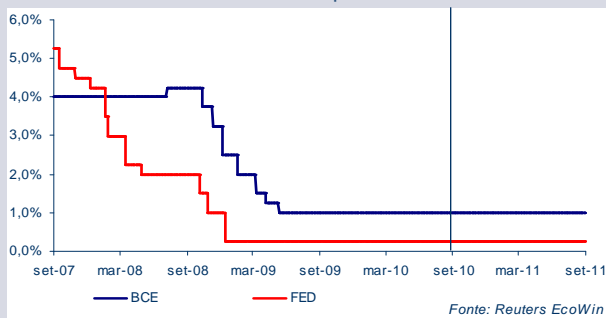


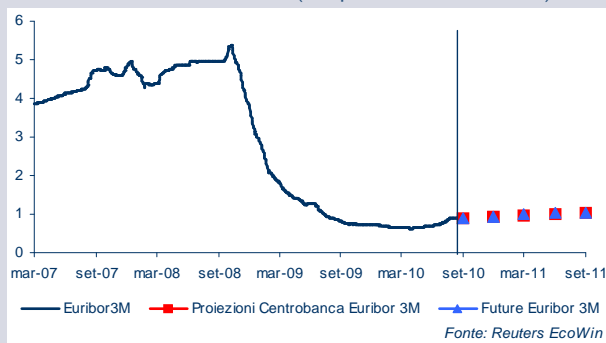
Quadro generale

31 Agosto 2010

Tassi di riferimento Eurozona e Usa e proiezioni Centrobanca



Euribor 3M vs Future Euribor 3M (con proiezioni Centrobanca)



US Libor 3M vs Future US Libor 3M (con proiezioni Centrobanca)



Tassi di riferimento e interbancari: valori attuali e proiezioni Centrobanca

	Attuali	Set 10	Dic 10	Mar 11	Giu 11	Set 11
USA						
US Libor 3M	0,30	0,31	0,35	0,40	0,50	0,60
US Libor 3M future	-	0,31	0,42	0,47	0,57	0,70
Tasso refi FED	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Eurozona						
Euribor 3M	0,89	0,90	0,92	0,95	1,00	1,05
Euribor 3M future	-	0,89	0,94	0,98	1,03	1,05
Tasso refi BCE	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00

Fonte: Bloomberg (dati storici) e Centrobanca (proiezioni)

Tassi al tappeto

➤ Nelle ultime settimane i dati macroeconomici hanno rafforzato le tendenze che erano già emerse all'inizio dell'estate. In primo luogo è diventato ancor più evidente che la ripresa dell'economia americana sta perdendo colpi. In particolare il settore immobiliare sta pagando il venir meno delle misure di sostegno della domanda, come il credito fiscale per l'acquisto della prima casa: in luglio le vendite di case non di nuova costruzione sono calate ad un livello annualizzato pari a 3,8 milioni di unità, corrispondente al livello più basso registrato negli ultimi 15 anni. D'altra parte i pignoramenti di case da parte degli istituti finanziari risultano in aumento. Secondo le stime di Capital Economics lo stock di abitazioni sul mercato americano ammonta a quasi quattro milioni di unità: stante l'attuale andamento delle vendite, servirebbero 12,5 mesi per smaltirlo, rispetto ad una media storica di circa sette mesi. In queste condizioni è molto probabile che i prezzi delle abitazioni possano subire una nuova discesa: stando all'indice Case-Shiller, in giugno (ultimo dato disponibile, rilevato prima del forte calo delle vendite) in media nelle 20 principali città americane il prezzo delle case era del 4,2% più alto rispetto a quello di un anno prima, ma ancora di circa il 24% inferiore a quello registrato nel settembre 2007, prima che avesse inizio la crisi del settore immobiliare residenziale. La situazione è persino peggiore nel settore degli immobili commerciali: secondo l'indice Moody's/REAL CPPI in questo comparto a maggio i prezzi erano diminuiti in media del 18% rispetto all'anno prima e di ben il 41,5% rispetto al livello pre-crisi.

➤ Negli Stati Uniti le perduranti difficoltà del settore immobiliare hanno un duplice impatto sul sistema bancario americano: da un lato, alimentano i timori che le banche siano costrette a subire ulteriori perdite sui crediti immobiliari, con ripercussioni negative sulla loro solidità patrimoniale. Dall'altro, e proprio in conseguenza di ciò, esse rendono le banche estremamente prudenti nell'erogazione di nuovi mutui. Ne consegue che, nonostante i tassi d'interesse siano a livelli molto bassi, il volume dei nuovi finanziamenti diretti al settore immobiliare non solo non cresce, ma addirittura diminuisce: nel primo trimestre del 2010 lo stock di mutui erogati dal sistema bancario americano alle famiglie è diminuito dell'1,3% rispetto all'ultimo trimestre del 2009. Ciò spiega come mai, a differenza di quanto accaduto precedentemente in situazioni analoghe, questa volta negli Stati Uniti la politica monetaria sia poco (o punto) efficace nello stimolare una ripresa del settore immobiliare e, più in generale, del settore delle costruzioni (notoriamente a elevata intensità di manodopera e quindi grande creatore di occupazione).

➤ In effetti proprio il quadro occupazionale rappresenta l'altro punto critico dell'evoluzione recente della congiuntura americana: contrariamente alle attese, negli ultimi mesi l'occupazione non è cresciuta e ciò ha raffreddato la fiducia delle famiglie, i cui consumi hanno mostrato chiari segnali di indebolimento.

Economisti

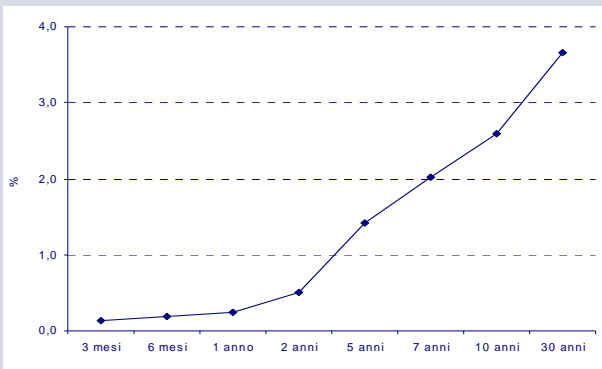
Pio De Gregorio
p.degregorio@centrobanca.it
Tel. +39 02 7781 4701

Anna Tugnolo
a.tugnolo@centrobanca.it
Tel. +39 02 7781 4629

Potete trovare questo documento anche sul sito www.centrobanca.it

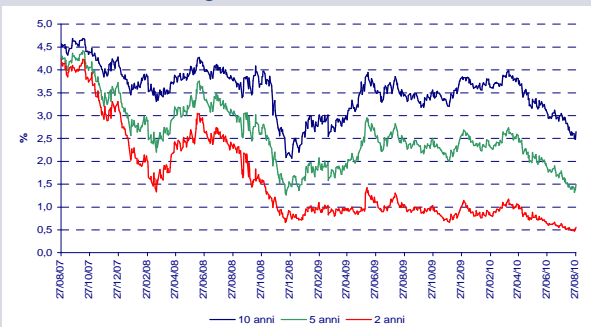
Quadro previsionale

Curva rendimenti USA



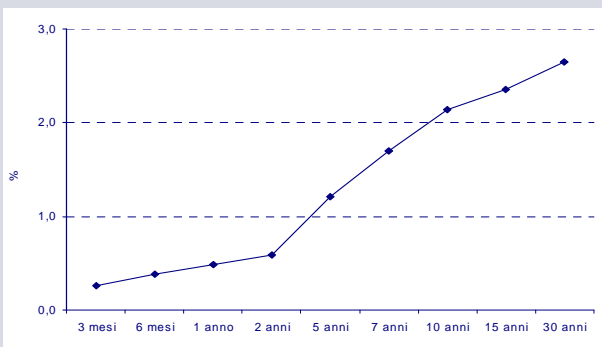
Fonte: Bloomberg

USA – rendimenti titoli governativi



Fonte: EcoWin

Curva rendimenti Germania



Fonte: Bloomberg

Germania – rendimenti titoli governativi



Fonte: EcoWin

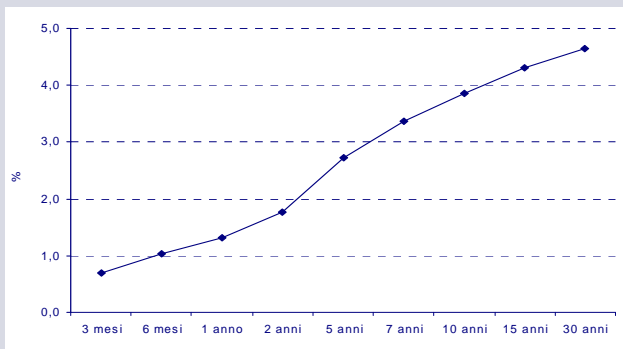
➤ Negli Stati Uniti la mancata ripresa del settore immobiliare e dell'occupazione sta avendo un impatto negativo anche sul mercato azionario. Questo impatto si trasmette attraverso due canali, uno diretto e l'altro indiretto. Il canale diretto agisce mediante le attese degli investitori, sia istituzionali che privati, riguardanti la crescita dell'economia americana: se a causa dell'aggravarsi della crisi immobiliare la ripresa dell'economia americana rallenta, lo stesso accadrà agli utili aziendali, ragion per cui gli investitori preferiscono ridurre gli investimenti sul mercato azionario (negli ultimi 7 mesi i riscatti netti di fondi di investimento azionari da parte dei risparmiatori americani sono ammontati complessivamente a oltre US\$33 miliardi). Il canale indiretto funziona mediante la riduzione della propensione al rischio: se gli investimenti immobiliari non danno i ritorni del passato e anzi originano perdite, gli investitori scottati dalle delusioni patite sul mercato immobiliare preferiscono abbassare il profilo complessivo di rischio del proprio portafoglio riducendo la quota di azioni a favore di quella rappresentata da titoli 'sicuri', da titoli cioè il cui valore non presenta alcuna volatilità.

➤ Ma quali sono questi titoli 'sicuri'? Ovviamente i Titoli di Stato emessi da governi la cui credibilità fiscale è elevata, che abbiano una buona liquidità (questo aspetto è rilevante per gli investitori istituzionali) e che siano denominati in una valuta primaria (meglio ancora se accettata come moneta di riserva a livello internazionale). Tutte queste caratteristiche sono riscontrabili in massimo grado nei Titoli di Stato emessi dal Tesoro americano, che non a caso stanno beneficiando di una forte domanda da parte degli investitori di tutto il mondo. Ciò, tuttavia, produce un evidente paradosso: nella congiuntura attuale il fattore principale alla base dei nuovi problemi che fronteggiano l'economia e la finanza mondiale è la nuova ondata di crisi del settore immobiliare americano, cui si associa una disoccupazione che rimane elevata. Non si esclude che la combinazione di questi due fattori possa provocare negli Stati Uniti una nuova recessione, che potrebbe estendersi al resto del mondo. Cosa fanno gli investitori in risposta ai nuovi venti di crisi? Cercano riparo dai rischi di nuova destabilizzazione del quadro finanziario mondiale proprio nei titoli di debito emessi dal governo che è seduto su alcune delle cause principali delle prospettate difficoltà. È un paradosso che, a nostro avviso, dovrebbe far riflettere sulla fondatezza dei ragionamenti e delle aspettative su cui si reggono gli attuali equilibri: si cerca il male minore, sperando che non si arrivi al peggio.

➤ Al momento, comunque, il paradosso tiene: i timori sulla tenuta dell'economia americana e di quella giapponese (anch'essa in evidente affanno), i segnali di rallentamento della crescita in Cina, le tendenze deflazionistiche evidenti in alcuni Paesi dove più forte è il processo di aggiustamento dei conti pubblici, l'ampliarsi degli squilibri nei flussi commerciali internazionali, il disordine valutario, l'elevata volatilità del prezzo delle materie prime hanno indotto gli investitori istituzionali di tutto il mondo a trovar rifugio nel 'porto sicuro' rappresentato dai titoli governativi americani. Di conseguenza nelle ultime settimane la curva dei rendimenti americana è 'shiftata' ulteriormente verso il basso: i tassi a due, cinque, dieci e trenta anni si trovano sui livelli più bassi registrati negli ultimi quaranta anni il che, a nostro avviso, offre un'idea della straordinarietà della fase che stiamo attraversando.

Sintesi previsionale

Curva rendimenti Italia



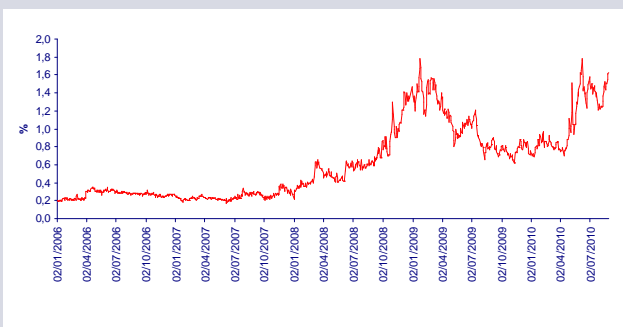
Fonte: Bloomberg

Italia – rendimenti titoli governativi



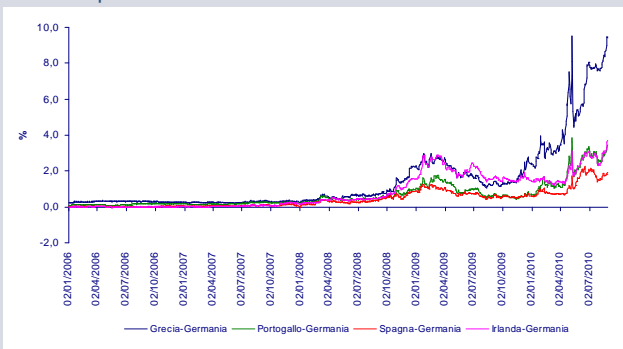
Fonte: EcoWin

Spread tra i Titoli di Stato decennali italiani rispetto al Bund decennale tedesco



Fonte: EcoWin

Spread tra i Titoli di Stato decennali greci, spagnoli, portoghesi e irlandesi rispetto al Bund decennale tedesco



Fonte: EcoWin

➤ Questa straordinarietà trova riflesso anche nei rendimenti dei titoli governativi tedeschi, che hanno raggiunto i livelli più bassi mai registrati negli ultimi 25 anni. Questo aspetto riflette la grande credibilità fiscale del governo tedesco (che ha recentemente varato un programma di riduzione della spesa pubblica pari a 86 miliardi nei prossimi 4 anni), nonché l'ottima performance dell'economia tedesca, che dopo l'exploit del secondo trimestre è prevista crescere quest'anno di circa il 3%. Tuttavia, proprio alla luce di questi fattori, è molto probabile che i rendimenti dei titoli governativi tedeschi sarebbero ancor più bassi se l'Euro non fosse indebolito dalle difficoltà che ancora persistono in alcuni Paesi dell'Eurozona sul fronte dei conti pubblici. Sono infatti recentemente riemersi timori sulla tenuta dei conti irlandesi a causa degli impegni che il governo ha dovuto assumere a sostegno del sistema bancario. Anche l'Italia è al centro dell'attenzione degli investitori e dei media finanziari: la possibilità di una crisi politica 'al buio' in una fase così delicata viene considerata un'ulteriore prova della scarsa affidabilità complessiva del sistema-Paese. Non sorprende quindi che i differenziali di rendimento fra i titoli emessi dai governi periferici dell'Eurozona e quelli tedeschi non solo non accennino a diminuire, ma anzi siano nuovamente in crescita, come mostrato dall'ultimo grafico in basso.

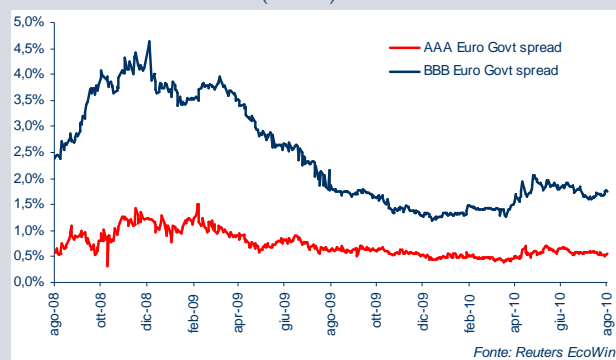
➤ Anche per i titoli governativi tedeschi, quindi, esiste un paradosso: quanto più forte è il timore che uno dei Paesi 'a rischio' dell'area possa incontrare difficoltà insormontabili nel mantenere sotto controllo la propria finanza pubblica, tanto più gli investitori si concentrano sui titoli tedeschi, senza tener conto che, qualora l'Euro saltasse a causa del default di un Paese membro dell'Unione Monetaria Europea, l'intero modello su cui si basa l'economia tedesca sarebbe scosso dalle fondamenta, rischiando seriamente di crollare. Anche in questo caso, quindi, si punta sul male minore, sperando che non si arrivi mai al peggio.

➤ I livelli dei tassi di interesse riflettono quindi una situazione ancora dominata dall'incertezza e dalla percezione che i rischi di nuovi dissesti, soprattutto pubblici, siano tuttora molto alti. Per usare una terminologia divenuta ormai di uso corrente, si potrebbe dire che sui mercati dei Titoli di Stato 'sicuri' si è prodotta una 'bolla speculativa' (che ne ha spinto il prezzo a livelli altissimi e quindi i rendimenti a livelli bassissimi): però alla base di questa 'bolla' (e questa è la singolare novità di questa situazione) non c'è l'euforia che spinge ad investire nella speranza di realizzare un rapido guadagno, ma la paura che spinge ad investire nella speranza di evitare una perdita.

➤ Si tratta di un fenomeno che è stato già magistralmente descritto da Keynes nella sua 'Teoria Generale' dove la definisce come 'trappola della liquidità': i risparmiatori preferiscono investire tutto in liquidità per paura che qualsiasi altro tipo di investimento possa infliggere loro delle perdite in conto capitale. In altre parole ci si può accontentare di rendimenti bassissimi (e al limite nulli) se comunque si può mettere al sicuro il valore del proprio capitale. E' esattamente quanto sta accadendo in questi giorni: gli investitori accettano rendimenti prossimi allo zero pur di salvaguardare il valore del loro patrimonio.

Sintesi previsionale

Spread tra i rendimenti delle obbligazioni societarie europee ed i rendimenti dei Titoli di Stato (10 anni)



Tassi titoli governativi, interbancari e di rifinanziamento

	Attuali	set-10	dic-10	mar-11	giu-11	set-11
USA						
US 10Y	2,62	2,64	2,68	2,75	2,95	3,15
US 5Y	1,46	1,48	1,52	1,60	1,76	1,94
US 2Y	0,53	0,55	0,60	0,65	0,98	1,15
US 3M Libor	0,30	0,31	0,35	0,40	0,50	0,60
Tasso refi FED	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
10Y-2Y	2,09	2,09	2,08	2,10	1,97	2,00
10Y-5Y	1,16	1,16	1,16	1,15	1,19	1,21
10Y-3M	2,32	2,33	2,33	2,35	2,45	2,55
5Y-2Y	0,93	0,93	0,92	0,95	0,78	0,79
3M-Refi FED	0,05	0,06	0,10	0,15	0,25	0,35
Germania						
Germania 10Y	2,17	2,20	2,35	2,44	2,54	2,74
Germania 5Y	1,24	1,26	1,35	1,48	1,62	1,80
Germania 2Y	0,60	0,62	0,65	0,74	0,84	1,00
Euribor 3M	0,89	0,90	0,92	0,95	1,00	1,05
Tasso refi BCE	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
10Y-2Y	1,57	1,58	1,70	1,70	1,70	1,74
10Y-5Y	0,93	0,94	1,00	0,96	0,92	0,94
10Y-3M	1,28	1,30	1,43	1,49	1,54	1,69
5Y-2Y	0,64	0,64	0,70	0,74	0,78	0,80
3M-Refi BCE	-0,11	-0,10	-0,08	-0,05	0,00	0,05

Fonte: Bloomberg (dati storici) e Centrobanca (proiezioni)

E' evidente che un approccio del genere può essere motivato solo dall'aspettativa che l'economia sarà pervasa da un processo deflazionistico che, riducendo il valore di tutte le attività reali e finanziarie, porta ad un aumento del valore reale (cioè del potere d'acquisto) della liquidità. La 'trappola' quindi può scattare solo quando gli investitori esprimono una preferenza illimitata per la liquidità, il che sottende una visione molto negativa delle prospettive economiche, perlomeno di breve periodo.

Sintesi previsionale

- > Il rallentamento del passo della ripresa americana, il raffreddamento della crescita cinese, le difficoltà dei Paesi europei alle prese con un drastico aggiustamento delle finanze pubbliche hanno mutato il quadro dell'economia globale: crescono i timori che nei prossimi trimestri possa verificarsi un indebolimento del ciclo mondiale, con una caduta recessiva negli Stati Uniti (il cosiddetto 'double dip'). A questa prospettiva si accompagnano scenari deflazionistici, soprattutto negli Stati Uniti: dopo il crollo dei prezzi nel mercato immobiliare (dove recentemente si sono registrati segnali di nuovo indebolimento), si teme che il processo deflazionistico possa allargarsi all'intera economia, coinvolgendo salari, profitti, quotazioni azionarie e altre classi di attività dal rendimento variabile.
- > Messa di fronte a questo pericolo, gli investitori stanno abbassando radicalmente il profilo di rischio dei loro portafogli, preferendo attività finanziarie 'sicure', il cui valore cioè non viene intaccato dalla deflazione (ma il cui valore reale, al contrario, sale quando il prezzo di tutto il resto scende). Queste attività finanziarie sono i Titoli di Stato 'benchmark' emessi da Paesi (come Stati Uniti e Germania) con elevata credibilità fiscale e la cui economia è talmente sviluppata e stabile da garantire che il governo sarà in grado di far fronte alle proprie obbligazioni. La forte domanda per questi titoli 'benchmark' da parte di investitori in cerca di 'porti sicuri' ne ha schiacciato i rendimenti che hanno raggiunto i livelli più bassi mai registrati negli ultimi decenni.
- > A nostro avviso, alla luce del nuovo scenario macroeconomico globale, i rendimenti dei T-bond e dei Bund resteranno a livelli prossimi a quelli attuali fino a quando non si vedranno segnali chiari che il ciclo mondiale è nuovamente in ripresa. Poiché a breve non ci aspettiamo che ciò possa avvenire, abbiamo corrispondentemente aggiustato le nostre proiezioni relative ai rendimenti a medio-lungo termine dei 'benchmark' governativi. In questa cornice consideriamo improbabile che gli spread dei periferici dell'Eurozona possano ridursi significativamente rispetto ai livelli attuali.
- > Abbiamo inoltre ulteriormente posteso il 'timing' del primo aumento dei tassi da parte sia della FED che della BCE. Adesso riteniamo che sia molto improbabile che le due banche centrali provvederanno ad aumentare i loro tassi di riferimento nell'arco dei prossimi 12 mesi. E' possibile invece che nei prossimi mesi la FED attivi nuovi meccanismi per assicurare condizioni di liquidità che contribuiscano a sostenere l'economia americana nel caso questa dovesse cadere in una nuova fase recessiva. Anche la BCE è pronta a garantire che la politica monetaria resti a supporto della ripresa dell'Eurozona che, trainata dalla Germania, sembra al momento decisamente più robusta di quella americana.

Disclaimer

Il presente documento è pubblicato esclusivamente a scopo informativo. In particolare, esso non può in nessun modo essere considerato come una raccomandazione di investimento, un'offerta d'acquisto o di vendita o una sollecitazione all'acquisto, alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti finanziari eventualmente citati, o come un'esortazione ad effettuare transazioni di qualsiasi tipo.

Le opinioni espresse nel presente documento da Centrobanca e le altre informazioni qui contenute possono essere oggetto di qualsiasi modifica o aggiornamento, senza alcun obbligo da parte di Centrobanca di comunicare tali modifiche o aggiornamenti a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito; non sono da intendersi quale ausilio in materia di decisioni di profilo giuridico, fiscale o altro; non intendono sostituire il giudizio personale dei soggetti ai quali le notizie sono destinate.

Centrobanca segnala che non vi è alcuna garanzia che i futuri risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni, previsioni o stime qui contenute.

In ogni caso, Centrobanca non potrà essere ritenuta responsabile di perdite o di danni a chiunque derivanti in conseguenza dell'uso delle informazioni e delle notizie qui riportate.

Le informazioni fornite e le opinioni espresse nel presente documento si basano su fonti ritenute attendibili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, è fornita da Centrobanca relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse.

Centrobanca o altre società del Gruppo UBI potrebbero avere uno specifico interesse riguardo agli strumenti finanziari eventualmente citati nel presente documento.

Centrobanca distribuisce il presente documento mediante posta elettronica a Clienti Professionali e a Controparti Qualificate. Il presente documento non può essere distribuito in USA, Canada, Giappone ed Australia.

Il presente documento non può essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, ovvero pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza preventiva autorizzazione scritta di Centrobanca.