



## RIUSCIREMO AD EVITARE UNA RECESSIONE NEL 2013 IN AREA EURO?

Secondo le previsioni dell'Economist (**TABELLA 1**), la crescita 2013 dell'area EURO sarà negativa (era prevista +0,1% in ottobre). Sarebbe il secondo anno di contrazione (2012: -0,4%). Si conferma a 1,9% la debole crescita USA, che segue ad un +2,2% nel 2012. Negativa la crescita 2013 in Italia (-0,9% dopo un -2,2% nel 2012), Spagna (-1,7% dopo un -1,4%) e Olanda (-0,1% dopo un -0,8%). La Francia non crescerà nel 2013 (dopo un +0,1% nel 2012). La crescita tedesca rimane positiva ma debole (+0,7% nel 2013 dopo un +0,8%). Il Giappone cresce debolmente nel 2013 (+0,8% dopo un 2012 a +1,2%). In generale, rispetto al trimestre precedente la crescita 2013 è stata rivista verso il basso. Anche le previsioni di crescita per il 2012 e il 2013 di Cina e Brasile sono state riviste al ribasso (+7,7% e +8,5%; +1% e +3,5%); stessa sorte per quelle di Russia e India (+3,7% e +3,7%; +5,8% e +6,5%) (fonte The Economist).

In **FIGURA 1** un confronto tra le 10 migliori economie (per crescita 2013) e le 10 peggiori: tra queste area EURO nel complesso, poi Italia, Olanda, Spagna, Portogallo e Grecia. I Leading Indicator dell'OCSE (**FIGURA 2**) mostrano però qualche debole segnale positivo. Rimane la chiara divergenza tra EURO e USA, ma la Cina si stabilizza.

Il dato leading più recente per l'area EURO è quello della Banca d'Italia (indicatore E - coin, **FIGURA 3**). Il dato si è stabilizzato su valori negativi. Per gli Stati Uniti, l'indice ECRI (Economic Cycle Research Institute, **FIGURA 4**) - indicatore settimanale sulla situazione economica negli Stati Uniti - è in leggero miglioramento rispetto alla fine del 2011. Ma l'istituto che costruisce questo indice conferma che gli USA sono in recessione ("Recession Underway" intervista a Bloomberg del 29 novembre 2012). Se per l'area EURO continuano a non vedersi alternative ad un possibile scenario recessivo anche nel 2013, dagli USA si rafforzano segnali contraddittori. La vicenda fiscal cliff sottolinea come siano diverse le priorità in area EURO (solvibilità a costo di crescita) e in USA (crescita a costo di solvibilità).

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

	Real GDP, % change		Consumer prices		Current account			
	Low/high	average	% change	% of GDP	2012	2013		
Australia	2.4/3.9	2.2/3.4	3.4	2.8	1.9 (1.8)	2.8 (2.7)	-3.7	-4.7 (-4.5)
Belgium	-0.4/-0.2	-0.3/1.3	-0.2 (-0.1)	0.3	2.8 (2.7)	2.1	-0.4 (-0.2)	nil (0.2)
Britain	-0.3/nil	0.5/1.4	-0.1 (-0.2)	1.0 (1.1)	2.8 (2.7)	2.4 (2.3)	-3.2	-2.2
Canada	1.9/2.2	1.4/2.3	2.1	2.0 (2.1)	1.5 (1.8)	1.7 (1.9)	-3.2 (-3.1)	-2.9 (-2.7)
France	-0.3/0.2	-0.2/0.4	0.1	nil (0.2)	2.2	1.6 (1.7)	-2.1	-1.8 (-1.9)
Germany	-0.1/1.0	0.3/1.1	0.8	0.7 (0.8)	2.1 (2.0)	1.9 (2.0)	5.9 (5.7)	5.6 (5.1)
Italy	-2.7/-2.0	-1.5/-0.1	-2.2 (-2.4)	-0.9	3.2	2.0 (2.2)	-1.4 (-1.8)	-0.9 (-1.2)
Japan	1.4/2.1	nil/1.6	1.7 (2.1)	0.8 (0.9)	-0.1 (nil)	-0.1 (nil)	1.0 (1.3)	1.0 (1.3)
Netherlands	-1.1/-0.3	-0.9/0.3	-0.8 (-0.5)	-0.1 (0.1)	2.5	2.3	8.9 (8.0)	9.0 (7.9)
Spain	-2.0/-1.3	-2.4/-1.0	-1.4 (-1.6)	-1.7 (-1.6)	2.5 (2.4)	2.3	-2.3 (-2.4)	-0.8 (-1.1)
Sweden	0.8/1.6	-0.3/2.1	1.1 (0.9)	1.5 (1.6)	1.1	1.0 (1.3)	6.5	6.5 (6.4)
Switzerland	0.8/1.1	0.7/2.0	0.9 (1.0)	1.2 (1.3)	-0.6	0.4	12.0 (12.4)	11.0 (11.5)
United States	2.0/2.4	1.4/2.3	2.2 (2.1)	1.9	2.1	1.6 (2.0)	-3.0 (-3.1)	-2.8 (-2.9)
Euro Area	-0.7/-0.3	-0.7/0.2	-0.4 (-0.5)	-0.2 (nil)	2.5	1.9 (2.0)	0.9 (0.7)	1.3 (0.9)

Sources: Bank of America, 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, Scotia Capital, Société Générale, Standard Chartered, UBS

TABELLA 1

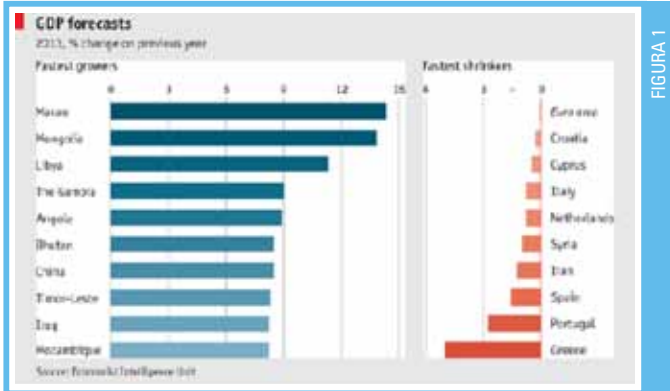


FIGURA 1

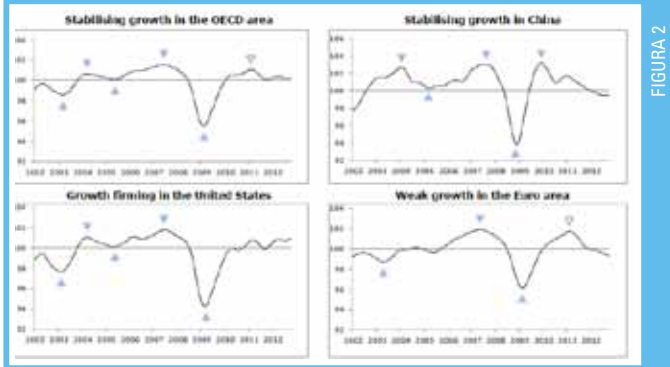


FIGURA 2



FIGURA 3

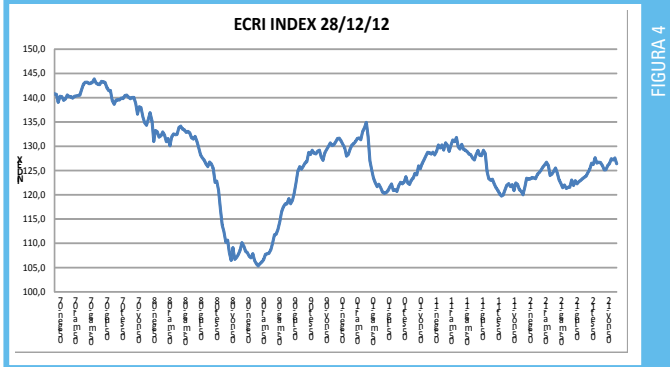


FIGURA 4

## L'INFLAZIONE RISENTE DEL RALLENTAMENTO ECONOMICO.

Nell'area dell'EURO l'inflazione totale è tornata a scendere (+2,2% dato di dicembre). Si riduce a 1,6% quella cosiddetta "core" (ex food and energy, ma dato di novembre) (FIGURA 5). Il contenimento dell'inflazione è il frutto del rallentamento ormai diffuso in tutta Europa. Non è un dato positivo. 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 4% (ultimo dato disponibile 1,722% - in calo - fonte Banca Centrale Europea al 31 dicembre 2012).

L'ultimo dato di inflazione totale in Italia è 2,6% (in calo) contro 1,9% della Germania (in calo) (FIGURA 6). Ovviamente pesano aumenti di prezzi dovuti a nuove imposte. Comunque 70 bp di spread sono scontati oggi per via del differenziale di inflazione. A questi occorre aggiungere la differenza di «fondamentali» di solvibilità. L'ultimo dato di rendimento su 10 anni di duration è intorno al 5% (240 bp sopra l'inflazione).

## TASSI DI INTERESSE A BREVE TERMINE EURO.

L'andamento dei tassi di interesse a breve termine AAA dell'area EURO conferma che la crisi di fiducia non è ancora finita. I tassi sono ancora negativi e la curva è invertita (FIGURA 7). I tassi tra tre mesi e 12 mesi si attestano tra 0,06% (in leggera crescita) e il -0,04% (in diminuzione). Non dovrebbe essere così, ma così è. Negli ultimi tre mesi questa anomalia non è rientrata, anzi. Il tasso privo di rischio non esiste o è addirittura ampiamente negativo, come dimostra l'andamento dei tassi reali (-2% circa). E' un segnale molto chiaro del persistere di una situazione di crisi del debito EURO, che determina una domanda "irrazionale" di titoli privi di rischio. E' l'effetto inoltre di una politica monetaria espansiva associata a politica fiscale restrittiva. Sono le stesse parole usate tre, sei (e nove) mesi fa. Purtroppo. Continua ad esistere il "nuovo corso" della politica monetaria di Draghi. L'effetto atteso di questa manovra era (ed è) un riequilibrio dei tassi di interesse nell'area EURO. Ma per ora si vede poco. Come si può osservare dalla TABELLA 2, l'ultimo trimestre ha confermato la curva a breve inclinata negativamente partendo da tassi zero! Il mercato si comporta come se i futuri tassi a tre mesi nei prossimi 12 mesi dovessero ritornare negativi (-0,08%). I rendimenti a tre mesi impliciti (forward rate) sono riassunti in FIGURA 8.

TABELLA 2 EVOLUZIONE TASSI A BREVE GOVERNATIVI AAA EURO

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI
30/12/2011	0,00%	0,01%	0,04%	0,09%
30/03/2012	0,07%	0,09%	0,12%	0,16%
30/06/2012	0,04%	0,04%	0,05%	0,08%
30/09/2012	0,02%	0,00%	-0,01%	-0,01%
31/12/2012	0,06%	0,01%	-0,02%	-0,04%



FIGURA 5

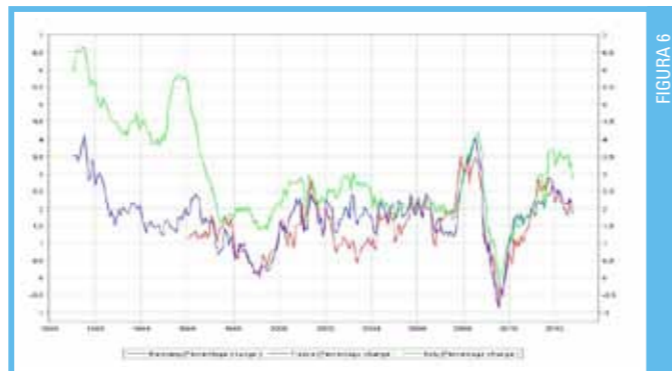


FIGURA 6

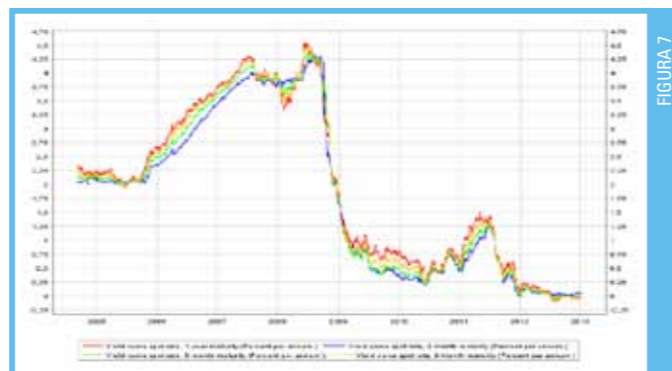


FIGURA 7



FIGURA 8

La situazione dei tassi EURIBOR resta molto delicata. Continuano a scendere. 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. Prosegue la discesa degli spread che rappresentano il rischio banche. Lo spread sul 3 mesi è sceso ulteriormente a meno di 13 punti base. Un valore più basso del minimo del 2006, prima della crisi bancaria. Esso è comunque previsto in crescita, almeno stando alla struttura dei tassi impliciti (97 bp a settembre 2013, 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 20 bp, nonostante la irrisolta crisi del debito dei paesi EURO (FIGURA 10). Resta il dubbio (per usare un sicuro eufemismo) circa la significatività di questo tasso rispetto alla effettiva situazione del mercato interbancario.

TABELLA 3 EVOLUZIONE TASSI EURIBOR

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI
30/12/2011	1,36%	1,62%	1,79%	1,95%
30/03/2012	0,78%	1,08%	1,26%	1,42%
30/06/2012	0,65%	0,93%	1,08%	1,21%
30/09/2012	0,22%	0,44%	0,57%	0,68%
31/12/2012	0,19%	0,32%	0,43%	0,54%

## I TASSI A MEDIO LUNGO TERMINE EURO AAA SI SONO RIDOTTI.

Rispetto al trimestre precedente la curva dei tassi EURO (governativi AAA) si è ulteriormente appiattita e continua a mostrare l'anomalia sul tratto breve, decrescente fino a valori negativi (FIGURA 11). Lo «spettro» dei rendimenti (dal 3 mesi al 30 anni, FIGURA 12) mostra una curva ancora molto «sgranata» 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 e incerta nella direzione – lascia aperto ogni scenario. Anche se nell'ultimo trimestre purtroppo è lo scenario giapponese a prevalere.

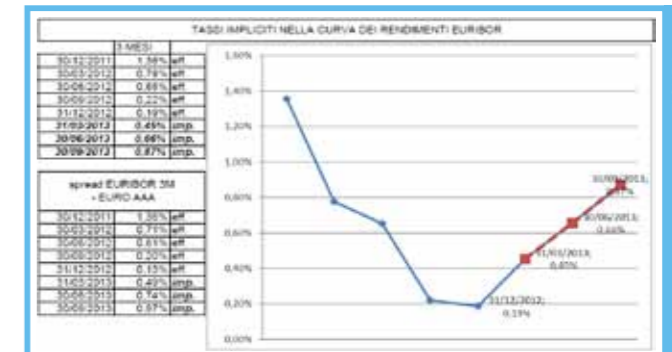


FIGURA 9



FIGURA 10

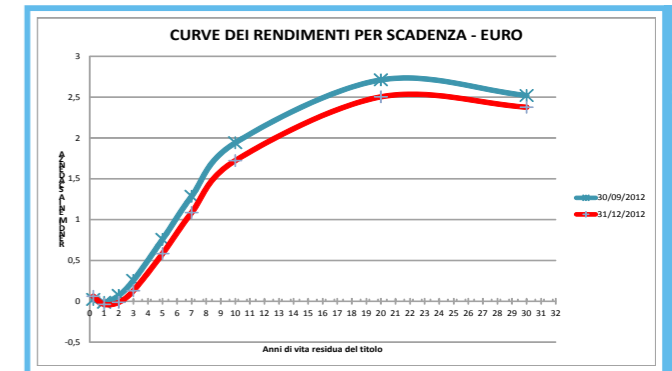


FIGURA 11



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. Rispetto al trimestre precedente, si registra una forte riduzione degli spread. Si tratta dell'effetto annuncio della politica monetaria della BCE. Da più parti (l'OCSE di recente si è espressa in tal senso) si continua a sostenere che il nostro spread (oltre 350 bp) non sia coerente con i dati fondamentali del Paese (200 bp, si dice).

La curva degli spread italiani 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 rispetto al terribile fine anno 2011 (FIGURA 13 linea rossa contro linea viola). Sono ancora lontani i livelli raggiunti sei mesi or sono (linea azzurra contro linea rossa). I mercati non sono ancora pienamente soddisfatti. Ma sono stati "rassicurati" dagli annunci di Draghi; rimangono sensibili alle posizioni tedesche sui timori di inflazione da politica monetaria "scellerata". Le pressioni speculative possono riaccendersi in ogni momento.

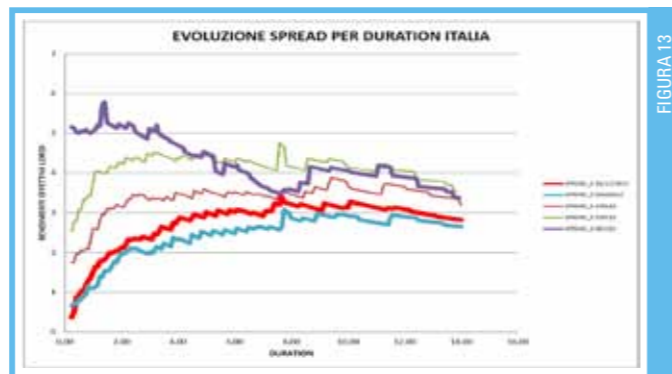


FIGURA 13

	Debito PIL 2010	Debito PIL 2017	Crescita PIL 2012	Crescita PIL 2013	Deficit PIL 2012	Tassi a 10 anni 31/12/2012	Spread 31/12/2012	Spread 27/09/2012	Variazione Spread
Germania	80,00	73,70	0,8	0,7	-0,2	2,45	0,00	0,00	-
Olanda	63,70	64,40	-0,8	-0,1	-4,2	1,62	0,17	0,35	-0,18
Francia	84,30	86,50	0,1	0,0	-4,5	2,08	0,63	0,76	-0,13
Austria	69,90	69,80	0,6	0,7	-2,5	1,86	0,41	0,52	-0,11
Belgio	97,10	91,10	-0,2	0,3	-3,4	2,18	0,73	1,13	-0,40
Italia	119,00	120,60	-2,2	-0,9	-2,8	4,28	2,83	3,84	-1,01
Spagna	60,10	101,20	-1,4	-1,7	-7,4	5,03	3,58	4,50	-0,92
Irlanda	96,10	108,40	0,1	0,1	-8,5	4,42	2,97	3,67	-0,70
Portogallo	83,30	115,10	-3,0	-2,8	-6,1	6,64	5,19	7,56	-2,37
Grecia	142,00	152,80	-6,8	-5,0	-7,0	11,50	10,05	19,60	-9,55
USA	98,60	114,00	-2,2	1,9	-7,0	1,84	0,39	-	-
GIAPPONE	215,30	248,80	-1,7	0,8	-9,7	0,79	-0,66	-	-
UK	75,00	93,70	-0,1	-1,0	-7,9	1,83	0,38	-	-

Fonte FMI (per Debito PIL, Crescita PIL, Deficit PIL); Fonte Economist (per Tassi a 10 anni, Spread, Variazione Spread).

## 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 ad ottobre 2012 confermano un livello di default estremamente contenuto (zero! Il più basso dal 2007) a testimonianza di una situazione economica che non evidenzia gravi fenomeni recessivi (indipendentemente dalle motivazioni). La situazione quindi, rispetto a fine anno, è ulteriormente migliorata, a differenza di quanto previsto.

In FIGURA 15 è rappresentato l'andamento degli spread delle corporate High Yield negli ultimi 24 mesi. La tendenza è verso una riduzione degli spread sul credito. Gli spread sui corporate (non solo e forse non tanto gli High Yield) sono ancora relativamente elevati e dunque incoerenti rispetto ai bassi tassi di default e segnalano preoccupazioni a livello di crescita globale. In generale gli spread delle obbligazioni corporate sono dei buoni anticipatori ciclici. I segnali sono contrastanti: da una parte la costante riduzione, dall'altra il livello ancora relativamente elevato.

## LE PREVISIONI SUGLI UTILI DELLE AZIENDE USA PER IL 2012 E 2013 SONO IN CALO, MA RIMANGONO SU LIVELLI ALTI.

I primi due trimestri del 2012 hanno fatto registrare utili complessivi per quasi 52 dollari per azione. Nel 2012 il consenso stima gli utili a livello 102,72 dollari (in calo rispetto alle stime del trimestre precedente) per giungere nel 2013 a 113,26 (in calo rispetto al trimestre precedente). Si tratta di una crescita del 10,3% rispetto all'anno precedente (ma è stata rivista al ribasso). In FIGURA 16 la linea rossa rappresenta l'andamento degli utili attesi per azione S&P500 dal 1995 (fonte Yardeni Research, aggiornamento fine novembre). Le linee blu rappresentano l'andamento delle previsioni degli analisti. Si conferma la sequenza di revisioni al ribasso degli utili 2012, 2013 e 2014. Gli utili attesi tra 12 mesi tuttavia (la linea rossa) confermano la crescita. Il momento è delicato, gli analisti non sono capaci di prevedere le recessioni (ammesso che ci siano) e rimangono ottimisti per troppo tempo. I dati raccolti ed elaborati in TABELLA 5 (fonte Bloomberg) mostrano i price earnings di alcuni mercati azionari a confronto con quelli di un anno prima (il PE del MIB non è disponibile). I PE sono cresciuti, seguendo il buon tono dei mercati azionari nel 2012. Nei 12 mesi spicca il +24,65% del DAX associato però ad una diminuzione del 13,12% dell'EPS. Questa divergenza (non positiva per il futuro del mercato) è spiegata dalla forte riduzione del premio per il rischio (aumento del PE). Analoga considerazione vale per tutti i mercati in tabella, fatta eccezione per lo SP500, che a fronte di un aumento del PE accompagna anche un aumento dell'EPS (la corporate America ha prodotto utili). 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 (14). La tabella indica la riduzione (o l'aumento) degli utili delle aziende che è implicita nelle attuali quotazioni di mercato, considerando un PE di 14 come di equilibrio per tutti gli indici azionari. Rispetto all'anno precedente, le quotazioni attuali appaiono più "tirate" per SP500, DAX e FTSE100 (i valori attuali richiedono utili più alti di quelli effettivi).

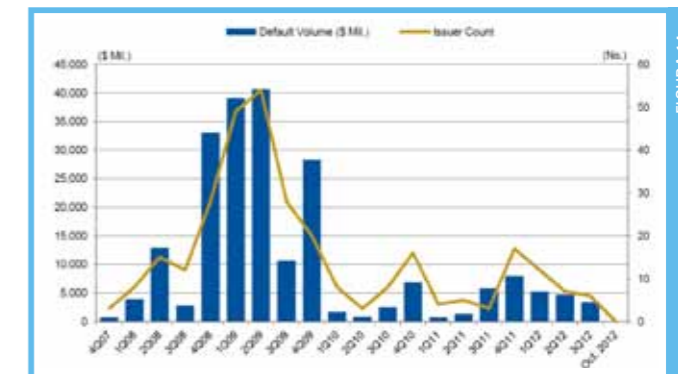


FIGURA 14

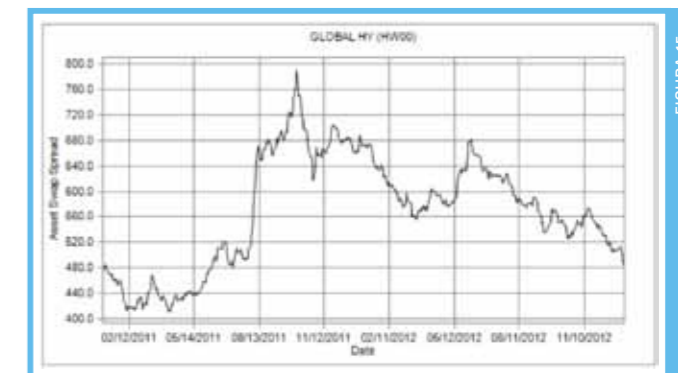


FIGURA 15

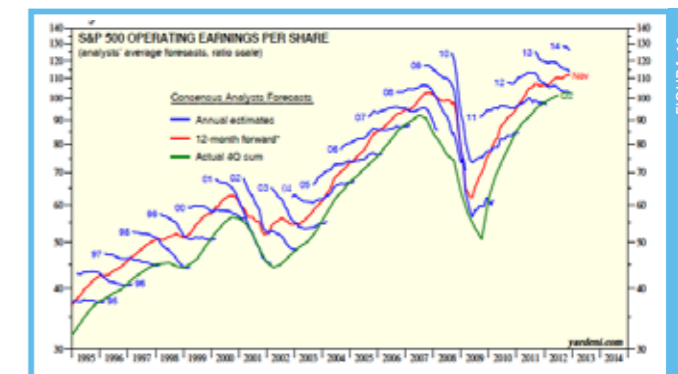


FIGURA 16

	04/01/2013 - fonte bloomberg					al 12/01/2012 - fonte bloomberg	
	PE	INDICE	EPS	EPS implicito	diff%	var% INDICE	var% EPS
SP500	14,8542	1466,47	99	105	6,10%	13,46%	3,96%
FTSE100	15,6404	6089,84	389	435	11,72%	7,07%	-30,92%
CAC40	12,7562	3730,02	292	266	-8,88%	15,30%	-14,31%
DAX	15,0361	7776,37	517	555	7,40%	24,65%	-13,12%
MIB	nd	16959,78	nd	nd	nd	10,69%	nd
HANGSENG	11,9797	23331,09	1948	1667	-14,43%	22,18%	-11,88%

	12/01/2012 - fonte bloomberg				
	PE	INDICE	EPS	EPS implicito	diff%
SP500	13,61	1292,48	95	92	-2,79%
FTSE100	10,09	5687,51	564	406	-27,93%
CAC40	9,48	3235	341	231	-32,29%
DAX	10,48	6238,42	595	446	-25,14%
MIB	16,52	15321,72	927	1094	18,00%
HANGSENG	8,64	19095,38	2210	1364	-38,25%

TABELLA 05



# FILIALI

## SEDE CENTRALE

Via degli estensi 1955 – Rivara di San Felice sul Panaro (Mo) - Tel. 0535/85434  
MobilBanca TEMPORANEA presso Piazzale Italia – San Felice sul Panaro (Mo) - Tel. 0535/83500

## 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  
MobilBanca TEMPORANEA presso via Bernardi - 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](http://www.sanfelice1893.it) \_ [info@bpfelice.it](mailto:info@bpfelice.it)