

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, January averages (previous month's, if changed)

	Real GDP, % change		Consumer prices % change		Current account % of GDP			
	2011	2012	2011	2012	2011	2012		
Australia	1.5/2.0	2.2/4.3	1.8 (1.7)	3.1	3.5 (3.4)	2.8	-2.2 (-2.3)	-2.7 (-2.9)
Belgium	1.9/2.3	-2.3/0.6	2.0 (2.1)	-0.2 (-0.1)	3.3	2.1	1.6 (1.7)	1.4 (1.5)
Britain	0.7/0.9	-1.3/0.8	0.9	0.2 (0.6)	4.4	2.5 (2.6)	-2.5 (-1.5)	-1.2 (-1.3)
Canada	2.2/2.4	1.3/2.5	2.3 (2.2)	2.0	2.9 (2.8)	2.1	-2.9 (-2.7)	-2.6 (-2.3)
France	1.1/1.7	-1.6/0.4	1.6	-0.3 (nil)	2.2	1.7 (1.6)	-2.5 (-2.4)	-2.3 (-2.1)
Germany	2.7/3.2	-1.0/0.8	3.0	0.1 (0.2)	2.4	1.7	5.2	-4.9
Italy	0.2/0.9	-3.0/nil	0.5 (0.6)	-1.1 (-1.0)	2.8	2.3 (2.2)	-3.7	-2.9 (-2.8)
Japan	-0.8/-0.2	0.5/2.8	-0.6 (-0.3)	1.7 (2.0)	-0.3	-0.4 (-0.2)	2.4 (2.3)	2.2 (2.4)
Netherlands	1.4/1.8	-2.0/0.4	1.5	-0.4 (-0.3)	2.4	1.9	6.7 (7.1)	6.0 (6.4)
Spain	-0.5/0.7	-2.1/0.9	0.6	-0.8 (-0.7)	3.1 (3.0)	1.5	-3.8	-3.2
Sweden	3.3/4.7	0.3/2.2	4.3 (4.1)	1.2	2.8	1.7 (1.8)	6.4 (6.7)	6.7 (6.4)
Switzerland	1.7/1.9	-0.4/1.0	1.8	0.3 (0.6)	0.3 (0.4)	0.1 (0.5)	13.2 (13.3)	12.5
United States	1.6/1.8	1.3/2.6	1.7 (1.8)	2.0 (1.9)	3.0 (3.2)	2.0	-3.1	-3.0
Euro area	nil/1.6	-1.8/0.5	1.4 (1.6)	-0.5 (-0.3)	2.5 (2.7)	1.7 (1.8)	-0.5	-0.4

Sources: BNP Paribas, Citigroup, Commerzbank, Decision Economics, Deutsche Bank, Economist Intelligence Unit, Goldman Sachs, HSBC Securities, ING, JPMorgan Chase, KBC Bank, Morgan Stanley, RBC, RBS, Schroders, Scotiabank, Societe Generale, UBS

TABELLA 1

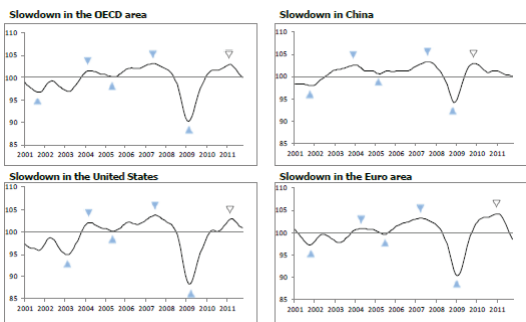


FIGURA 1

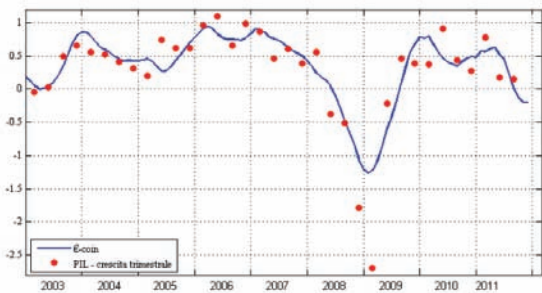


FIGURA 2

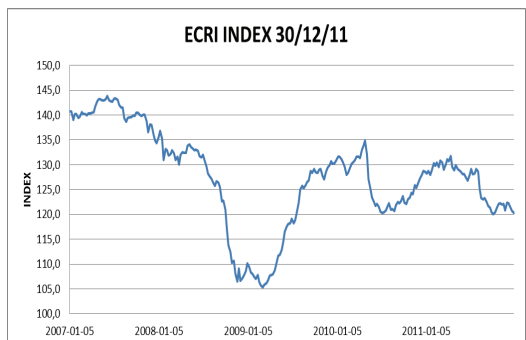


FIGURA 3

IL 2012 VERSO LA RECESSIONE

Le tendenze del terzo trimestre sono state confermate. L'area dell'EURO - secondo le previsioni dell'Economist - vedrà un tasso di crescita 2012 negativo (-0,5%; a settembre era previsto un +1%). Hanno perso il segno positivo nelle previsioni Francia, Italia, Spagna, Belgio. E anche la Germania rimane al palo (+0,1%). La non risolta crisi del debito sovrano e le conseguenti (pesanti) politiche fiscali restrittive non compensabili al momento da una politica monetaria espansiva di tipo quantitativo, hanno compromesso le (modeste) previsioni di crescita in Europa. Positivo dovrebbe essere il 2012 per gli Stati Uniti (+2%) e per il Giappone (+1,7%).

Le previsioni di crescita per la Cina (+8,2%), la Russia (+3,7%) e il Brasile (+3,5%) sono state ritoccate al ribasso (fonte The Economist).

Nel confronto con il trimestre precedente, i Leading Indicator dell'OCSE (Figura 1) segnalano un ulteriore diffuso rallentamento. Il dato leading più recente è quello della Banca d'Italia (indicatore E - coin, Figura 2). Proprio negli ultimi tre mesi è finito in territorio negativo. Tuttavia l'ultimo dato è invariato, interrompendo la discesa iniziata a giugno: il risultato riflette il miglioramento di alcune inchieste qualitative presso le imprese dell'industria e dei servizi che ha compensato il peggioramento degli indicatori di domanda.

Per gli Stati Uniti, l'indice ECRI (Economic Cycle Research Institute, Figura 3) - indicatore settimanale sulla situazione economica negli Stati Uniti - mostra segnali preoccupanti, essendo ritornato sui minimi segnati a metà 2010, prima dell'annuncio del QE. L'istituto di ricerca che costruisce l'indice continua a non avere dubbi sul fatto che ci aspetta una nuova recessione. Nel frattempo l'ultimo ISM index è migliorato ed è sopra il valore 50, segnalando la tenuta dell'economia (53,9 in aumento rispetto al mese precedente). Anche l'ultimo leading indicator del Conference Board registra una (sia pur lieve) crescita da 7 mesi consecutivi.

In sintesi, se per l'area EURO non si vedono al momento alternative ad un possibile scenario recessivo, qualche segnale contrastante arriva dagli USA. Non vi è dubbio che una credibile soluzione anche di medio termine alla crisi del debito nell'area dell'EURO potrebbe modificare questo scenario, sull'onda di una diminuzione dei tassi di interesse.

L'INFLAZIONE SI STABILIZZA.

Negli Stati Uniti il dato dell'inflazione totale rimane su livelli (relativamente) elevati (+3,4%), anche se ha segnato un calo. La cosiddetta inflazione core ha superato il 2% (+ 2,2% Figura 4).

Nell'area dell'Euro (Figura 5) l'inflazione totale è ritornata sotto il 3% (2,8% a dicembre); l'inflazione core rimane intorno al 2% (dato di novembre).

La stabilizzazione dell'inflazione è coerente con lo scenario di rallentamento economico delineato al paragrafo precedente. Considerando un tasso reale di interesse di 200 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, 10 anni) intorno al 4% per le due aree geografiche (1,98% il decennale USA e 2,76% il decennale EURO AAA alla data del 9 gennaio).

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 6) hanno toccato nuovi minimi, avvicinandosi a zero. Secondo i dati della BCE il 3 mesi ha registrato valori negativi per 5 giorni proprio sul finire dell'anno e il 4 gennaio. E' un segnale molto chiaro della situazione di crisi del debito EURO, che determina una domanda "irrazionale" di titoli privi di rischio.

Come si può osservare dalla Tabella 2, gli ultimi due trimestri sono stati caratterizzati da un ribasso molto significativo. La struttura dei tassi di interesse a breve rimane moderatamente crescente. Il mercato si comporta come se i futuri tassi a tre mesi nei prossimi 12 mesi dovessero salire in misura molto moderata, rimanendo ben sotto l'1% tra 1 anno (0,55% il tasso a tre mesi tra un anno. I rendimenti a tre mesi impliciti (forward rate) sono riassunti nella tabella e nel grafico seguente (Figura 7)

EVOLUZIONE TASSI A BREVE GOVERNATIVI AAA EURO

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI
09/01/2011	0,44%	0,48%	0,54%	0,61%
09/04/2011	0,94%	1,10%	1,26%	1,41%
09/07/2011	1,42%	1,39%	1,39%	1,40%
09/10/2011	0,37%	0,43%	0,49%	0,55%
09/01/2012	0,06%	0,08%	0,12%	0,18%

TABELLA 2

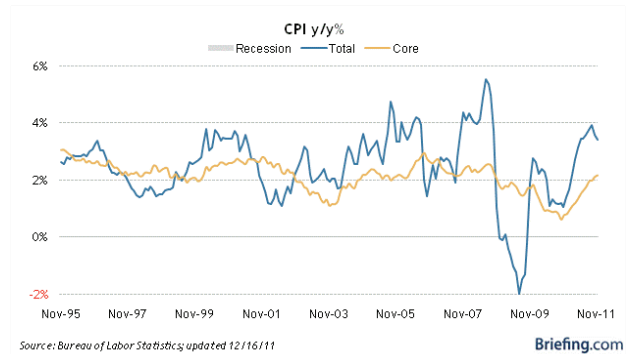


FIGURA 4

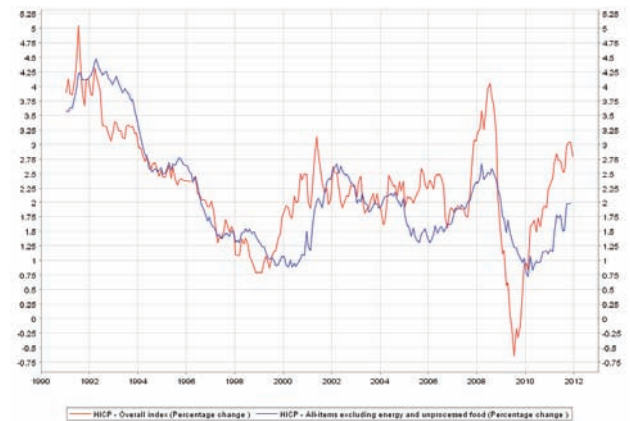


FIGURA 5

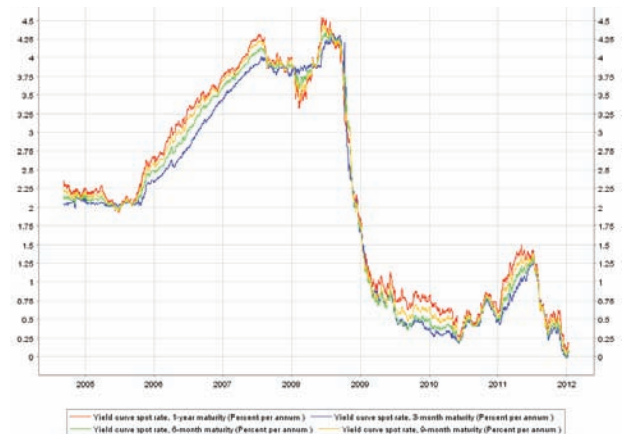


FIGURA 6



EVOLUZIONE TASSI EUROBOR

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI
09/01/2011	1,00%	1,22%	1,37%	1,51%
09/04/2011	1,29%	1,60%	1,84%	2,06%
09/07/2011	1,59%	1,83%	2,01%	2,20%
09/10/2011	1,57%	1,77%	1,93%	2,20%
09/01/2012	1,28%	1,55%	1,73%	1,88%

TABELLA 3

La situazione dei tassi EURIBOR è molto delicata. Si tratta di un tasso "unico" europeo, rilevato su banche di Paesi diversissimi quanto a tassi di interesse governativi. Il rischio "banche" è molto legato alla crisi del debito in Europa, considerando l'entità dei titoli governativi presenti nei bilanci bancari. L'evoluzione dell'EURIBOR negli ultimi 12 mesi è riassunta nella Tabella 3. Anche i tassi EURIBOR sono scesi nell'ultimo trimestre. Sono quindi rimasti sostanzialmente invariati gli spread che rappresentano il rischio banche. Lo spread sul 3 mesi è rimasto a 122 punti base. Un valore molto elevato, previsto in crescita, almeno stando alla struttura dei tassi impliciti. Prima della crisi bancaria sistemica del 2008, il differenziale euribor 3 mesi tassi AAA area euro era sotto i 50 punti base. Ha raggiunto i massimi (oltre 200 bp) ad ottobre 2008. Nell'ultimo trimestre dell'anno è rimasto sopra i 100 punti base (Figura 9).

I TASSI A MEDIO LUNGO TERMINE EURO AAA SI SONO STABILIZZATI.

Rispetto al trimestre precedente la curva dei tassi EURO (governativi AAA) si è irripidita, a causa del ribasso dei tassi a breve (Figura 10). I tassi a medio termine (oltre i 4 anni) sono leggermente aumentati. Lo scenario è molto diverso da quello del trimestre precedente (Figura 11). La curva ha cessato di appiattirsi verso il basso, dimostrando di aver incorporato le aspettative di forte rallentamento economico. Tuttavia non sembra scontare uno scenario recessivo forte e prolungato.

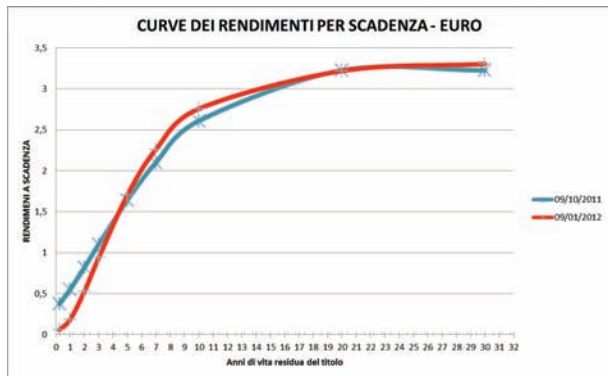


FIGURA 10

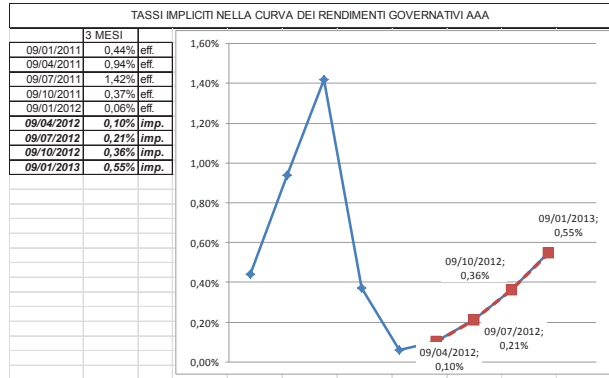


FIGURA 7

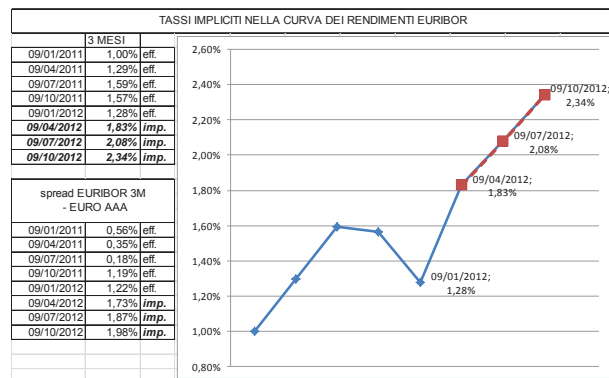


FIGURA 8

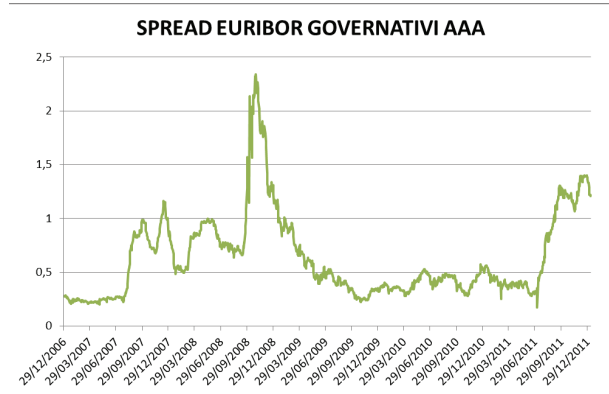


FIGURA 9

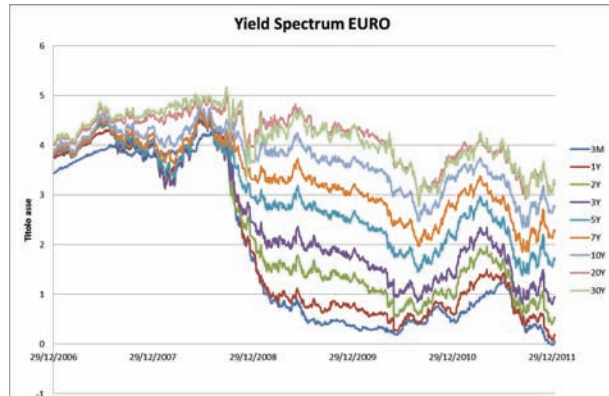


FIGURA 11

I TASSI DI INTERESSE NEI DIVERSI PAESI DELL'AREA EURO

È stato un altro trimestre terribile per i debiti governativi dell'area dell'EURO. I timori sul default della Grecia e sulle sue conseguenze sistemiche hanno condotto gli spread rispetto alla Germania di Paesi quali Spagna e soprattutto Italia a livelli non sostenibili e difficilmente comprensibili dal punto di vista economico. È ancora l'effetto di una crisi istituzionale che riguarda i meccanismi di governo dell'economia e della moneta all'interno dell'area dell'EURO. In questa fase vengono considerati "sicuri" come la Germania - almeno stando al livello dei tassi di interesse - Paesi come la Gran Bretagna (tasso di interesse a 10 anni 2,04%; deficit/PIL -8,8%; debito/PIL 75,5%), gli Stati Uniti (tasso di interesse a 10 anni 1,99%; deficit/PIL -8,7%; debito/PIL 94,4%) o il Giappone (tasso di interesse a 10 anni 0,99%; deficit/PIL -8,3%; debito/PIL 220%). Il vantaggio di questi Paesi consisterebbe nella loro capacità di rimborso mediante "monetizzazione del debito", contando sulla propria Banca centrale, prestatore di ultima istanza allo Stato.

Dopo le recenti manovre fiscali italiane, dati raccolti dall'Economist assegnano all'Italia un saldo pubblico primario (entrate meno spese senza contare gli interessi sul debito) positivo del 3,5% del PIL. La Gran Bretagna ha un saldo primario negativo (- 1,8% del PIL); gli USA - 4,7%; la Francia - 0,9%. La Germania + 1,4.

Nessun dubbio che in questo momento pesi in modo particolare l'entità del debito rispetto al PIL e soprattutto la necessità di rifinanziamento del debito nel 2012.

Come si evince dalla Tabella 4, gli spread rispetto alla Germania sono tutti cresciuti a confronto con lo scorso settembre. Purtroppo l'Italia è (dopo la Grecia) - ancora una volta - il paese che ha sofferto di più. I dati ad inizio 2012 hanno portato il costo del debito governativo a lungo termine poco sotto il 7%.

Il confronto della Tabella 4 con il trimestre precedente mette in evidenza un nuovo importante problema: la revisione al ribasso della crescita economica 2012. Solo Germania ed Austria rimarrebbero con valori poco sopra lo zero. L'Italia dovrebbe subire una contrazione del PIL dell'1,1%, il peggior dato se si escludono Portogallo e Grecia.

Unica nota positiva per l'Italia è che la curva dei rendimenti è tornata crescente: ossia il costo del finanziamento a breve termine è tornato ad essere inferiore al costo del finanziamento a lungo termine. È un passo importante, che indica che nel breve termine il mercato inizia ad apprezzare gli sforzi di risanamento compiuti dal nostro Paese (Figura 12).

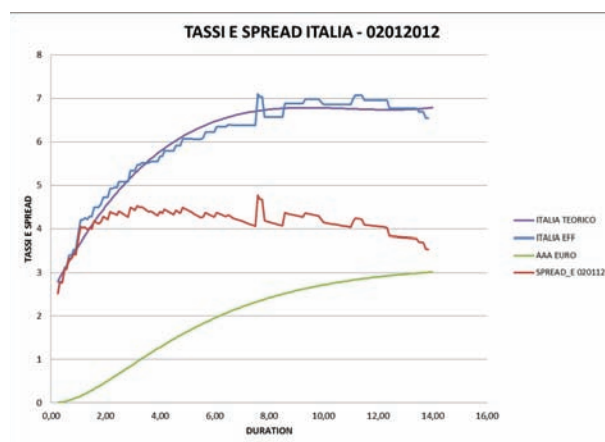


FIGURA 12



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

	Debito PIL 2010	Debito PIL 2016	Crescita PIL 2011	Crescita PIL 2012	Deficit PIL 2011	Tassi a 10 anni 19/01/2012	Spread 09/01/2012	Spread 30/09/2011	Variazione Spread	
Germania	80,00	75,00	3,0	0,1	-1,6	1,99	0,00	0,00		
Olanda	63,70	64,40	1,5	-0,4	-4,2	2,29	0,30	0,39	-0,09	
Francia	84,30	87,70	1,6	-0,3	-5,8	3,33	1,34	0,71	0,63	
Austria	69,90	69,80	2,9	0,2	-3,3	3,37	1,38	0,79	0,59	
Belgio	97,10	93,00	2,0	-0,2	-3,8	4,36	2,37	1,79	0,58	
Italia	119,00	114,10	0,5	-1,1	-4,0	6,90	4,91	3,35	1,26	
Spagna	60,10	77,40	0,6	-0,8	-6,8	5,66	3,67	3,09	0,58	
Irlanda	96,10	114,30	1,2	-0,2	-11,4	8,03	6,04	5,76	0,28	
Portogallo	83,30	110,50	-1,7	-4,1	-6,5	12,90	10,91	9,27	1,64	
Grecia	142,00	162,80	-5,3	-7,5	-8,4	36,60	34,61	20,21	14,40	
	Fonte FMI		Fonte Economist							

TABELLA 4

IL RISCHIO DI CREDITO E GLI SPREAD SULLE OBBLIGAZIONI CORPORATE

L'agenzia di rating Fitch ha diffuso nuovi dati sui "default rate" degli High Yield corporate, ossia delle società più sensibili al ciclo economico (Figura 13). I dati cominciano a peggiorare.

Si tratta di dati che sono in ritardo rispetto al ciclo economico ed iniziano ad evidenziare (sia pure in modo appena accennato) un cambiamento di scenario prospettico. I livelli di default rimangono ancora molto bassi, ma sono in crescita.

In Figura 14 è rappresentato l'andamento degli spread delle corporate High Yield negli ultimi 24 mesi. Dopo i massimi del trimestre precedente, vi è stato un ridimensionamento degli spread, che rimangono comunque elevati.

In generale gli spread delle obbligazioni corporate sono dei buoni anticipatori ciclici. Il mercato si comporta come se le condizioni economiche globali dovessero peggiorare. Ciò è coerente con i dati presentati nel primo paragrafo. Ed è ormai coerente con i primi segnali di deterioramento della salute delle corporate segnalate in Figura 13.

Come vedremo anche nel paragrafo successivo, continua a mantenersi una certa contraddizione tra i profitti aziendali e questi dati di mercato, che vanno guardati con il massimo rispetto. I premi per il rischio offerti dalle corporate continuano ad essere interessanti.

Fitch U.S. High Yield Default Index — Quarterly Issuer and Volume Trends

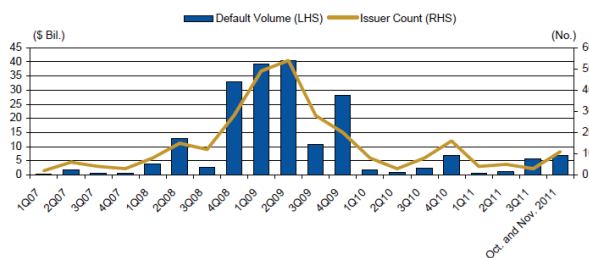


FIGURA 13



FIGURA 14

LE PREVISIONI SUGLI UTILI DELLE AZIENDE USA PER IL 2012 RIVISTE IN LEGGERO RIBASSO.

Gli utili attesi per le aziende americane (SP 500) si dovrebbero collocare nel 2011 sotto i 100 dollari per azione e nel 2012 intorno ai 105 dollari.

In Figura 15 la linea rossa rappresenta l'andamento degli utili attesi per azione S&P500 dal 2006 (fonte Yardeni Research, aggiornamento 6 gennaio). Le linee blu rappresentano l'andamento delle previsioni degli analisti. Come si può notare, i recenti timori sulla crescita dell'economia globale per il 2012 hanno determinato una revisione al ribasso delle aspettative.

Secondo i dati diffusi da Bloomberg (raccolti ed elaborati in Tabella 5) i price earnings dei principali mercati hanno subito significativi incrementi rispetto al trimestre precedente. Con questi valori è possibile stimare gli utili per azione effettivi (EPS) e quelli "teorici" (EPS implicito) usando un PE di lungo periodo convenzionale (15).

La tabella indica la riduzione degli utili delle aziende che è implicita nelle attuali quotazioni di mercato. È interessante notare che per l'Italia vale il contrario di quanto registrato negli altri Paesi. Il PE di 15 è stato superato e gli EPS correnti sono scesi al di sotto del valore "teorico".

Si tenga presente che tra il 2007 e il 2009 gli utili delle aziende americane si sono ridotti del 28%

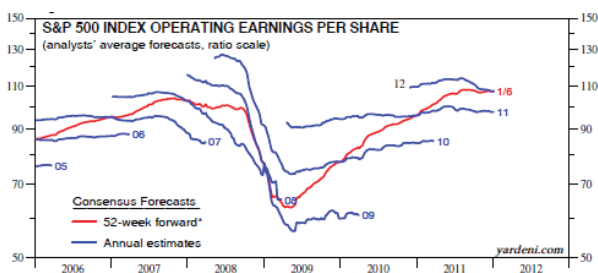


FIGURA 15



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

SAN FELICE B
piazzele Marco Polo 2/3
San Felice Sul Panaro (Mo) - Tel. 0535/671231

SERMIDE
Via 29 Luglio 1848, n. 87
Sermide - (MN) - Tel. 0386/960827

VIGNOLA
via Plessi 5, Angolo via Gramsci
Vignola (Mo) - Tel. 059/767056



DIREZIONE GENERALE
piazza Matteotti, 23
tel. 0535 89811 _ fax 0535 83112
www.sanfelicel1893.it _ info@bpfelice.it