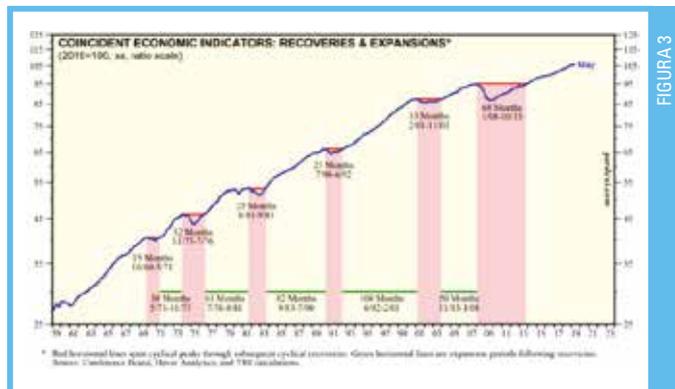


FIGURA 3



FIGURA 4



FIGURA 5

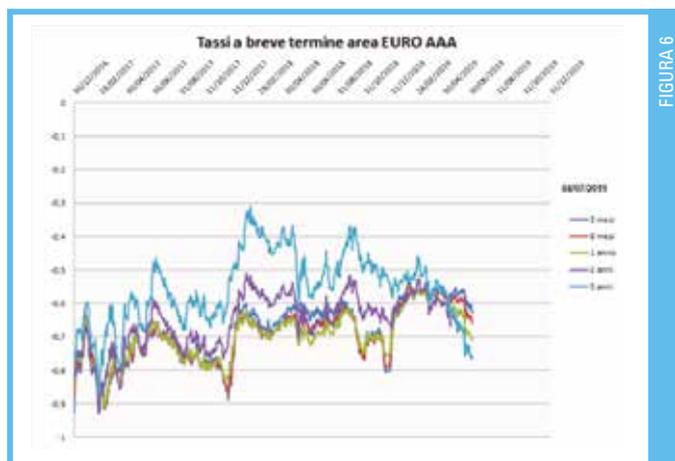


FIGURA 6

Un "normale" intervento quello della FED; un intervento di emergenza quello della BCE. In linea teorica, considerando un tasso reale del 2%, i tassi di interesse privi di rischio europei a lungo termine dovrebbero attestarsi, in equilibrio, intorno al 3% (ultimo dato disponibile -0,319%, era 0,127% il trimestre precedente, per durata 10 anni, fonte BCE, 08/07/2019).

TASSI DI INTERESSE EURO A BREVE TERMINE. CURVA INVERTITA: RIBASSI CHIAMANO RIBASSI.

Il livello dei tassi di interesse a breve termine AAA dell'area EURO rimane ampiamente in territorio negativo. I tassi rimangono negativi fino a 16 anni e 3 mesi (erano negativi fino 8 anni e 6 mesi, lo scorso trimestre) (FIGURA 6 e TABELLA 3). Una realtà inattesa e sconcertante. Secondo le elaborazioni BCE, i tassi a breve rimarranno negativi per altri 6 anni e 10 mesi (erano 4 anni e 4 mesi lo scorso trimestre), giungendo ad un minimo di -0,796% tra 1 anno e 8 mesi (oggi -0,61%; fonte BCE instantaneous forward 09/07/2019). Il rallentamento economico dell'area colpisce le economie più deboli e quelle più indebitate. Più negativi i tassi AAA e più alti quelli di paesi periferici. È l'effetto di un mercato dei capitali europeo che continua a non funzionare. Il mercato unico bancario (ancora 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 non mostra più cenni di movimento al rialzo; si comporta come se i futuri tassi a tre mesi nei prossimi 12 mesi dovessero scendere ancora. I rendimenti a tre mesi impliciti (forward rate) sono riassunti in FIGURA 7. In questo contesto, i tassi EURIBOR sono tornati a scendere. 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

TASSI EURO A LUNGO TERMINE: LA DISCESA ACCELERA.

In questo trimestre la curva dei tassi EURO (governativi AAA) ha registrato rispetto al trimestre precedente un nuovo movimento al ribasso riducendo l'inclinazione (FIGURA 9): i tassi a breve sono sostanzialmente fermi, le tensioni (sia pure ridotte) sugli spread dei governativi spostano liquidità verso i Paesi AAA e il rallentamento economico è in atto. Anche i tassi USA mostrano forti segni di riduzione, la curva è inclinata negativamente e preannuncia significativi ribassi nei tassi a breve. È chiaro che il mercato sta dando per scontati potenziali interventi BCE e FED. La pendenza della curva si è visibilmente ridotta, allontanando il momento di un ritorno dell'inflazione e di una convincente crescita. Nessun segnale espansivo "coordinato e condiviso" arriva dalle politiche fiscali in area EURO. Questo trimestre l'area EURO ha "superato" lo scenario "giapponese": è impressionante il fatto che i tassi

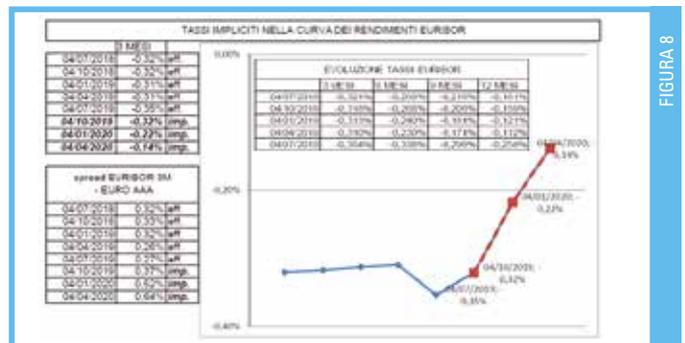
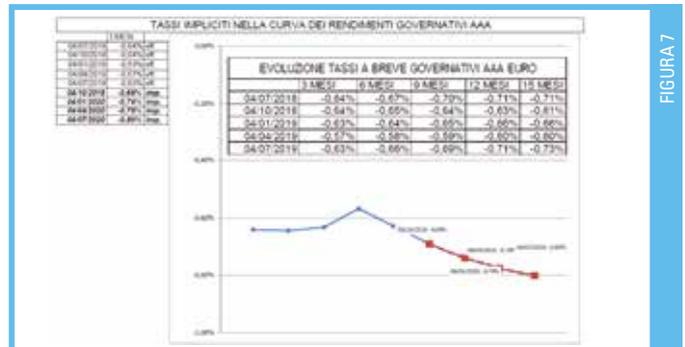


TABELLA 3

EVOLUZIONE TASSI A BREVE GOVERNATIVI AAA EURO

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI	15 MESI
04/07/2018	-0,64%	-0,67%	-0,70%	-0,71%	-0,71%
04/10/2018	-0,64%	-0,65%	-0,64%	-0,63%	-0,61%
04/01/2019	-0,63%	-0,64%	-0,65%	-0,66%	-0,66%
04/04/2019	-0,57%	-0,58%	-0,59%	-0,60%	-0,60%
04/07/2019	-0,63%	-0,66%	-0,69%	-0,71%	-0,73%

TABELLA 4

EVOLUZIONE TASSI EURIBOR

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI
04/07/2018	-0,321%	-0,269%	-0,218%	-0,181%
04/10/2018	-0,318%	-0,268%	-0,208%	-0,159%
04/01/2019	-0,313%	-0,240%	-0,181%	-0,121%
04/04/2019	-0,310%	-0,230%	-0,171%	-0,112%
04/07/2019	-0,354%	-0,338%	-0,298%	-0,258%



in Germania siano tutti più bassi dei tassi giapponesi (sui 3 anni, tasso tedesco -0,743%; tasso giapponese -0,186%. Dati del 9/7/2019, fonte Datastream). La crescita si è fortemente indebolita, soprattutto nel settore manifatturiero e soprattutto in Germania. Draghi si è dichiarato pronto, ma non è riuscito 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 si sta chiudendo su livelli sottozero, orientata verso il basso. L'effetto sulle aspettative di inflazione e crescita del QE era stato in fin dei conti buono, ma è svanito di fronte al rallentamento globale. La paura di un'area EURO incapace di reagire adeguatamente sul fronte macroeconomico è diventata realtà. In Italia, le continue contraddizioni della "manovra del compromesso" non aiutano a ridurre l'incertezza. Le elezioni europee hanno acuito le divisioni. Il rinvio ad ottobre della Brexit apre nuovi scenari che potrebbero essere sorprendenti. Il possibile rialzo dei tassi AAA area euro è stato sostituito da aspettative di ulteriori ribassi. Solo una politica fiscale espansiva "coordinata e condivisa" ed una politica monetaria coraggiosissima potrebbero rialzare la pendenza della curva.

I TASSI DI INTERESSE NEI DIVERSI PAESI DELL'AREA EURO. QUANDO DRAGHI PARLA GLI EFFETTI SONO IMMEDIATI.

La tabella «condizioni di solvibilità» (TABELLA 5) 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 +0,1% del 2019 è proprio un brutto dato, seguito da un altrettanto brutto +0,4%) e il debito pubblico (una "certezza" negativa) annulla ogni sforzo del governo di apparire rispettoso delle "regole": lo spread è però tornato vicino a 200 bp grazie alle parole di Draghi, non molto esplicite, per la verità, ma interpretate in modo favorevole. Rispetto a nove mesi fa, l'Italia da 333 bp si è portata

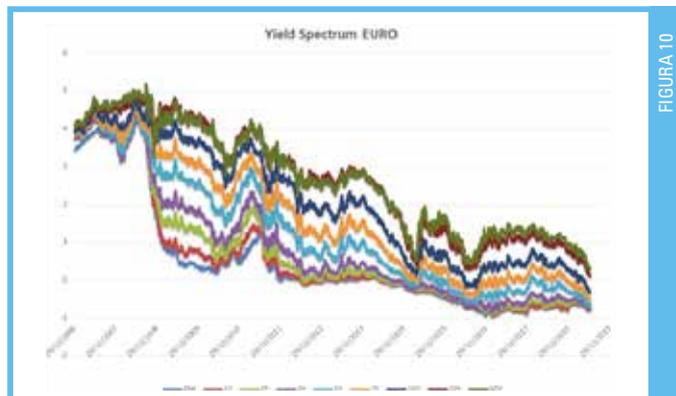


FIGURA 10



FIGURA 11

TABELLA 5 CONDIZIONI DI SOLVIBILITA' 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 09/07/2019	SPREAD 09/07/2019	SPREAD 13/04/19	Variazione SPREAD
Germania	56,90	43,70	0,8	1,4	0,7	-0,36	0,00	0,00	
Olanda	52,00	39,80	1,6	1,7	0,7	-0,20	0,16	0,17	-0,01
Francia	99,20	96,20	1,2	1,5	-3,3	-0,06	0,30	0,35	-0,05
Austria	71,20	61,20	1,3	1,5	0,1	-0,09	0,27	0,29	-0,03
Belgio	99,60	91,00	1,2	1,3	-1,0	0,02	0,38	0,39	-0,01
Italia	133,40	138,50	0,1	0,4	-2,9	1,74	2,09	2,50	-0,41
Spagna	96,00	92,30	2,2	1,9	-2,2	0,37	0,72	0,93	-0,21
Irlanda	62,40	47,80	3,5	2,9	0,3	-0,18	0,17	0,55	-0,38
Portogallo	119,50	102,70	1,7	1,9	0,2	0,48	0,83	1,13	-0,30
Grecia	174,20	143,20	1,8	1,8	0,0	2,92	3,28	3,38	-0,10
USA	106,70	110,30	2,2	1,7	-4,7	2,06	2,41	2,47	-0,06
Giappone	237,50	238,30	1,0	0,4	-2,9	-0,16	0,20	0,00	0,20
UK	85,70	80,30	1,3	1,3	-1,6	0,71	1,07	1,14	-0,07
	Fonte FMI (APR 2018)		Fonte Economist			Fonte Datastream			

a 209 bp; lo spread è secondo solo a quello della Grecia (328 bp in diminuzione da 407 bp di inizio anno). Secondo le previsioni FMI, il debito PIL italiano aumenta a 138,5 nel 2024 dal già poco lusinghiero 133,40 del 2019. Mentre il deficit/PIL si porta al 2,9%. 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 quasi svaniti e la BCE non molla. Ma l'assenza di pronte risposte al rallentamento economico rendono più evidenti le differenze (reali o percepite) tra un paese e l'altro, anche per merito di alcune scelte politiche. L'unione bancaria europea dovrebbe tendere a spezzare il circolo vizioso rischio banche – rischio Stato, ma il forte impatto sui bilanci bancari delle variazioni dello spread dimostra che siamo ancora lontani. Andiamo avanti: incertezze strategiche sul futuro dell'area EURO e della UE non mancano. Gli esiti delle elezioni Europee, con gli inglesi tra i votanti, in un contesto di forte rallentamento in Germania, rendono difficile avere risposte chiare, che pure sarebbero necessarie. La BCE però sembra poter fare molto e il suc-cessore di Draghi è stato gradito dai mercati.

IL RISCHIO DI CREDITO E GLI SPREAD SULLE OBBLIGAZIONI CORPORATE. DI NUOVO IN DIMINUZIONE ALLA RICERCA DEL RENDIMENTO PERDUTO.

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: 387 bp (erano 355 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 5,83% (era 6,10%). 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.

I MERCATI AZIONARI HANNO ANTICIPATO INTERVENTI ESPANSIVI DELLE BANCHE CENTRALI.

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 (-0,3%). Insomma, il primo anno di "fermo", dopo la corsa iniziata nel 2010. Ma il 2016 si chiude in leggero aumento a 118,04 (+0,5%) e anche il 2017 si è chiuso con un +11,8%, a 131,98. Il 2018 termina con utili a 161,93 (+22,7%). Una crescita spettacolare, seconda solo a quella del 2010, l'anno dopo la crisi. Il Q1 2019 si è chiuso con utili in crescita del +2,8% e si punta a 166,44 (+2,8%) nel

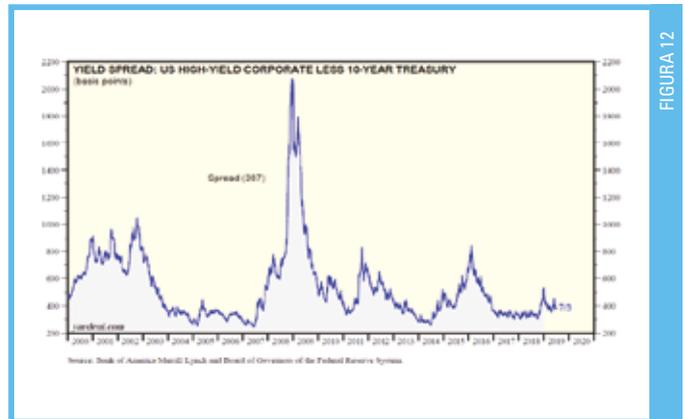


FIGURA 12

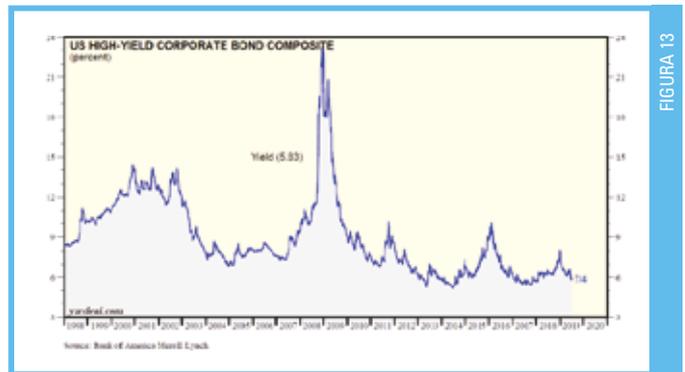


FIGURA 13

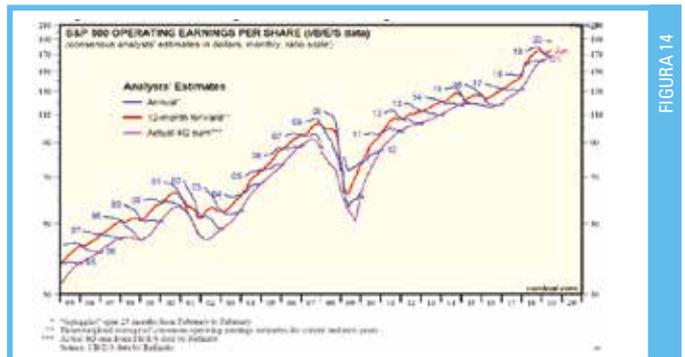


FIGURA 14

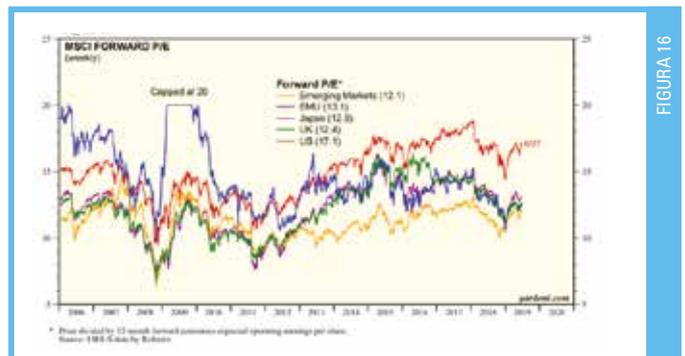


FIGURA 15

2019, un dato più basso di quello previsto tre mesi addietro (167,54 ossia +3,5%). Le prime previsioni per il 2020 si attestano ad una crescita robusta del +11,7% (ma era +12%) a livello 185,93 (da 187,66). In FIGURA 14 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. Nel 2018 le revisioni sono state al rialzo (evento non frequente). Gli utili attesi tra 12 mesi (la linea rossa) sono ritornati a crescere, dopo un rallentamento. Gli utili effettivi in Q1 2019 sono stati buoni. Gli analisti non sono capaci di prevedere le recessioni (ammesso che ci siano) e possono rimanere ottimisti per troppo tempo. Il primo rallentamento dopo dieci trimestri positivi ha spaventato i mercati; ma poi sono arrivate notizie migliori. I fondamentali attuali mostrano i segni dell'incertezza sulla futura crescita mondiale, ma incorporano ora un andamento accomodante dei tassi di interesse, che ha portato ad una inversione della curva dei rendimenti. Il mercato, non ha reagito bene al nono rialzo dei tassi FED avvenuto contemporaneamente a segnali di peggioramento economico. Ma ha poi reagito benissimo alla prospettiva di pronto intervento delle Banche Centrali. In FIGURA 17 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. In FIGURA 18 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 16 sono raccolti gli andamenti dei PE delle principali aree geografiche (indici MSCI). Il mercato più "caro" rimane quello USA (17,1 contro 16,9 del trimestre precedente); il più "economico" è l'indice dei paesi emergenti (12,1 da 12). 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 generale i PEG (Price Earning Growth, ossia il "costo" della crescita) sono ancora bassi. In FIGURA 15, vengono rappresentate le determinanti del PE del mercato azionario EMU. Il mercato presenta un PE di 13,1 (lo stesso livello di tre mesi addietro), oltre la linea dello "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 19, con riferimento ai mercati azionari mondiali (indice MSCI World ex-US in valuta locale). Il PE è superiore a 13 ed i mercati (dopo lo spunto del primo e del secondo trimestre) sono tornati ai livelli del 2007. Gli utili (previsti) scendono, riportandosi ai livelli del 2007. Secondo i dati IBES - Thomson Reuters, l'Italia è il 5° (era 2°) paese area EURO per crescita attesa degli utili a lungo termine (in testa Grecia, Portogallo, Belgio e Olanda): +10,1% a 5 anni, ma era +10,9% lo scorso trimestre. Tra i grandi paesi, per crescita degli utili a 5 anni, troviamo ancora ai primi posti India (2° a +26,8), Cina (al 9° posto con +17,2%) e USA (14° a +14,5%). Tornando in Italia, la crescita degli utili del prossimo anno si attesta sul +7,4% (in diminuzione da +7,9%), portando il nostro paese al 30° posto (stabile). La Germania ci precede di tre posizioni con una crescita prevista degli utili dell'8,7% (era 8,1% il trimestre precedente).



FIGURA 17

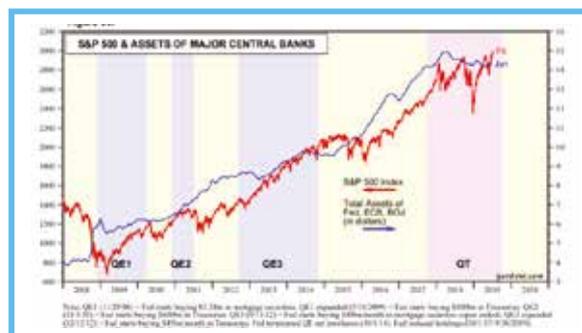


FIGURA 18

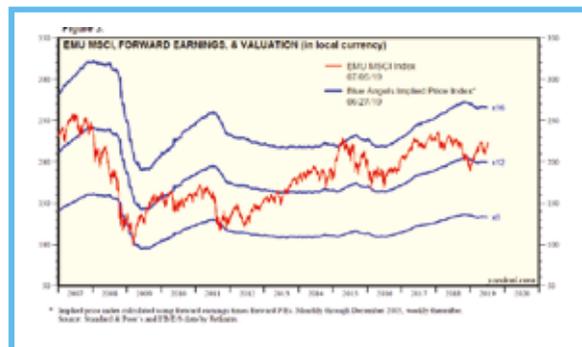


FIGURA 15

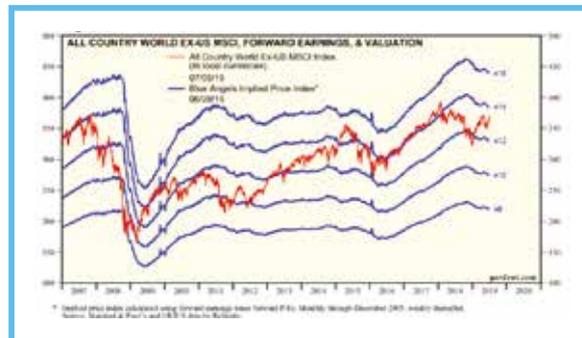


FIGURA 19



www.arcaonline.it

Opportunità per dare valore al tuo futuro

ARCA
SGR
PIÙ VALORE AGLI INVESTIMENTI.

FILIALI

SEDE CENTRALE

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

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 per la Libertà, 1 - Massa Finalese - Finale Emilia (MO) - Tel. 0535/99131

MIRANDOLA

viale 5 Martiri, 9 - Mirandola (MO) - Tel. 0535/611099

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

MORTIZZUOLO

via Imperiale, 241 - Mortizzuolo - Mirandola (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 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