

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			Consumers prices % change		Current account % of GDP	
	2012	2013	average	2012	2013	2012	2013
Australia	2.2/4.3	2.5/4.0	3.1 (3.0)	3.3	2.8 (2.7)	2.9	-2.9 (-3.1) -3.6
Belgium	-0.6/0.6	0.8/2.2	-0.1 (-0.2)	1.2	2.4 (2.2)	2.2	0.4 (0.7) 0.7
Britain	-1.3/1.2	1.0/2.3	0.2	1.6	2.5 (2.6)	2.0	-1.4 (-1.3) -1.4
Canada	1.6/2.5	2.0/2.6	2.0	2.4	2.1	2.2	-2.4 (-2.5) -2.2
France	-0.8/0.4	0.3/1.4	-0.1 (-0.2)	0.9	2.1 (1.9)	1.7	-2.1 (-2.2) -2.1
Germany	-0.6/0.9	0.7/1.9	0.4 (0.1)	1.4	1.9 (1.7)	1.8	4.7 4.4
Italy	-2.4/-1.0	-0.7/1.4	-1.6 (-1.2)	nll	2.6 (2.4)	1.9	-2.8 -2.1
Japan	0.5/2.5	0.5/3.1	1.7 (1.9)	1.5	-0.3	nll	2.0 (1.9) 1.9
Netherlands	-1.2/0.1	0.4/1.5	-0.5 (-0.4)	1.1	1.8	1.6	8.8 (6.4) 6.6
Spain	-2.8/-0.7	-1.6/0.8	-1.4 (-1.2)	nll	1.9 (1.6)	1.7	-3.1 -2.4
Sweden	-0.3/2.2	0.2/2.6	0.9 (1.1)	1.9	1.7	1.8	7.2 (7.1) 7.2
Switzerland	-1.1/2.0	-0.1/2.7	0.2 (0.5)	1.3	-0.2 (-0.1)	0.8	13.4 (12.7) 12.5
United States	1.5/2.7	1.7/3.0	2.1 (2.0)	2.2	2.1 (1.9)	1.9	-3.0 (-2.9) -2.9
Euro Area	-1.3/-0.1	-0.3/1.3	-0.6 (-0.7)	0.7	2.0 (1.9)	1.6	-0.3 (-0.4) -0.2

Sources: Bank of America, BNP Paribas, Citigroup, Commerzbank, Decision Economics, Deutsche Bank, Economist Intelligence Unit, Goldman Sachs, HSBC Securities, JPMorgan Chase, KBC Bank, Morgan Stanley, RBC, RBS, Schroders, Scotia Capital, Societe Generale, Standard Chartered, UBS

TABELLA 1

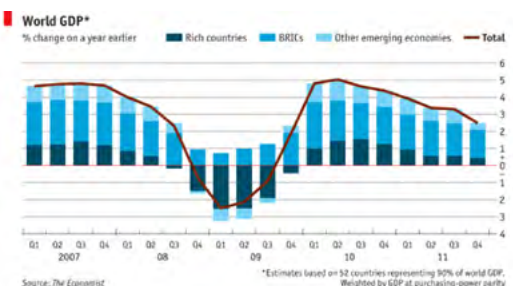


FIGURA 1

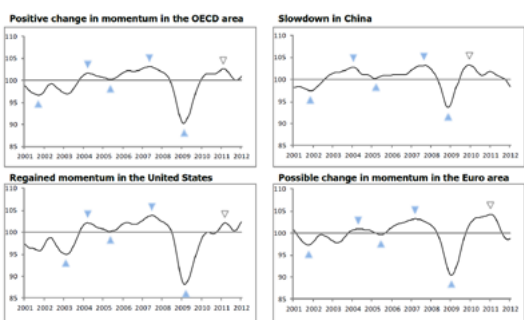
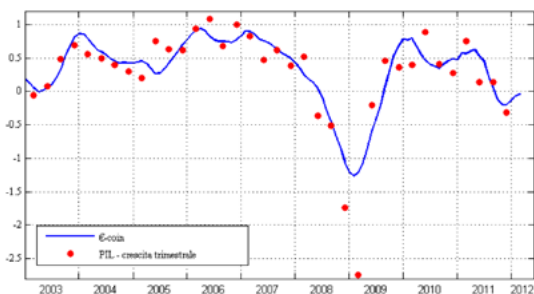


FIGURA 2

€-coin e PIL dell'area



Fonte: Banca d'Italia e Eurostat.

FIGURA 3

UN 2012 DI RECESSIONE O DI RIPRESA?

Le tendenze di fine anno sono state parzialmente confermate per l'area EURO. Ma sono in discussione per gli Stati Uniti, dove si è notato qualche dato positivo, soprattutto occupazionale. Resta il fatto che la crescita del PIL mondiale rallenta senza sosta dal primo trimestre del 2010 e solo grazie al contributo dei BRICs rimane moderatamente positiva (FIGURA 1). L'area dell'EURO - secondo le previsioni dell' Economist - vedrà un tasso di crescita 2012 negativo (-0,6%). Negativa la crescita di Francia, Italia, Spagna, Belgio. E anche la Germania rimane al palo, anche se in lieve miglioramento (+0,4%). Positivo dovrebbe essere il 2012 per gli Stati Uniti (+2,1%) e per il Giappone (+1,7%).

Le previsioni di crescita per la Cina (+8,3) sono stabili; per la Russia (+3,5%) e il Brasile (+3,3%) sono state ritoccate ancora al ribasso (fonte The Economist). I Leading Indicator dell'OCSE (FIGURA 2) mostrano qualche segno positivo (a parte la Cina che continua a rallentare la sua forte crescita). Il dato leading più recente per l'area EURO è quello della Banca d'Italia (indicatore E - coin, FIGURA 3). Anch'esso segnala un lieve miglioramento, pur rimanendo in territorio negativo.

Per gli Stati Uniti, l'indice ECRI (Economic Cycle Research Institute, FIGURA 4) - indicatore settimanale sulla situazione economica negli Stati Uniti - ha mostrato, a sorpresa, un netto miglioramento. L'istituto che lo costruisce, però, è dell'avviso che si tratti di un miglioramento solo momentaneo. E conferma il "recession call" di fine anno scorso.

Se per l'area EURO non si vedono al momento alternative ad un possibile scenario recessivo, pur in presenza di qualche indicazione leading contraria, dagli USA si rafforzano i segnali di miglioramento. Resta il peso di opinioni contrastanti sull'effettivo andamento dell'economia USA. Da una parte il miglioramento dei dati occupazionali, dall'altra l'eccezionale politica monetaria espansiva lascia margini di dubbio sulla sostenibilità della ripresa.



FIGURA 4

L'INFLAZIONE SI STA RIDUCENDO

Negli Stati Uniti il dato dell'inflazione è tornato intorno al 3%, confermando la tendenza. Stessa sorte per l'inflazione core (ex food and energy) che, dopo un ritorno sopra il 2%, ha subito una riduzione (FIGURA 5).

Anche nell'area dell'Euro (FIGURA 6) l'inflazione totale è ritornata sotto il 3%; l'inflazione core è ritornata sotto al 2%. Il prezzo del petrolio dunque non ha impatti sul consumo né diretti né indiretti. La riduzione dell'inflazione è coerente con uno 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 (2,22% il decennale USA e 2,57% il decennale EURO AAA alla data del 3 aprile).

TASSI DI INTERESSE A BREVE TERMINE - EURO

L'andamento dei tassi di interesse a breve termine AAA dell'area EURO dimostra che, anche in Europa, con il 2012 è iniziato il periodo dei tassi zero. I tassi a tre mesi e 12 mesi si attestano tra 0 e 0,25%. Il tasso privo di rischio non esiste ... o è addirittura ampiamente negativo, come dimostra l'andamento dei tassi reali (- 2% circa).

È un segnale molto chiaro del persistere di una situazione di crisi del debito EURO, che determina una domanda "irrazionale" di titoli privi di rischio. È l'effetto inoltre di una politica monetaria espansiva associata a una politica fiscale restrittiva.

Come si può osservare dalla TABELLA 2, l'ultimo trimestre è stato caratterizzato da tassi molto bassi e stabili. 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 sotto il mezzo punto percentuale tra 1 anno (0,47% il tasso a tre mesi tra un anno). I rendimenti a tre mesi impliciti (forward rate) sono riassunti in FIGURA 8.

La situazione dei tassi EURIBOR resta 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, in modo più marcato rispetto ai tassi a breve EURO (che erano già molto bassi). Si sono quindi ridotti gli spread che rappresentano il rischio banche.

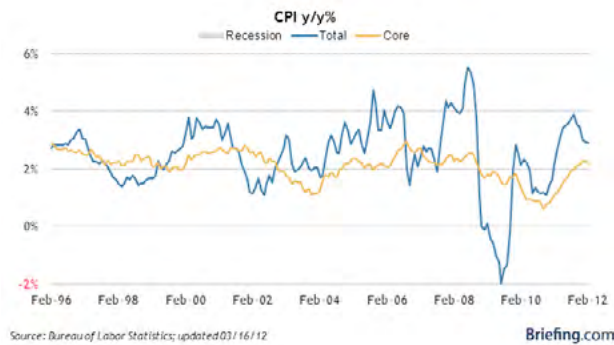
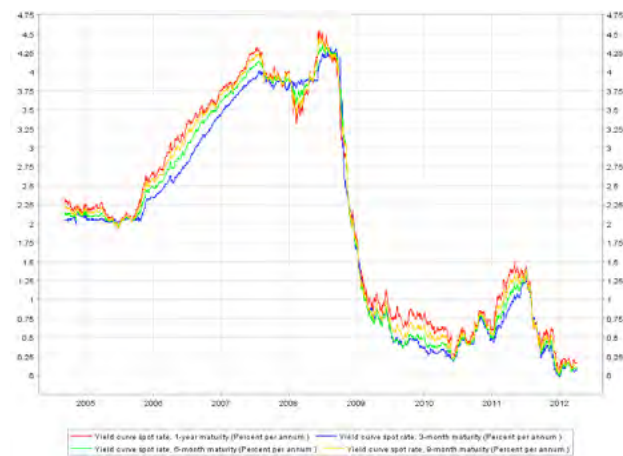

FIGURA 5

FIGURA 6

FIGURA 7

EVOLUZIONE TASSI A BREVE GOVERNATIVI AAA EURO

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI
22/03/2011	0,82%	0,96%	1,10%	1,23%
22/06/2011	1,22%	1,25%	1,29%	1,34%
22/09/2011	0,25%	0,30%	0,35%	0,40%
22/12/2011	0,02%	0,05%	0,10%	0,17%
22/03/2012	0,05%	0,09%	0,13%	0,18%

TABELLA 2

EVOLUZIONE TASSI EUROBOR

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI
22/03/2011	1,29%	1,50%	1,74%	1,95%
22/06/2011	1,53%	1,77%	1,96%	2,15%
22/09/2011	1,54%	1,73%	1,89%	2,06%
22/12/2011	1,41%	1,66%	1,84%	2,00%
22/03/2012	1,82%	1,12%	1,30%	1,46%

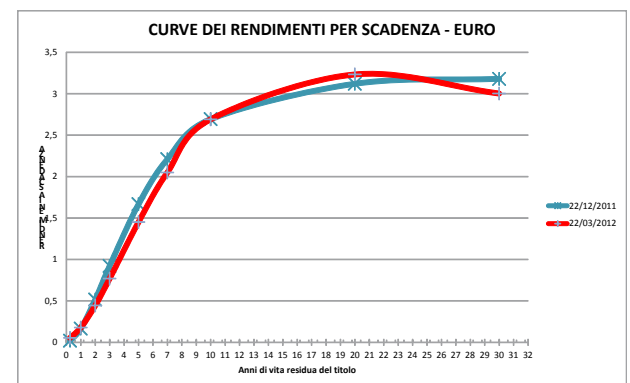
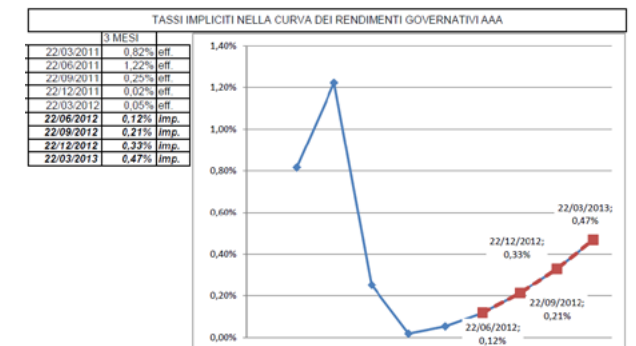
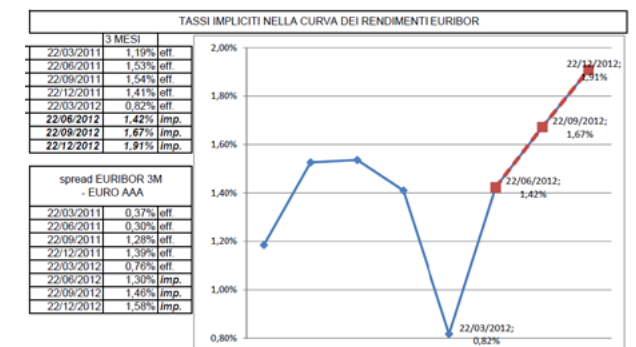
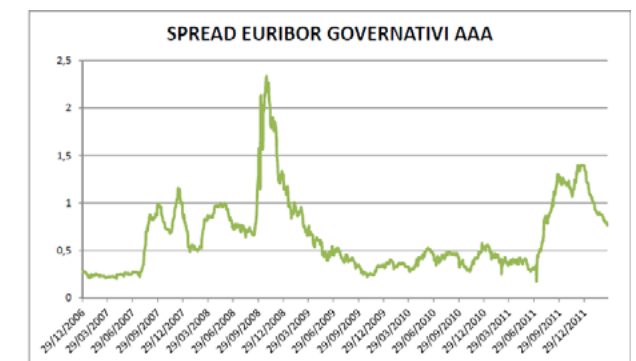
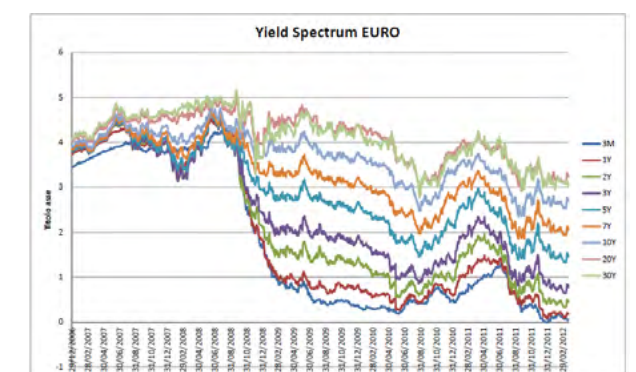
TABELLA 3

Lo spread sul 3 mesi è sceso a 76 punti base. Un valore ancora elevato e comunque previsto in crescita, almeno stando alla struttura dei tassi impliciti (158 bp a fine anno 2012, FIGURA 9). 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. Oggi è tornato sotto i 100 bp, anche in relazione all'allentamento delle tensioni sugli spread governativi (FIGURA 10).

I TASSI A MEDIO LUNGO TERMINE EURO AAA SONO STABILI

Rispetto al trimestre precedente la curva dei tassi EURO (governativi AAA) è rimasta sostanzialmente ferma (FIGURA 11). Lo «spettro» dei rendimenti (dal 3 mesi al 30 anni, FIGURA 12) mostra una curva ancora molto «sgrenata» tipica delle fasi recessive e immediatamente post-recessive. Un raggruppamento dei tassi verso l'alto (appiattimento della curva intorno ai livelli attuali del 10 anni) implicherebbe segnali di superamento della crisi; un raggruppamento dei tassi verso il basso (appiattimento della curva intorno all'1%) segnalerebbe uno scenario «giapponese».

L'attuale struttura dei rendimenti - a metà del guado - lascia aperto ogni scenario. È tuttavia evidente che la poca volatilità registrata da inizio anno è un obiettivo di politica monetaria.


FIGURA 11

FIGURA 8

FIGURA 9

FIGURA 10

FIGURA 12

I TASSI DI INTERESSE NEI DIVERSI PAESI DELL'AREA EURO

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.

Per l'Italia il punto di forza è il rapporto deficit/PIL, il più contenuto dopo quello tedesco (-2,1 contro -1,5). I punti deboli - ben noti - sono il rapporto Debito/PIL e la crescita. Nel confronto con la Spagna, a parte il rapporto Debito/PIL, fa premio, a svantaggio Spagnolo, il valore ancora molto alto del Deficit/PIL.

Nell'ultimo mese gli spread si sono ridotti, in particolare quelli italiani, anche se la discesa si è fermata negli ultimi giorni. La curva degli spread contro i tassi AAA area Euro è crescente fino a 5 anni. Si tratta di un buon segno: le tensioni sul rinnovo del debito a breve termine si sono decisamente allentate.

Nell'ultimo mese, però, gli spread non sono più scesi stabilizzandosi nel medio lungo intorno a 300 bp.

Nel grafico «evoluzione degli spread per duration» (FIGURA 13) è molto evidente il confronto tra la situazione di panico di inizio dicembre (curva degli spread inclinata negativamente) e la condizione di oggi.

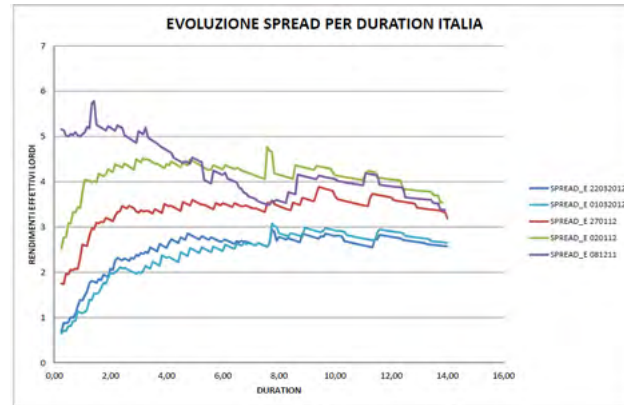


FIGURA 13

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

	Debito PIL 2010	Debito PIL 2016	Crescita PIL 2012	Crescita PIL 2013	Deficit PIL 2012	Tassi a 10 anni 22/03/2012	Spread 22/03/2012	Spread 17/02/2012	Variazione Spread
Germania	80,00	75,00	0,4	1,4	-1,5	1,97	0,00	0,00	
Olanda	63,70	64,40	-0,5	1,1	-4,0	2,40	0,43	0,37	-0,06
Francia	84,30	87,70	-0,1	0,9	-4,7	3,01	1,04	1,13	-0,09
Austria	69,90	69,80	0,5	1,4	-3,1	2,94	0,97	1,12	-0,15
Belgio	97,10	93,00	-0,1	1,2	-3,5	3,40	1,43	1,66	-0,23
Italia	119,00	114,10	-1,6	0,0	-2,1	4,99	3,02	3,85	-0,83
Spagna	60,10	77,40	-1,4	0,0	-6,5	5,18	3,21	3,52	-0,31
Irlanda	96,10	114,30	-1,5	-0,2	-9,2	6,88	4,91	4,99	-0,08
Portogallo	83,30	110,50	-4,2	-2,1	-6,0	12,60	10,63	9,55	1,08
Grecia	142,00	162,80	-7,1	-1,2	-5,6	18,20	16,23	33,95	-17,72
	Fonte FMI			Fonte Economist					

TABELLA 4

IL RISCHIO DI CREDITO E GLI SPREAD SULLE OBBLIGAZIONI CORPORATE

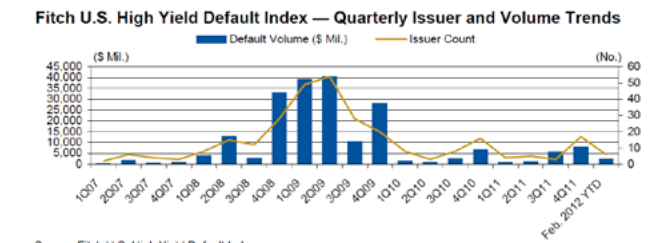
Riportiamo i dati di Fitch Ratings sulle corporate High Yield USA (FIGURA 14). Sono significativi perché questo settore è particolarmente sensibile alle evoluzioni dello scenario macroeconomico.

I dati fino a febbraio 2012 confermano un livello di default molto contenuto a testimonianza di una situazione economica che non evidenzia fenomeni recessivi (indipendentemente dalle motivazioni). La situazione quindi, rispetto a fine anno, è migliorata, a differenza di quanto previsto.

In FIGURA 15 è rappresentato l'andamento degli spread delle corporate High Yield negli ultimi 24 mesi. Dopo i massimi del semestre precedente, nell'ultimo trimestre vi è stato un ulteriore ridimensionamento degli spread, ancora storicamente elevati.

In generale gli spread delle obbligazioni corporate sono dei buoni anticipatori ciclici. Il mercato si comporta come se le condizioni economiche globali dovessero oggi migliorare. Ciò è parzialmente coerente con i dati presentati nel primo paragrafo e con gli ultimi dati Fitch.

I premi per il rischio offerti dalle corporate continuano ad essere interessanti.



Source: Fitch U.S. High Yield Default Index.

FIGURA 14

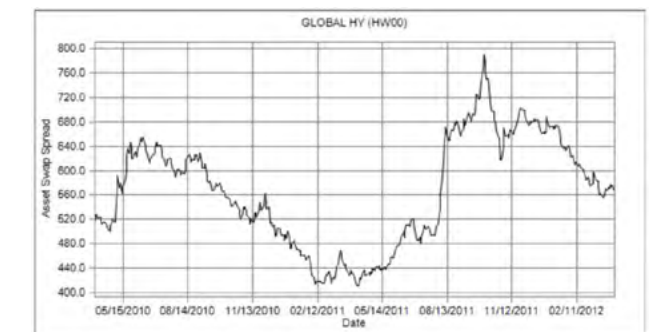


FIGURA 15

LE PREVISIONI SUGLI UTILI DELLE AZIENDE USA PER IL 2012 E 2013 RIVISTE IN ULTERIORE RIBASSO

Gli utili attesi per le aziende americane (S&P 500) si dovrebbero collocare nel 2011 intorno a 95 dollari per azione, nel 2012 sotto i 105 dollari e nel 2013 sotto i 120.

In FIGURA 16 la linea rossa rappresenta l'andamento degli utili attesi per azione S&P500 dal 2006 (fonte Yardeni Research, aggiornamento 16 marzo). 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. Le stesse aspettative sono state ridotte anche per il 2013. Tuttavia, gli utili attesi tra 12 mesi (la linea rossa) hanno ripreso a crescere, accompagnati da un incremento del valore di mercato.

Secondo i dati diffusi da Bloomberg (raccolti ed elaborati in TABELLA 5) i price earnings dello S&P 500 e del DAX hanno subito significativi incrementi rispetto al trimestre precedente (con particolare riferimento al DAX, che passa da 10 a 14).

Con i valori in TABELLA 5 è possibile stimare gli utili per azione effettivi (EPS) e quelli "teorici" (EPS implicito) usando un PE di lungo periodo convenzionale (15). Confrontando gli EPS con quelli del trimestre precedente, si nota che sono scesi gli utili del FTSE 100, del CAC40, del DAX. Sono invece aumentati quelli di S&P 500 e Hangseng. Invariati gli utili del MIB. Si noti che tutti i mercati sono saliti, fatta eccezione (significativa, purtroppo) per l'indice italiano.

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 16

04/04/2012 - Fonte Bloomberg

	PE	INDICE	EPS	EPS IMPLICITO	DIFF%
SP500	14,4473	1397,6	97	93	-3,68%
FTSE100	10,9429	5703,77	521	380	-27,05%
CAC40	10,6512	3313,47	311	221	-28,99%
DAX	14,0316	6784,06	483	452	-6,46%
MIB	16,4465	15245,92	927	1016	-9,64%
HANGSENG	9,83024	20790,98	2115	1386	-34,47%

TABELLA 5

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/B - Bologna - Tel. 051/6199544

CAMPOSANTO

via Baracca 52 - 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 Libertà 1 - Massa Finalese - Finale Emlia (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 411 - Modena - Tel. 059/443140

MODENA C

via Giardini 357 - Modena - Tel. 059/225638

MODENA D

via Emilia Est 339 - Modena - Tel. 059/370913

MODENA E

via Vignolese 445 - Modena - Tel. 059/366974

MORTIZZUOLO

via Imperiale 241 - Mortizzuolo - Mirandola (Mo) - Tel. 0535/37321

RAVARINO

via Roma 139 - Ravarino (Mo) - Tel. 059/900653

REGGIO EMILIA

via San Martino 2 - Reggio Emilia - Tel. 0522/432443

SAN FELICE B

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

SERMIDE

Via 29 Luglio 1848 87 - 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@bpfelice.it