



SANFELICE 1893

MERCATI

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

NOVEMBRE 2019

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

L'economia mondiale rallenta con ordine, lasciando spazi di intervento correttivo.

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% (invariata rispetto al trimestre precedente). Il dato per il 2020 è previsto in leggera crescita al +1,3% (era +1,4%). In USA il 2019 dovrebbe registrare una crescita del +2,2% (invariata rispetto al trimestre precedente). Nel 2020 la crescita ha una diminuzione significativa, portandosi al +1,7% (invariata rispetto al trimestre precedente). Dunque, Area EURO e USA nel 2020 crescono poco, secondo le previsioni. Ma non recedono. La politica monetaria USA, che rimane in normalizzazione, ha assunto un atteggiamento più morbido sul fronte tassi, considerando i segnali macroeconomici. Il QE area EURO è finito, ma potrebbe riprendere. E i tassi, ampiamente negativi, sono stati ulteriormente compressi. 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% (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 quintultimo nel 2019 (ultimo paese con segno positivo, seguito da Islanda, Argentina, Turchia e Venezuela). Nel 2020 siamo terzultimi a parimerito 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 +2,1% (da +2,2%) 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 è in vera e propria frenata: il 2019 si porta a +0,5% (da +0,8% del trimestre precedente); il 2020 risale ad un modestissimo a +0,9% (da +1,4% del trimestre precedente). La Cina, secondo le previsioni, registrerebbe un 2019 di crescita robusta al +6,2% (previsione stabile); nel 2020 rallenta appena verso il +6,1% (stabile), rimanendo sempre sopra la "soglia psicologica" del 6%. Revisione al ribasso anche per l'India (il paese a più alta variazione del PIL): nel 2019 +5,2% (ma era +6,7%); +6,7% il dato per il 2020 (era +6,6%). Sono stabili i dati per la Russia 2019: +1,3% (era +1,2%), ed è previsto un 2020 a +1,5% (stabile). Il Brasile registra un modestissimo +0,8% (stabile) nel 2019 e un +2,0% (da +2,2%) nel 2020. Come si vede dalle previsioni in TABELLA 1 (riferita al G20), la quattordicesima dopo la Brexit e la sesta dopo l'annuncio della guerra dei dazi, solo l'Argentina ha segno negativo sia nel 2019 che nel 2020. Il Regno Unito (+1,2% da +1,3% nel 2019 e +1,1% da +1,3% nel 2020) mantiene una crescita accettabile, in rallentamento. 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: +2,3% di crescita del PIL reale (era +2,5% il trimestre precedente). Torniamo al +2,5% sia nel 2020, dopo un 2017 a +3,1% e un 2018 a +2,9%. I PMIs (Manufacturing Purchasing Managers Index) sono aggiornati a settembre (FIGURE 1 e 2). Per le economie avanzate, l'indice composito (in evidente rallentamento) è ancora sopra 50 (50,7). Ma il dato scomposto tra manufacturing e non-manufacturing segnala una differenza: 48,6 (quindi prospettive

G20	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	latest	year ago	2019*	latest	latest		
India	+5.0	+2.9	+5.2	+6.7	-1.1	+3.2	+3.7	+1.8	7.2			
China	+6.2	+6.6	+6.1	+6.1	+4.4	+2.8	+2.3	+2.7	36.0			
Indonesia	+5.0	nr	+5.1	+5.0	+14.7	+3.4	+2.9	+3.1	5.0			
Turkey	-1.5	nr	-0.1	+4.0	-0.4	-0.1	+3.5	+3.8	13.0			
Australia	+1.4	+1.9	+1.8	+2.3	+1.0	+1.0	+2.1	+1.3	5.3			
South Korea	+2.1	+4.2	+3.9	+2.2	-2.9	-0.4	+2.1	+0.7	10.4			
Brazil	+1.0	+1.8	+0.8	+2.0	-2.2	-2.0	+4.5	+3.8	11.8			
South Africa	+2.8	nr	+1.5	+3.7	nr	-1.1	+2.3	+1.1	8.0			
Canada	+1.0	+3.7	+3.8	+3.7	-1.7	-1.9	+4.8	+3.9	5.5			
United States	+2.3	+2.0	+2.2	+1.7	+0.4	-1.7	+2.3	+2.0	3.5			
South Africa	+0.9	+3.1	+0.8	+1.6	-1.0	+2.4	+4.8	+4.8	29.0			
Russia	+0.9	nr	+1.3	+1.5	+2.9	+0.9	+3.4	+4.5	4.3			
France	+1.4	+1.3	+1.2	+1.3	-1.4	-0.9	+2.2	+1.2	8.3			
Mexico	+0.0	+0.1	+0.3	+1.2	-1.3	+1.0	+2.0	+1.8	3.6			
Britain	+1.3	0.9	+1.2	+1.1	-1.8	-1.7	+2.7	+1.9	3.8			
Germany	+0.4	0.3	+0.5	+0.9	+0.4	+1.2	+1.9	+1.3	3.1			
Italy	+0.1	+0.3	+0.1	+0.4	-1.8	-0.4	+1.4	+0.8	9.4			
Japan	+1.0	+1.3	+1.8	+5.4	+7.4	+0.4	+1.8	+1.0	2.2			
Argentina	+0.6	-1.3	-2.8	-0.1	-1.5	+4.3	nr	+3.4	10.6			

TABELLA 1 - Fonte: Economist

(% change)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Real GDP growth (PPP exchange rates)										
World	3.4	3.3	3.7	3.5	2.9	3.2	3.5	3.6	3.5	3.2
OECD	2.5	1.8	2.4	2.3	1.8	1.8	1.9	2.1	1.9	1.9
Non-OECD	4.1	4.6	4.7	4.5	4.0	4.5	4.6	4.8	4.7	4.2
Real GDP growth (market exchange rates)										
World	3.8	2.5	3.1	2.9	2.3	2.5	2.8	2.9	2.8	2.7
OECD	2.4	1.8	2.5	2.3	1.8	1.5	1.8	2.0	1.9	1.8
Non-OECD	3.5	3.8	4.1	4.2	3.6	4.2	4.5	4.5	4.4	4.0
North America	2.7	1.8	2.4	2.8	2.1	1.8	1.9	2.0	1.8	1.9
Europe	1.9	1.9	2.7	2.1	1.3	1.6	1.9	2.0	1.9	1.8
Europe ex UK	2.0	1.9	2.8	1.9	1.2	1.3	1.6	1.7	1.7	1.5
Asia & Australasia	4.5	4.5	4.3	4.5	4.1	4.1	4.3	4.3	4.1	3.7
Latin America*	0.1	-0.3	1.8	1.8	0.9	1.5	2.8	2.6	2.6	2.6
Middle East & North Africa	2.3	4.8	1.4	1.2	1.2	2.3	2.9	3.2	3.3	2.7
Sub-Saharan Africa	2.7	0.8	2.3	3.2	2.2	2.6	3.6	4.2	4.4	4.5
Inflation (av)										
World	3.0	3.1	3.3	3.5	3.7	3.4	3.2	3.2	3.0	3.2
OECD	0.7	1.1	2.2	2.5	2.1	1.9	2.0	2.1	2.1	1.9
Non-OECD	3.5	5.1	4.3	4.4	5.2	4.8	4.4	4.3	4.1	4.5

TABELLA 2 - Fonte: Economist, 19 settembre 2019

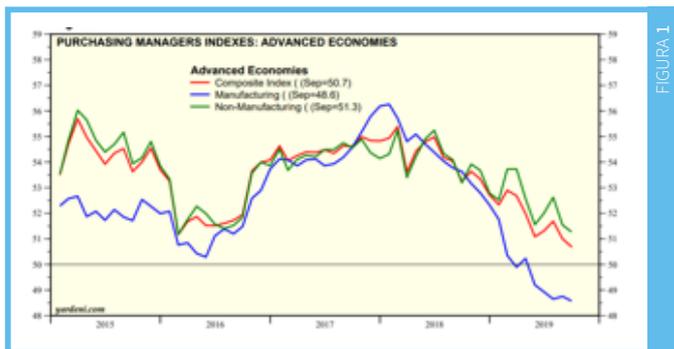


FIGURA 1

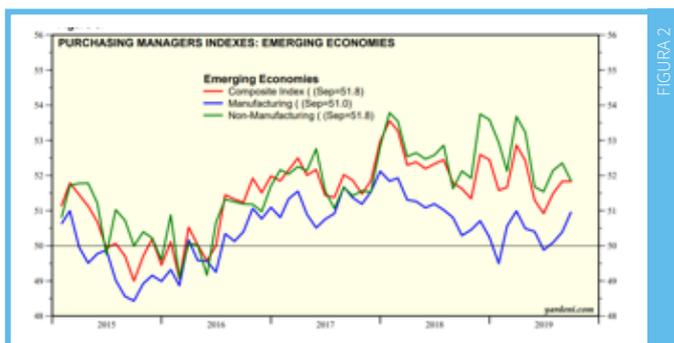


FIGURA 2

recessive) e 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. In questo contesto non brillante e contrastato, i Leading Indicator dell'OCSE (8 ottobre 2019) confermano complessivamente una situazione di "stable growth momentum" nell'area OCSE. La crescita è stabile in Cina, Francia, Regno Unito, Brasile e Canada. Mostrano un rallentamento, invece, Stati Uniti, Area EURO, Germania, India, Russia. Segnali di stabilizzazione (quindi una situazione intermedia) per Giappone e Italia. Gli USA, dunque, continuano a rallentare. Dopo il nono rialzo dei tassi della FED (20/12/2018) è arrivato il primo e il secondo (leggero) ribasso (31/7 e 18/9/2019). I tassi di mercato avevano correttamente anticipato la mossa. La FED continua a ridurre il proprio attivo, anche se ad un ritmo inferiore rispetto al piano previsto, 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 la FED non vuole interrompere. I margini per intervenire ci sono e lo farà in caso di necessità. Il QE europeo riprenderà da novembre ad un ritmo di 20 miliardi/mese. I tassi sui depositi in BCE sono ampiamente negativi e sono addirittura scesi ancora, grazie all'intervento di Draghi del 18 settembre 2019. Ulteriori 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 (quarantesima settimana del 2019) è pari a 4,695 trilioni di euro (da 4,692 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 iperespansiva (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. I mercati scontano ulteriori riduzioni dei tassi: scontano che non mancheranno gli interventi monetari di supporto. I pericolosissimi elementi di protezionismo si stanno arrendendo al nuovo scenario, chiudendo la fase di negoziazione con onorevoli compromessi. Il petrolio ritorna a scendere. Il WTI si trova in area 52,6 dollari (erano 56 dollari il trimestre precedente). Nell'ultimo anno è ora in calo del -29,8% (era a -24% nel trimestre precedente). Nell'ultimo mese è diminuito del +8,3% (fonte Economist, 8 ottobre 2019).

L'inflazione non si accende. E le Banche Centrali non mollano.

Nell'area dell'EURO l'inflazione totale è ancora in diminuzione: da +1,2% del trimestre precedente a +0,9% (FIGURA 5). L'inflazione core è ferma a +1%. I dati sono riferiti a settembre. Il presidente Draghi, puntuale nel chiudere il QE, non ha mai lasciato dubbi sul fatto che, in caso di bisogno, gli strumenti della BCE non si siano esauriti. Come è stato detto, ha abbassato ancora i tassi ed ha ripreso il programma di acquisto di attività, "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

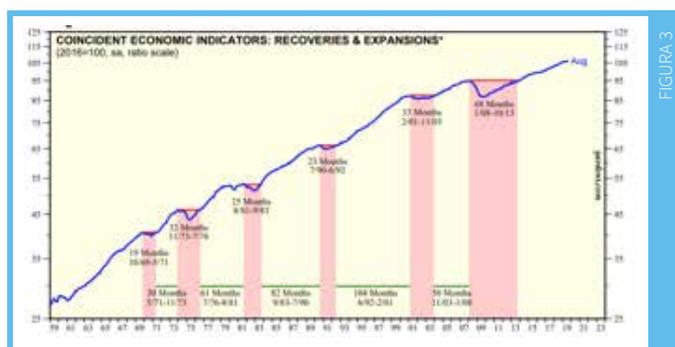


FIGURA 3

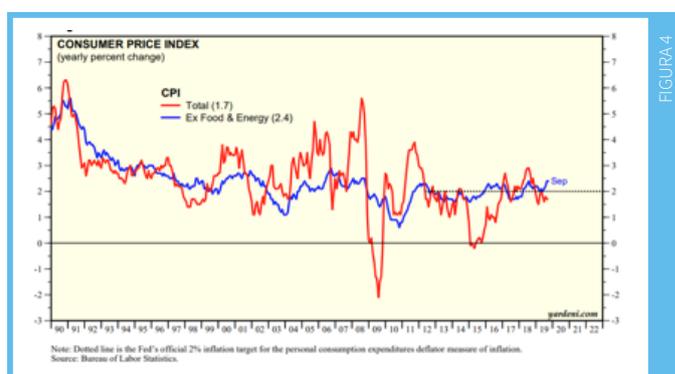


FIGURA 4

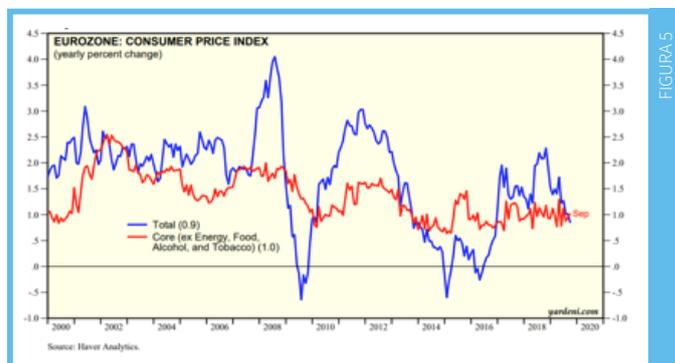


FIGURA 5

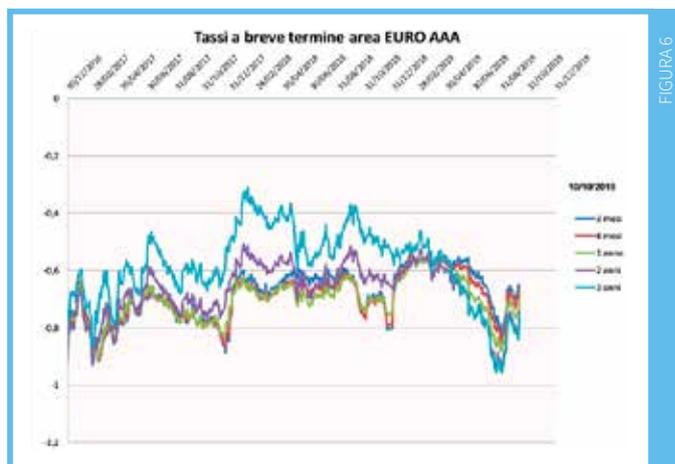


FIGURA 6

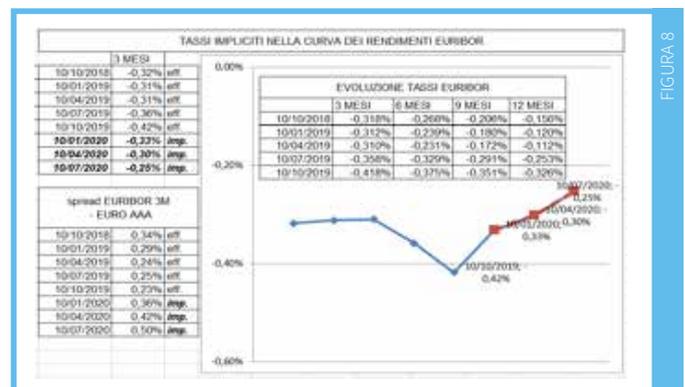
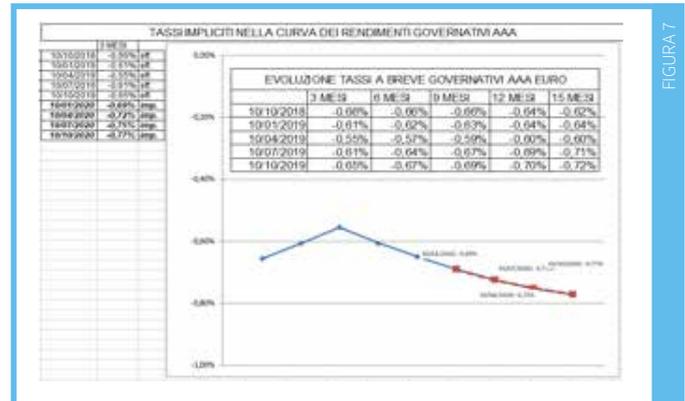
non si rifletterà coerentemente nelle dinamiche dell'inflazione di fondo". In FIGURA 4 è riportata l'inflazione USA core (dati di settembre, +2,4% da +1,8%) e l'inflazione totale (+1,7% da +2,0%). Dopo nove rialzi e due ribassi dei tassi, la FED ha ancora spazi per reagire ad eventuali rallentamenti "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 -0,411%, era -0,319% il trimestre precedente, per durata 10 anni, fonte BCE, 14/10/2019).

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 21 anni e 11 mesi (erano negativi fino 16 anni e 3 mesi, lo scorso trimestre) (FIGURA 6 e TABELLA 3). Si conferma una realtà inattesa e sconcertante, anche se, dopo gli interventi BCE, si è registrato qualche parallelo aggiustamento verso l'alto (se così possiamo dire). Secondo le elaborazioni BCE, i tassi a breve rimarranno negativi per altri 8 anni e 7 mesi (erano 6 anni e 10 mesi lo scorso trimestre), giungendo ad un minimo di -0,781% tra 1 anno e 8 mesi (oggi -0,623%; fonte BCE instantaneous forward 14/10/2019). 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. Nonostante questo, la liquidità continua a fluire in Banca Centrale, dimostrando che non riesce ad essere assorbita in un sistema bancario unico che non funziona ancora in modo adeguato. 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 (0,28% ad agosto 2019). Ma, per la prima volta, sono negativi quelli delle imprese (-0,05%). Una novità che avrà un seguito. Il mercato 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 si è fermata. Forse.

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 in diminuzione, le tensioni sugli spread dei governativi si sono allentate mentre il rallentamento economico è in atto. Anche i tassi USA mostrano forti segni di riduzione: la curva è inclinata negativamente e continua ad annunciare significativi ribassi nei tassi a breve.



EVOLUZIONE TASSI A BREVE GOVERNATIVI AAA EURO

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI	15 MESI
10/10/2018	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,64%	-0,62%
10/01/2019	-0,61%	-0,62%	-0,63%	-0,64%	-0,64%
10/04/2019	-0,55%	-0,57%	-0,59%	-0,60%	-0,60%
10/07/2019	-0,61%	-0,64%	-0,67%	-0,69%	-0,71%
10/10/2019	-0,65%	-0,67%	-0,69%	-0,70%	-0,72%

EVOLUZIONE TASSI EURIBOR

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI
10/10/2018	-0,318%	-0,268%	-0,206%	-0,156%
10/01/2019	-0,312%	-0,239%	-0,180%	-0,120%
10/04/2019	-0,310%	-0,231%	-0,172%	-0,112%
10/07/2019	-0,358%	-0,329%	-0,291%	-0,253%
10/10/2019	-0,418%	-0,375%	-0,351%	-0,326%

È chiaro che il mercato ha gradito gli interventi BCE e FED, ma vuole di più. La pendenza della curva si è visibilmente ridotta, allontanando il momento di un ritorno dell'inflazione e di una convincente crescita. Purtroppo, nessun segnale espansivo "coordinato e condiviso" arriva dalle politiche fiscali in area EURO. Questo trimestre l'area EURO ha reagito, con un incremento parallelo dei tassi, senza modificare 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 -0,712% (era -0,743% il trimestre precedente); tasso giapponese -0,289% (era -0,186%; dati del 14/10/2019, fonte Datastream). La crescita si è fortemente indebolita, soprattutto nel settore manifatturiero e soprattutto in Germania. Draghi si è mosso, ma non è (ancora) 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 sta reagendo in risposta agli interventi BCE. La paura di un'area EURO incapace di reagire adeguatamente sul fronte macroeconomico è stata (per il momento) allontanata. Brexit sembrava aver aiutato a prendere consapevolezza, ma il livello di incertezza su questo punto è aumentato. In Italia, le nuove contraddizioni della "manovra del nuovo compromesso" non aiutano a ridurre l'incertezza. Il possibile nuovo rinvio della Brexit apre scenari che potrebbero essere sorprendenti. Il possibile rialzo dei tassi AAA area euro è stato spazzato via dal ritorno della politica monetaria. 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. Si chiudono gli spread.

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. 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 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 139 bp (erano 209 bp lo scorso trimestre); lo spread è secondo solo a quello della Grecia (221 bp, in diminuzione da 328 bp di metà 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 2,4%. 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 rischio di credito e gli spread sulle obbligazioni corporate. Largo alle emissioni spazzatura, almeno rendono qualcosa.

In FIGURA 12 sono rappresentati gli spread delle obbligazioni corporate High Yield USA. La tendenza è stata verso una riduzione

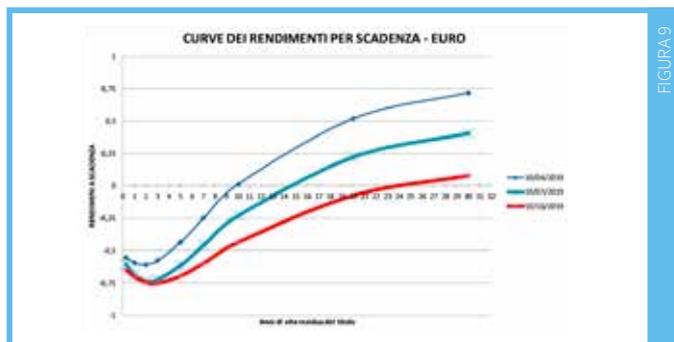


FIGURA 9



FIGURA 10

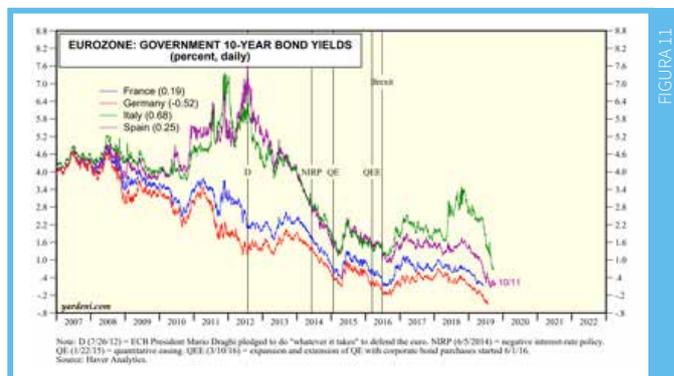


FIGURA 11

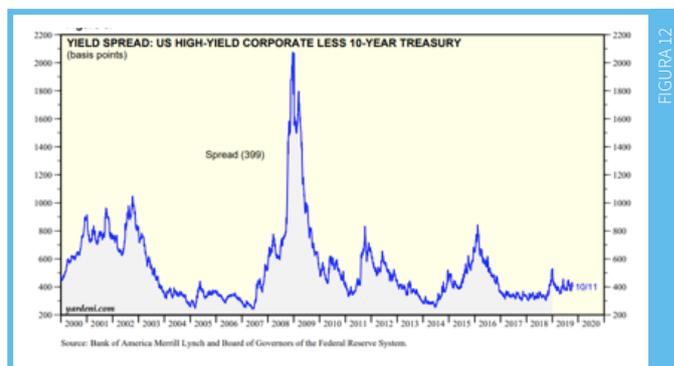


FIGURA 12

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): 399 bp (erano 387 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 5,75% (era 5,83%). 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 a quella del 2010, l'anno dopo la crisi. Il Q2 2019 si è chiuso con utili in crescita dello +0,8% e si punta ora a 163,27 (+0,8% rispetto al precedente +2,8%) nel 2019. Le prime previsioni per il 2020 si attestano ad una crescita robusta del +11,2% (ma era +11,7%) a livello 181,53 (da 185,93). In FIGURA 14 la linea rossa rappresenta l'andamento degli utili attesi per azione S&P500

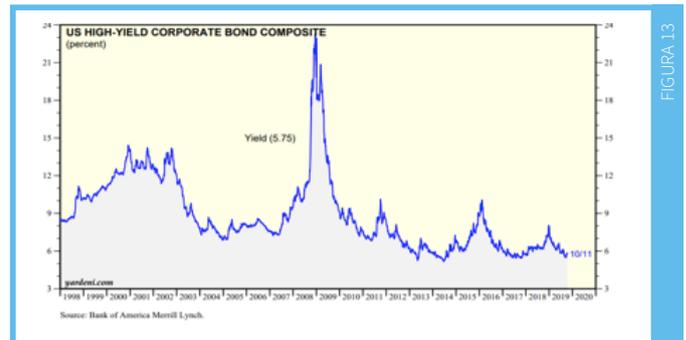


FIGURA 13



FIGURA 14

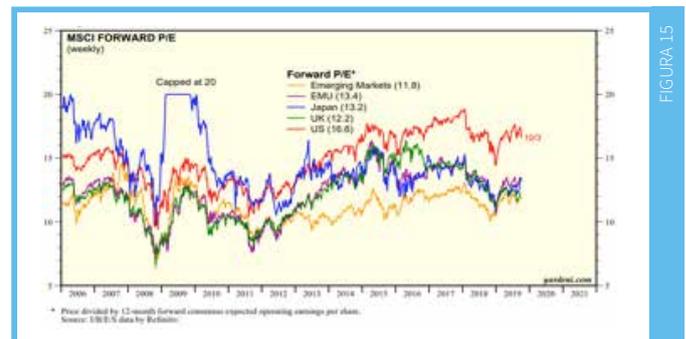


FIGURA 15

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 11/10/2019	SPREAD 11/10/2019	SPREAD 14/06/2019	Variazione SPREAD
Germania	56,90	43,70	0,5	0,9	0,5	-0,44	0,00	0,00	
Olanda	52,00	39,80	1,7	1,6	0,6	0,31	0,13	0,00	0,13
Francia	99,20	96,20	1,2	1,5	-3,3	0,17	0,27	0,12	0,15
Austria	71,20	61,20	1,4	1,4	0,1	-0,19	0,25	0,06	0,19
Belgio	99,60	91,00	1,2	1,3	-1,0	-0,14	0,30	0,18	0,12
Italia	133,40	138,50	0,1	0,4	-2,4	0,95	1,39	2,37	-0,98
Spagna	96,00	92,30	2,1	1,9	-2,3	0,26	0,70	0,49	0,21
Irlanda	62,40	47,80	5,0	2,7	0,2	-0,19	0,25	0,31	-0,06
Portogallo	119,50	102,70	1,8	1,7	0,2	0,20	0,64	0,63	0,01
Grecia	174,20	143,20	1,8	2,0	0,3	1,77	2,21	2,73	-0,52
USA	106,70	110,30	2,2	1,7	-4,7	1,75	2,19	2,12	0,07
Giappone	237,50	238,30	1,0	0,4	-2,9	-0,20	0,24	0,00	0,24
UK	85,70	80,30	1,2	1,1	-1,8	0,72	1,15	0,96	0,19
	Fonte FMI (APR 2019)		Fonte Economist			Fonte Datastream			

TABELLA 5

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 Q2 2019 sono stati buoni, ma non ottimi. 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 sono continuate ad arrivare notizie migliori. I fondamentali attuali mostrano i segni dell'incertezza sulla futura crescita mondiale, ma incorporano ora interventi espansivi 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 alla prospettiva di pronto intervento delle Banche Centrali. Dopo gli interventi, è ora in attesa di ulteriori sviluppi. 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 laterali. 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 (16,6 contro 17,1 del trimestre precedente); il più "economico" è l'indice dei paesi emergenti (11,8 da 12,1). 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 17, vengono rappresentate le determinanti del PE del mercato azionario EMU. Il mercato presenta un PE di 13,4 (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 18, con riferimento ai mercati azionari mondiali (indice MSCI World exUS in valuta locale). Il PE è superiore a 13 ed i mercati (dopo lo spunto del primo e del secondo trimestre) sono tornati sotto 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 +8,1% (era +10,1%), sotto la media EMU (+8,4%). Nel breve termine gli utili cresceranno (secondo le previsioni) del +7% (media EMU: +9,2%). Tra i grandi paesi per crescita a breve troviamo ancora ai primi posti l'India (secondo a +21,8 da +26,8%), Cina (+14% in calo da +17,2% stabile) e USA (a +9,4% da +14,5%). Nel lungo termine, troviamo Cina a +19,3%, Emerging Markets Asia a +15,3%, India a +15%, Emerging Markets a +14,2%. Gli Stati Uniti seguono a +12,6%.



FIGURA 16

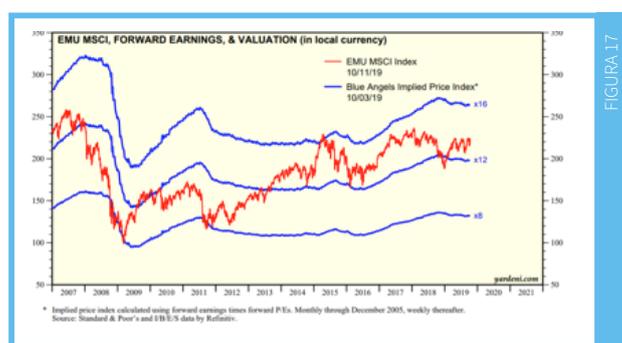


FIGURA 17

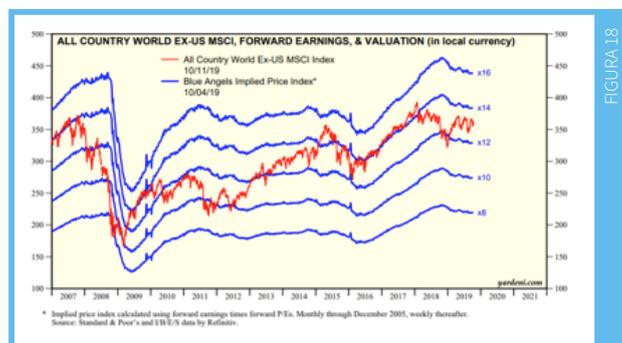


FIGURA 18



FIGURA 19

IL SISTEMA PIR DI ARCA



ARCA ECONOMIA REALE BILANCIATO ITALIA 15
ARCA ECONOMIA REALE BILANCIATO ITALIA 30
ARCA ECONOMIA REALE BILANCIATO ITALIA 55

ARCA ECONOMIA REALE EQUITY ITALIA
ARCA AZIONI ITALIA

I Fondi di Classe PIR, esenti da tasse,
 che investono nell'eccellenza italiana



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 _ info@sanfelice1893.it