

# 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, October averages (previous month's, if changed)

	Real GDP, % change				Consumer prices % change		Current account % of GDP	
	Low/high range		average		2012	2013	2012	2013
Australia	2.0/4.0	2.2/3.5	3.4 (3.3)	3.0 (3.3)	1.9	2.7	-3.8 (-3.8)	-4.3 (-4.3)
Belgium	-0.4/0.4	-0.3/1.4	-0.1 (0.1)	0.4 (0.7)	2.5	1.9 (1.8)	-0.2	0.2 (0.1)
Britain	-0.7/0.5	0.5/1.9	-0.2 (-0.3)	1.1 (1.2)	2.5 (2.7)	2.2 (2.0)	-2.5 (-2.1)	-1.9 (-1.8)
Canada	1.8/2.1	1.8/2.4	2.0	2.1 (2.2)	1.8 (1.9)	2.0	-3.1 (-2.7)	-2.3 (-2.4)
France	-0.1/0.3	-0.2/1.0	0.1	0.4 (0.5)	2.2 (2.1)	1.7 (1.6)	-2.1 (-2.0)	-0.4 (-1.8)
Germany	0.2/1.0	0.4/1.5	0.8	0.9 (1.0)	2.0	1.8 (1.7)	5.8 (5.5)	5.0 (4.9)
Italy	-2.8/-1.8	-2.1/0.5	-2.4 (-2.2)	-0.7 (-0.5)	3.2 (3.1)	2.1 (2.0)	-2.0 (-2.4)	-1.2 (-1.8)
Japan	1.8/2.8	0.8/2.0	2.2 (2.3)	1.2 (1.4)	0.1	0.5 (0.1)	1.4 (1.2)	1.2
Netherlands	-1.0/-0.5	-0.8/1.1	-0.8 (-0.7)	0.2 (0.3)	2.4 (2.3)	2.1 (2.0)	7.8 (7.7)	8.6 (7.8)
Spain	-3.0/-1.2	-3.2/-0.3	-1.7	-1.4 (-1.2)	2.4 (2.1)	2.2 (2.1)	-2.4 (-2.8)	-1.0 (-1.0)
Sweden	0.4/1.8	1.2/2.1	1.1 (1.0)	1.7 (1.6)	1.2	1.5 (1.6)	6.6 (6.7)	7.2 (6.7)
Switzerland	0.5/1.4	0.8/1.6	1.0 (1.4)	1.3 (1.5)	-0.4	0.4 (0.6)	13.0 (13.2)	11.5 (11.9)
United States	1.9/2.3	1.4/2.3	2.1	1.9 (2.0)	2.0	2.0	-3.1 (-3.2)	-2.8 (-3.1)
Euro Area	-0.7/-0.4	-0.9/0.8	-0.5	0.1 (0.2)	2.4	1.9 (1.8)	0.5 (0.4)	0.3 (0.6)

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

TABELLA 1

## RIPRESA 2013: BASTA LA POLITICA MONETARIA?

Secondo le previsioni dell' Economist (TABELLA 1), la crescita 2013 dell'area EURO risulterà inferiore rispetto a quanto previsto nel trimestre precedente. È stata rivista al ribasso anche la crescita per gli USA, ormai sotto il 2%. Rispetto al mese precedente il ritocco al ribasso è planetario. È ripreso il rallentamento della crescita del PIL mondiale (FIGURA 1). L'area dell'EURO vedrà un tasso di crescita 2012 negativo (-0,5%). Negativa la crescita 2012 in Italia, Spagna, Olanda, Belgio e Gran Bretagna. La Germania rimane positiva (+0,8%). Positivo dovrebbe essere il 2012 per gli Stati Uniti (+2,1%) e per il Giappone (+2,2%). Nel 2013 rimarrà negativa solo la crescita di Italia e Spagna.

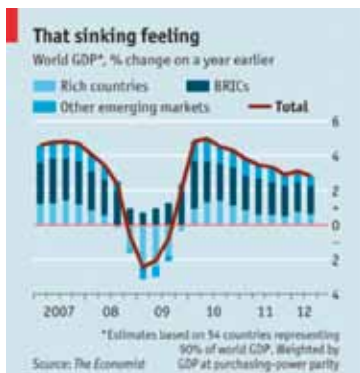
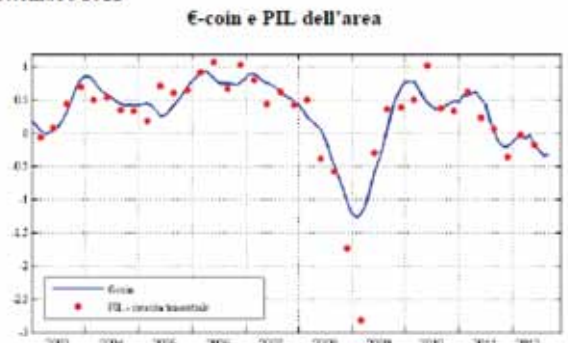


FIGURA 1

€-coin: settembre 2012



Fonte: Banca d'Italia e Eurostat.

FIGURA 3

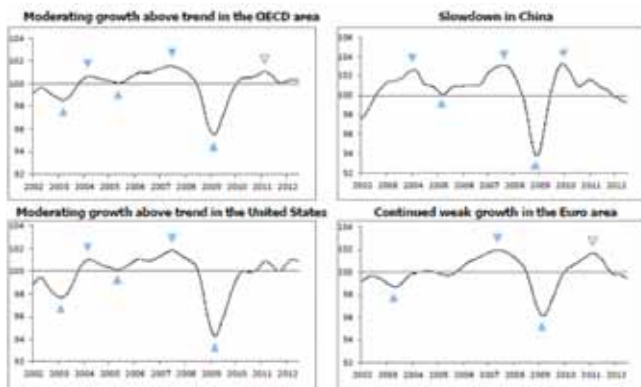


FIGURA 2

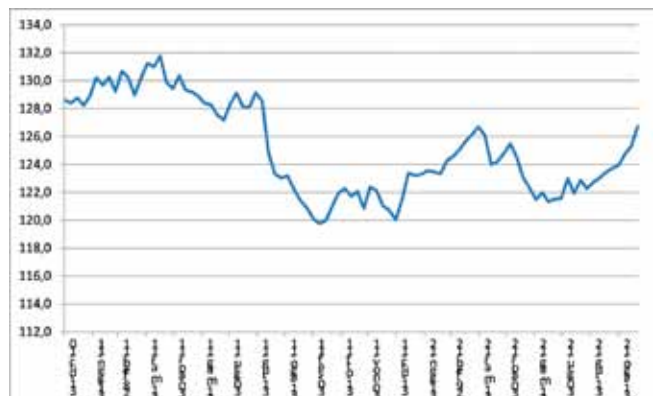


FIGURA 4

Anche le previsioni di crescita 2012 per Cina e Brasile sono state riviste al ribasso, mentre sono stabili quelle 2013 (+7,8 e +8,6; +1,5 e +4,2); quelle per la Russia e per l'India sono stabili (+3,8 e +3,9; +6,1 e +6,5) (fonte The Economist). I Leading Indicator dell'OCSE (FIGURA 2) mostrano il rallentamento. Rimane la divergenza tra EURO e USA, mentre la Cina continua la frenata. Il dato leading più recente per l'area EURO è quello della Banca d'Italia (indicatore E - coin, FIGURA 3). Anch'esso segnala e conferma i problemi di crescita a livello di area EURO. Per gli Stati Uniti, l'indice ECRI (Economic Cycle Research Institute, FIGURA 4) - indicatore settimanale sulla situazione economica negli Stati Uniti - è decisamente migliorato. Ma l'istituto che costruisce questo indice continua ad affermare che gli USA sono in recessione (13 settembre 2012). Se per l'area EURO continuano a non vedersi alternative ad un possibile scenario recessivo, confermato dagli indicatori leading, dagli USA si rafforzano segnali contraddittori. La recente, pesante, azione di politica monetaria della FED (il QE3) spinge a ritenere che la crescita ci sarà perché le Autorità la vogliono. Bernanke dice che l'occupazione è una missione della FED, in un contesto privo di inflazione. Peraltro non può che essere confermata in prospettiva la politica fiscale restrittiva, non solo in Europa, ma anche - e soprattutto - negli USA.

## L'INFLAZIONE IN ITALIA CRESCE (TROPPO).

Nell'area dell'EURO l'inflazione totale è tornata a crescere (+2,7% dato di settembre). Rimane sotto il 2% quella cosiddetta "core" (ex food and energy, ma dato di agosto) (FIGURA 5). Si tratta di un tema delicato in un momento nel quale la Banca centrale Europea è impegnata sul fronte del contenimento degli spread. Significativa e legata alle politiche fiscali italiane è la divergenza tra inflazione italiana e inflazione degli altri paesi dell'EURO (FIGURA 6). In Italia l'ultimo dato (di agosto) è pari al 3,2%. In Germania ed in Francia, rispettivamente 2,2% e 2,3%. Insomma 100 punti base di spread sono compresi nel differenziale della dinamica dei prezzi. Considerando un tasso reale di interesse di 200 punti base (dato storico di lungo periodo), i livelli attuali di inflazione in Germania implicano tassi di interesse governativi (10 anni) intorno al 4,2%. In Italia intorno al 5,2%. (1,45% il decennale tedesco e 5,29% il decennale italiano alla data del 29 settembre). Il futuro dei tassi può dunque riservare sorprese.



FIGURA 5



FIGURA 6



FIGURA 7



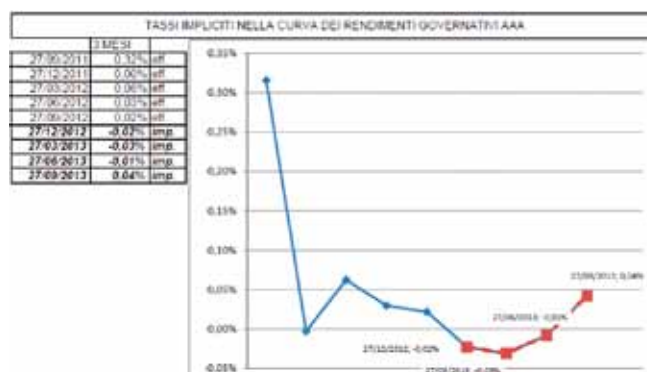
## TASSI DI INTERESSE A BREVE TERMINE EURO.

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 0,02% e il -0,01%. Impossibile andare più in basso, almeno in termini nominali, si diceva - sbagliando - nel precedente numero. 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 politica fiscale restrittiva. Sono le stesse parole usate tre (e sei) mesi fa. Purtroppo. Oggi esiste un'importante novità: è il "nuovo corso" della politica monetaria di Draghi. L'effetto atteso di questa manovra è un riequilibrio dei tassi di interesse nell'area EURO. Come si può osservare dalla TABELLA 2, l'ultimo trimestre è stato caratterizzato da tassi zero/negativi. La struttura dei tassi di interesse è addirittura decrescente. Il mercato si comporta come se i futuri tassi a tre mesi nei prossimi 12 mesi dovessero tornare leggermente positivi (0,04%). 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 continuano a scendere e la curva ad appiattirsi. Prosegue la discesa degli spread che rappresentano il rischio banche. Lo spread sul 3 mesi è sceso ulteriormente a meno di 20 punti base. Un valore che non si vedeva dal 2006, prima della crisi bancaria. Esso è comunque previsto in crescita, almeno stando alla struttura dei tassi impliciti (105 bp a giugno 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.

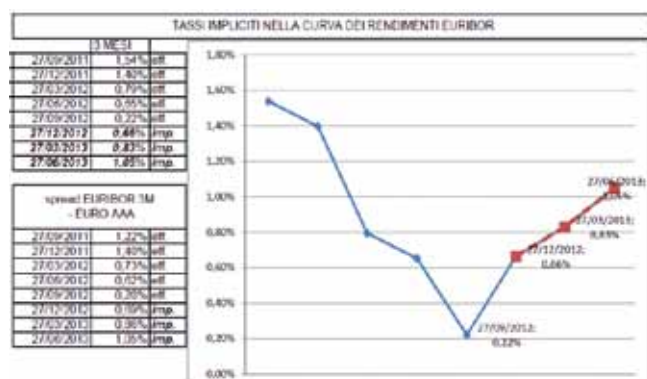
### EVOLUZIONE TASSI A BREVE GOVERNATIVI AAA EURO

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI
27/09/2011	0,32%	0,37%	0,43%	0,50%
27/12/2011	0,00%	0,01%	0,05%	0,10%
27/03/2012	0,06%	0,09%	0,12%	0,16%
27/06/2012	0,03%	0,03%	0,05%	0,07%
27/09/2012	0,02%	0,00%	-0,01%	-0,01%

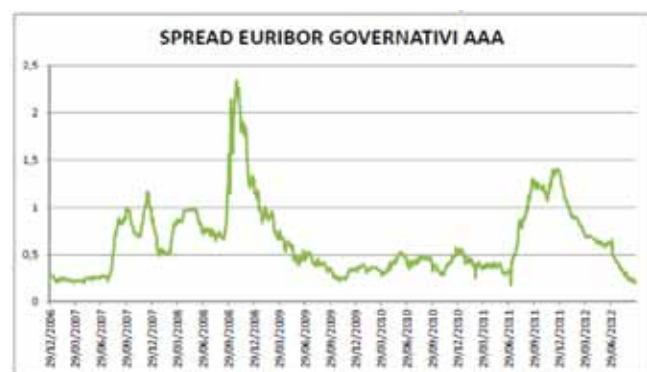
**TABELLA 2**



**FIGURA 8**



**FIGURA 9**



**FIGURA 10**

### EVOLUZIONE TASSI EUROBOR

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI
27/09/2011	0,32%	0,37%	1,95%	2,15%
27/12/2011	0,00%	0,00%	1,89%	2,06%
27/03/2012	0,06%	0,09%	1,83%	1,99%
27/06/2012	0,03%	0,03%	1,30%	1,45%
27/09/2012	0,02%	0,00%	1,07%	1,21%

**TABELLA 3**

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

Rispetto al trimestre precedente la curva dei tassi EURO (governativi AAA) si è appiattita e mostra 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.

## 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.

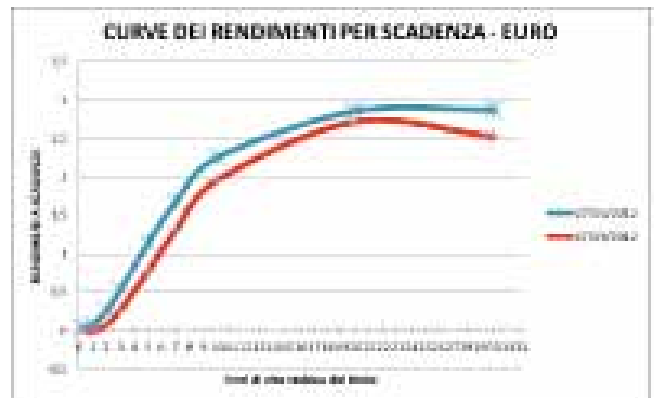


FIGURA 11

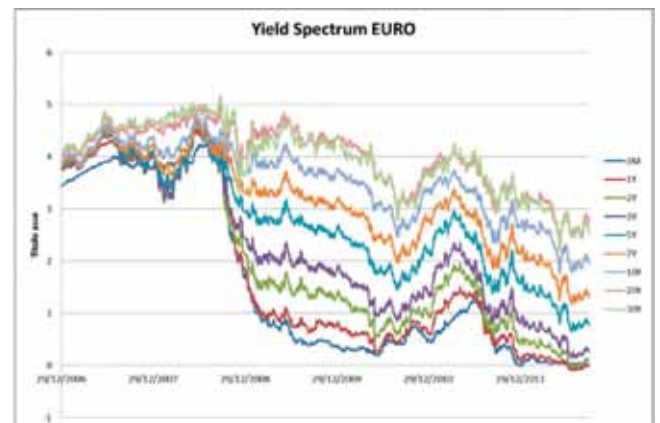


FIGURA 12

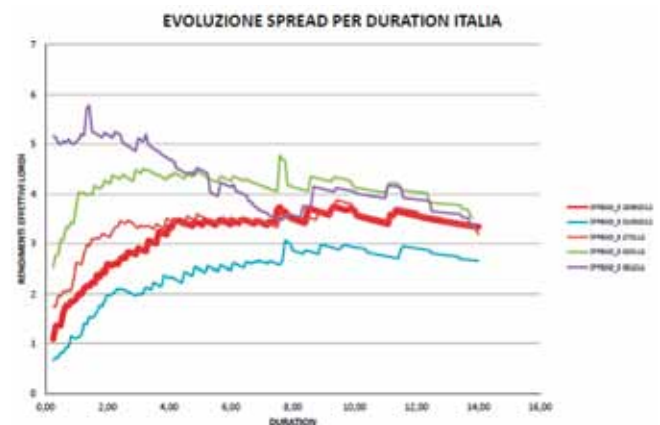


FIGURA 13

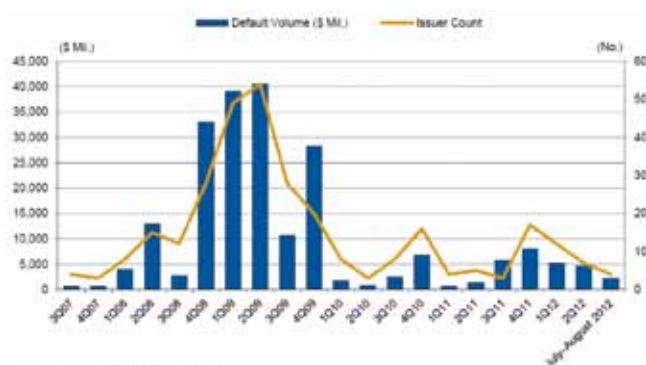




## IL RISCHIO DI CREDITO E GLI SPREAD SULLE OBBLIGAZIONI CORPORATE.

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 agosto 2012 confermano un livello di default estremamente contenuto a testimonianza di una situazione economica che non evidenzia gravi 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. Gli spread però sono ancora storicamente elevati e comunque incoerenti rispetto ai bassi tassi di default e segnalano dunque preoccupazioni a livello di crescita globale. In generale gli spread delle obbligazioni corporate sono dei buoni anticipatori ciclici. Il mercato si comporta come se le condizioni economiche globali dovessero peggiorare.



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

FIGURA 14

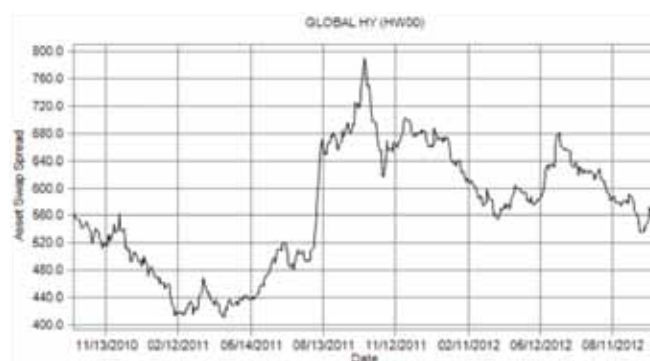


FIGURA 15

### 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 27/09/2012	Spread 27/09/2012	Spread 30/06/2012	Variazione Spread
Germania	80,00	75,00	0,8	2,2	-1,6	2,96	0,00	0,00	
Olanda	63,70	64,40	-0,7	0,3	-4,9	1,80	0,35	0,54	-0,19
Francia	84,30	87,70	0,1	0,5	-4,5	2,21	0,76	1,11	-0,35
Austria	69,90	69,80	0,6	0,9	-2,6	1,97	0,52	0,84	-0,32
Belgio	97,10	93,00	0,1	0,7	-3,4	2,58	1,13	1,61	-0,48
Italia	119,00	114,10	-2,2	-0,5	-2,8	5,29	3,84	4,66	-0,82
Spagna	60,10	77,40	-1,7	-1,2	-6,8	5,95	4,50	5,09	-0,59
Irlanda	96,10	114,30	-0,5	0,5	-9,4	5,12	3,67	5,46	-1,79
Portogallo	83,30	110,50	-3,2	-2,2	-5,5	9,01	7,56	8,65	-1,09
Grecia	142,00	162,80	-6,1	-1,8	-7,6	23,80	19,60	25,05	-5,45
	Fonte FMI		Fonte Economist						

TABELLA 4

## 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 103,42 dollari (in calo rispetto alle stime del trimestre precedente) per giungere nel 2013 a 115,30 (una crescita dell'11,5% rispetto all'anno precedente). In FIGURA 16 la linea rossa rappresenta l'andamento degli utili attesi per azione S&P500 dal 1995 (fonte Yardeni Research, aggiornamento fine settembre). Le linee blu rappresentano l'andamento delle previsioni degli analisti. Si conferma la sequenza di revisioni al ribasso degli utili 2012 e 2013. 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 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 tre mesi prima (il PE del MIB non è disponibile). I PE sono cresciuti, seguendo il buon tono dei mercati azionari. Nei tre mesi spicca il +9,92% del DAX associato peraltro ad una crescita del 12,31% dell'EPS, che porta il PE a ridursi (unica eccezione). Per gli altri mercati gli utili si sono ridotti (in particolare quelli dell'FTSE100). 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. Si tenga presente che tra il 2007 e il 2009 gli utili delle aziende americane si sono ridotti del 28%.


**FIGURA 16**

### PE DI EQUILIBRIO 14

28/09/2012 - Fonte Bloomberg						04/07/2012 Fonte Bloomberg		04/04/2012 - Fonte Bloomberg					
	PE	INDICE	EPS	EPS IMPLICITO	DIFF%	VAR. % INDICE	VAR. % EPS		PE	INDICE	EPS	EPS IMPLICITO	DIFF%
SP500	14,6691	1440,67	98	103	4,78%	4,85%	-1,00%	SP500	13,851	1374,02	99	98	-1,06%
FTSE100	12,8961	5742,02	445	410	-7,89%	1,01%	-12,84%	FTSE100	11,1273	5684,47	511	406	-20,52%
CAC40	11,73	3354,82	286	240	-16,21%	2,66%	-5,81%	CAC40	10,7617	3267,75	304	233	-23,13%
DAX	13,8371	7216,15	522	515	-1,16%	9,92%	12,31%	DAX	14,1377	6564,8	464	469	0,98%
MIB	nd	15095,84	nd	nd	nd	4,97%	nd	MIB	nd	14381,2	nd	nd	nd
HANGSENG	10,4852	20840,38	1988	1489	-25,11%	5,74%	-3,41%	HANGSENG	9,57841	19709,75	2085	1408	-31,58%

**TABELLA 5**



## 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 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  
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)