

SANFELICE 1893 MERCATI

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



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

	Real GDP, % change				Consumer prices		Current account	
	Low/high range		average		% change		% of GDP	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012
Australia	2.3/2.6	2.8/4.6	3.1 (3.2)	3.7-	3.2	2.0-	-3.0 (-1.9)	-3.6-
Belgium	1.4/2.1	1.5/2.2	1.7 (1.8)	1.8-	2.2	2.0-	1.2	1.3-
Britain	1.1/2.4	1.6/2.7	1.6 (1.8)	2.0+	3.8 (3.7)	2.3-	-1.7 (-1.5)	-1.3-
Canada	2.0/3.2	2.2/3.5	2.6	2.8-	2.3 (2.2)	2.2-	-2.5 (-2.4)	-1.8-
France	1.2/2.4	1.4/2.0	1.7 (1.5)	1.8-	1.8 (1.7)	1.7-	-1.8 (-1.7)	-1.8-
Germany	2.1/3.4	1.4/2.5	2.6	2.0-	1.9 (1.8)	1.8-	4.9	4.7-
Italy	0.5/1.6	0.6/2.2	1.1	1.3-	2.1 (2.0)	1.9-	-3.0 (-3.2)	-2.7-
Japan	1.1/3.1	1.2/2.8	1.7 (1.5)	2.0-	-0.1 (-0.2)	0.2	3.3 (3.2)	3.1-
Netherlands	1.2/3.3	1.3/2.4	1.8 (1.7)	1.8+	1.7 (1.8)	1.7+	5.9 (6.1)	5.8+
Spain	-0.5/1.0	0.2/1.8	0.6 (0.4)	1.2-	2.2 (2.0)	1.4-	-3.8 (-3.5)	-3.2-
Sweden	2.9/5.0	2.4/3.5	3.9 (3.6)	2.8-	2.3 (2.1)	2.0-	6.3 (6.5)	6.6-
Switzerland	1.6/2.8	1.3/2.8	2.0 (2.1)	2.0-	0.8 (0.7)	1.4-	10.9	10.7-
United States	2.5/4.0	2.2/3.9	3.3 (3.1)	3.2-	2.1 (1.7)	1.8-	-3.4	-3.4-
Euro area	1.1/2.3	1.4/2.3	1.6 (1.5)	1.7+	2.2 (2.0)	1.8+	-0.3 (-0.2)	-0.1-

Sources: Bank of America, BNP Paribas, Citigroup, Commerzbank, Dexia Economics, Deutsche Bank, Economist Intelligence Unit, Goldman Sachs, HSBC Securities, ING, JPMorgan Chase, RBC Bank, Morgan Stanley, NBS, NBS, Schroders, Societe Generale, Standard Chartered, UBS

TABELLA 1

LA CRESCITA ECONOMICA MONDIALE CONTINUA A FORNIRE SEGNALI POSITIVI

Secondo le ultime previsioni disponibili (fonte The Economist, Tabella 1) il 2011 e il 2012 continueranno ad essere anni caratterizzati per i paesi sviluppati da un buon livello di crescita economica. Area Euro: 1,6% e 1,7% (è stata 2% nel 2010); Stati Uniti: 3,3% e 3,2% (è stata 2,8% nel 2010). In Europa, la Germania continuerebbe a crescere a ritmo relativamente sostenuto: 2,6% e 2% (è stata 4% nel 2010). Per il Giappone i valori 2011 e 2012 sono positivi (1,7% e 2%), anche se deve ancora essere valutato l'impatto del terribile terremoto e della conseguente crisi nucleare. Prevale comunque l'opinione - basata sull'esperienza storica di accadimenti di questo tipo - che l'impatto sia locale e di breve periodo.

Le previsioni di crescita per la Cina (2011: 9%; 2012: 8,7%), il Brasile (2011: 4,3%; 2012: 4,5%) e la Russia (2011: 4,3; 2012: 4,5%) rimangono molto positive, anche se in lieve rallentamento (fonte The Economist).

Anche l'Egitto, unica economia, coinvolta negli importanti movimenti sociali e politici dell'area, per la quale abbiamo dati aggiornati, continuerebbe a crescere a ritmo sostenuto (2010: 5,5%; 2011: 4,1%; 2012: 4,2%).

In termini congiunturali, i Leading Indicator dell'OCSE (Figura 1) segnalano per l'intera area OCSE un ritmo di crescita positivo. Più in dettaglio, secondo l'OCSE, la crescita economica si sta rafforzando negli USA ma sta moderatamente decelerando in Cina. In rafforzamento la crescita nell'area dell'EURO. L'indice ECRI (Economic Cycle Research Institute, Figura 2) - indicatore settimanale sulla situazione economica negli Stati Uniti - conferma ancora questo quadro positivo. Occorre dire che l'indicatore coincidente (che indica lo stato corrente dell'economia) ha registrato un calo. Solo una lievissima riduzione invece è stata registrata dall'indicatore Leading (che indica il futuro stato dell'economia).

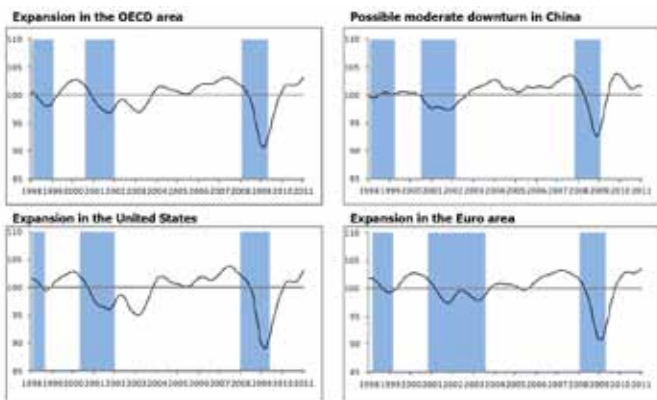


FIGURA 1

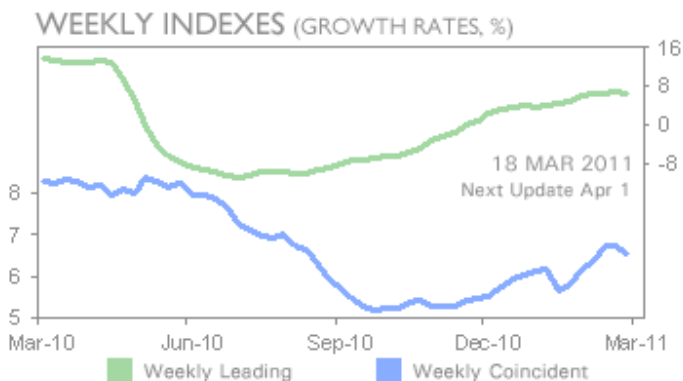


FIGURA 2

L'INFLAZIONE È IN CRESCITA, SOPRATTUTTO IN EUROPA, A CAUSA DELL'AUMENTO DEI PREZZI DEL COMBUSTIBILE

Negli Stati Uniti il dato dell'inflazione ha segnato un'improvvisa - anche se contenuta - crescita a causa delle componenti volatili (inflazione totale anno su anno + 2,1%). Anche la cosiddetta inflazione core è cresciuta (+ 1,1% Figura 3).

Nell'area dell'Euro l'inflazione totale ha superato di slancio il 2% (+2,4%), mentre quella core (priva di cibo ed energia) è in crescita, anche se resta di poco superiore all'1% (+1,1%). Considerando il tipico comportamento della BCE, un tasso di inflazione sopra il 2% accresce le probabilità di interventi sui tassi di interesse ufficiali.

Considerando un tasso reale di interesse di 200 - 250 punti base (dato storico di lungo periodo), i livelli attuali di inflazione implicano tassi di interesse governativi privi di rischio di credito (Stati Uniti e Germania) compresi nella fascia 3,10% - 3,60% per le due aree geografiche (3,46% il decennale USA e 3,57% il decennale EURO alla data del 25 marzo).

TASSI DI INTERESSE A BREVE TERMINE - EURO

I tassi di interesse governativi AAA dell'area dell'EURO a breve termine (3, 6, 9 e 12 mesi, Figura 5) dopo i minimi di giugno 2010 manifestano un trend crescente. In particolare i tassi negli ultimi tre mesi sono circa raddoppiati (Tabella 2).

La struttura dei tassi di interesse a breve è crescente. Il mercato si comporta come se i futuri tassi a tre mesi nei prossimi 12 mesi dovessero continuare a salire. I rendimenti a tre mesi impliciti (forward rate) sono riassunti nella tabella e nel grafico seguente.

EVOLUZIONE TASSI A BREVE GOVERNATIVI AAA EURO

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI
28/03/2010	0,31%	0,39%	0,49%	0,60%
28/06/2010	0,31%	0,32%	0,36%	0,41%
28/09/2010	0,46%	0,48%	0,52%	0,56%
28/12/2010	0,48%	0,51%	0,55%	0,61%
28/03/2011	0,87%	1,01%	1,15%	1,28%

TABELLA 2



FIGURA 3



FIGURA 4



FIGURA 5



Secondo i dati di mercato, già tra 3 mesi i tassi a 3 mesi dovrebbero tornare sopra l'1%. Tra 12 mesi potrebbero raggiungere quasi il 2% (Figura 6).

Per quanto riguarda i tassi EURIBOR, la loro evoluzione negli ultimi 12 mesi è riassunta nella Tabella 3. Da fine dicembre 2010 l'EURIBOR a 3 mesi è tornato sopra l'1%.

I rendimenti impliciti a 3 mesi nella curva EURIBOR mostrano che il mercato si attende tassi oltre il 2% poco dopo giugno 2011.

EVOLUZIONE TASSI EUROBOR

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI
28/03/2010	0,64%	0,95%	1,09%	1,21%
28/06/2010	0,75%	1,04%	1,18%	1,30%
28/09/2010	0,88%	1,14%	1,29%	1,42%
28/12/2010	1,01%	1,24%	1,39%	1,52%
28/03/2011	1,21%	1,52%	1,76%	1,97%

TABELLA 3

I TASSI A MEDIO LUNGO TERMINE IN EURO CONFERMANO I SEGNI DI RIALZO. NEGLI USA SI STABILIZZANO.

Rispetto al trimestre precedente la curva dei tassi EURO (governativi AAA) è salita in modo pressoché parallelo. Sul 10 anni l'aumento è stato di circa un quarto di punto (Figura 8). Questo dato è coerente con le aspettative di crescita economica ed incorpora la situazione inflazionistica attuale, come è stato detto, in aumento. Non sconta invece un rialzo più consistente e duraturo dei prezzi al consumo.

L'andamento dello spettro dei tassi EURO continua a segnalare una chiara inversione di tendenza.

Rispetto al trimestre precedente, la curva dei tassi USA è rimasta invece sostanzialmente invariata. Occorre dire che la politica QE2 "quantitative easing 2" della FED ha generato e sta generando una forte domanda di titoli di Stato USA, con l'obiettivo di tenere bassi i tassi reali a lungo termine. La QE2 dovrebbe terminare il prossimo giugno.

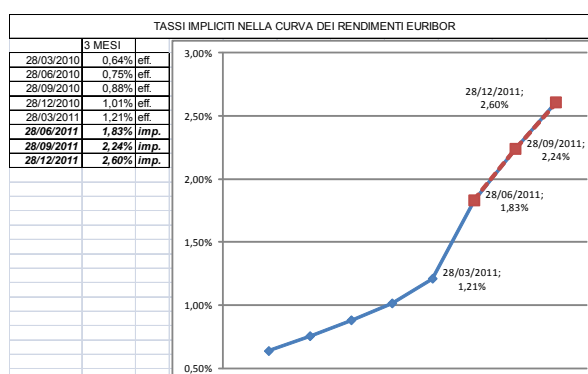
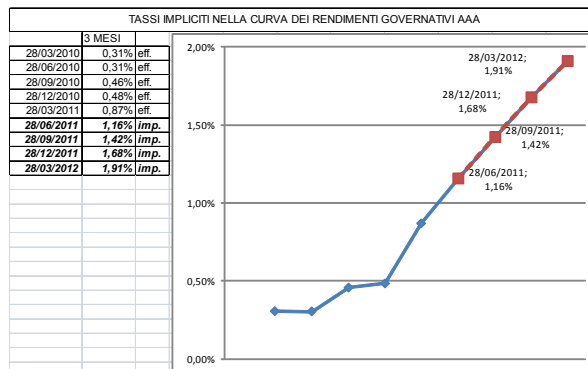


FIGURA 6

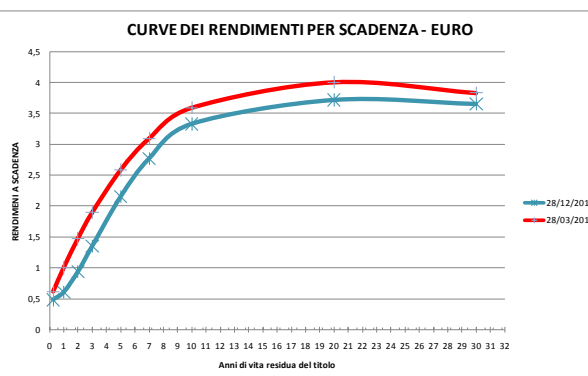


FIGURA 8

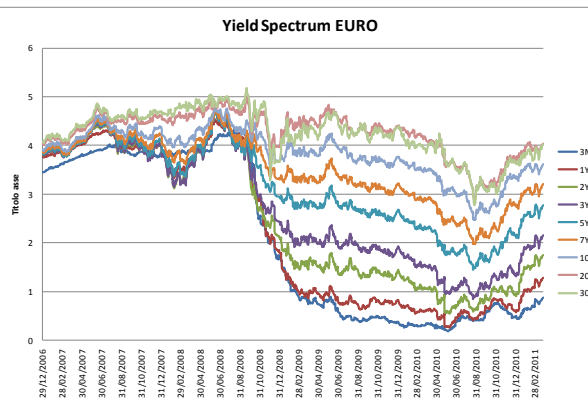


FIGURA 9



I TASSI DI INTERESSE NEI DIVERSI PAESI DELL'AREA EURO

	Debito PIL 2004	Debito PIL 2009	Crescita PIL 2011	Crescita PIL 2012	Deficit PIL 2011	Tassi a 10 anni 24/03/2011	Spread 13/01/2011	Spread 13/01/2011	Variazione Spread
Germania	65,75	73,51	2,6	2,0	-0,5	3,22	0,00	0,00	
Olanda	52,04	61,77	1,8	1,8	-4,3	3,41	0,19	0,19	0,00
Francia	64,98	78,07	1,7	1,8	-6,4	3,60	0,40	0,38	-0,02
Austria	64,89	67,11	1,8	1,7	-3,7	3,66	0,40	0,44	0,04
Belgio	94,33	96,80	1,7	1,8	-4,4	4,19	1,15	0,97	-0,18
Italia	103,81	115,77	1,0	1,3	-4,3	4,75	1,65	1,53	-0,12
Spagna	46,22	53,10	0,6	1,2	-6,7	5,15	2,43	1,93	-0,50
Portogallo	59,53	76,30	-1,0	-0,4	-7,0	7,59	3,73	4,37	0,64
Irlanda	29,68	65,53	-1,3	1,3	-9,9	8,69	4,99	5,47	0,48
Grecia	98,57	115,16	-4,0	-0,3	-8,1	12,37	8,22	9,15	0,93
	Fonte FMI		Fonte Economist						

TABELLA 4

Come si evince dalla Tabella 4 permangono marcate differenze tra i tassi di interesse dei diversi Paesi dell'area Euro. La combinazione vincente è quella di registrare un basso rapporto debito/PIL e un elevato tasso di crescita dell'economia. Il rapporto deficit/PIL non sembra ancora una variabile discriminante per la Francia, che presenta un -6,4% contro un -4,3% dell'Italia.

Ci sono tre gruppi di paesi: quello con spread sotto lo 0,50; il gruppo al quale appartiene (faticosamente) l'Italia (tra 100 e 150 punti base) penalizzato dagli alti debiti pubblici; il gruppo dei periferici con oltre 200 punti base, al quale rischia di appartenere la Spagna, penalizzata da bassa crescita ed alto deficit/PIL.

Una conferma della capacità dell'Italia di migliorare il rapporto tra deficit e PIL e segnali positivi sulla crescita economica potrebbero portare il differenziale rispetto alla Germania intorno ai livelli del Belgio (100 punti base)



IL RISCHIO DI CREDITO E GLI SPREAD SULLE OBBLIGAZIONI CORPORATE

Proprio in questi giorni l'agenzia di rating Fitch ha diffuso i dati sui corporate default nel 2010 (Tabella 5).

Si conferma un anno molto positivo, con un tasso medio di default dello 0,49% (contro un 2,59% del 2009, il valore più alto dal 1990). Ciò è coerente con la situazione economica dell'economia mondiale e con l'andamento dei profitti aziendali.

Anche i tassi di interesse molto bassi a livello globale aiutano a spiegare questa situazione.

In Figura 10 è rappresentato l'andamento degli spread delle corporate BBB (investment grade) e BB (speculative grade) negli ultimi 3 mesi. E' continuata la riduzione degli spread. Il momentaneo rialzo, dovuto ai timori legati alla situazione economica post tragedia Giapponese e al rialzo del prezzo del petrolio, sembra essersi riassorbito.

Sono dunque possibili ulteriori restringimenti dello spread.

	Number of Fitch-Rated Defaults	Default Rate (%)
1990	6	1.34
1991	10	1.85
1992	4	0.64
1993	0	0.00
1994	0	0.00
1995	1	0.11
1996	2	0.20
1997	1	0.08
1998	6	0.43
1999	14	0.86
2000	7	0.38
2001	21	0.92
2002	47	2.15
2003	27	1.16
2004	3	0.12
2005	8	0.31
2006	2	0.07
2007	3	0.10
2008	37	1.29
2009	73	2.59
2010	13	0.49

Source: Fitch.

TABELLA 5

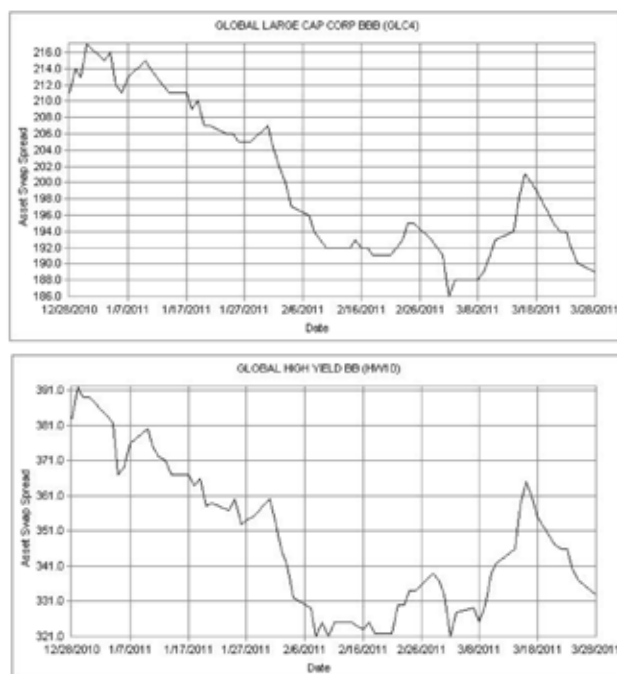


FIGURA 10

LE PREVISIONI SUGLI UTILI DELLE AZIENDE USA CONTINUANO A MIGLIORARE.

I PE (Price/Earnings) dei mercati azionari dei principali paesi rimangono molto interessanti.

Gli utili attesi per le aziende americane si dovrebbero collocare nel 2011 intorno ai 100 dollari per azione e nel 2012 tra 105 e 111 dollari.

In Figura 11 la linea continua rappresenta l'andamento degli utili per azione S&P500 dal 1995 (fonte Yardeni Research, aggiornamento 18 marzo). La linea punteggiata rappresenta l'andamento degli ordini industriali. Se questi fondamentali trovano conferma tutti i mercati azionari dei paesi sviluppati ne trarranno beneficio, considerando i livelli relativamente bassi dei price earnings. Come si può notare dalla Figura 12 - dove si vede l'andamento dei PE per S&P500, Dax e Topix - il rapporto è largamente inferiore a 15, soprattutto in Germania.



FIGURA 11

Storicamente molto favorevole appare anche il PE Giapponese. Occorrerà valutare con attenzione l'impatto sugli utili aziendali dei drammatici eventi recenti.

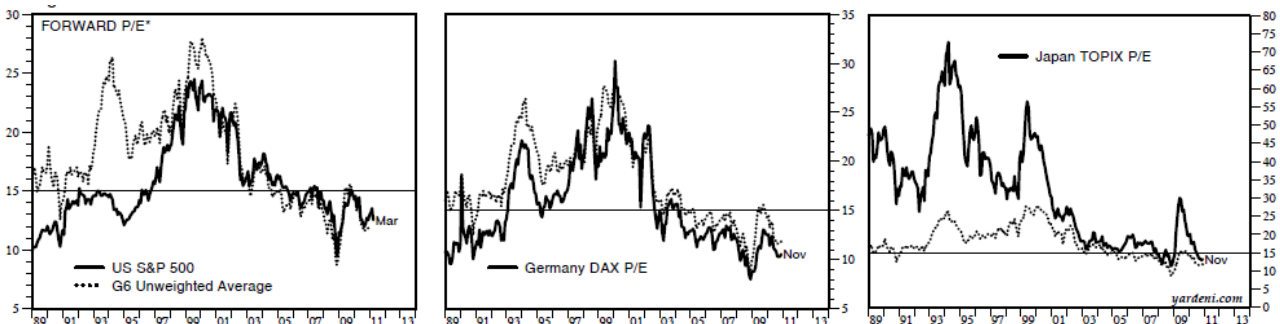


FIGURA 12



SAN FELICE SUL PANARO

sede centrale
piazza Matteotti, 23
tel. 0535 89811 _ fax 0535 83112

BAZZANO

via Circonvallazione nord 108 - Bazzano (Bo)
Tel. 051/833642

BOLOGNA

via Borghese 21 - Bologna
Tel. 051/6199544

CAMPOSANTO

via Baracca 1, angolo via Roma 2
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

MASSA FINALESE

piazza Caduti Libertà 1 - Massa Finalese
Finale Emilia (Mo) - Tel. 0535/99131

MIRANDOLA

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

MIRANDOLA B

via Milano 9 - Mirandola (Mo)
Tel. 0535/20891

MODENA

via Nonantolana 351 - Modena
Tel. 059/251709

MODENA B

via Morane 417/419/421 - 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 n.445 - 41100 - 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 San Martino 2 - Reggio Emilia
Tel. 0522/432443

RIVARA

via degli Estensi 1955 - Rivara
San Felice Sul Panaro (Mo) - Tel. 0535/85434

SAN FELICE B

piazzale Marco Polo 2/3
San Felice Sul Panaro (Mo) - Tel. 0535/671231

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@bpfelice.it