



## L'INFLAZIONE È IN CRESCITA.

Negli Stati Uniti il dato dell'inflazione ha segnato un'ulteriore crescita a causa delle componenti volatili (inflazione totale anno su anno +3,8%). Anche la cosiddetta inflazione core è cresciuta (+2% Figura 4)

Nell'area dell'Euro (Figura 5) l'inflazione totale ha raggiunto il 3%. (il dato aggiornato dell'inflazione core non è noto).

La delicata fase congiunturale evidenziata al paragrafo precedente rende questi dati particolarmente importanti. Un rallentamento economico associato ad un'inflazione in crescita contrasta con l'adozione di politiche espansive, necessarie per evitare la recessione.

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 (1,99% il decennale USA e 2,48% il decennale EURO alla data del 30 settembre).

## 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) sono tornati ai minimi. È un segnale molto chiaro della situazione economica di rallentamento in Europa, che allontana le prospettive di rialzo dei tassi. Come si può osservare dalla Tabella 2 l'ultimo trimestre è stato caratterizzato 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. I rendimenti a tre mesi impliciti (forward rate) sono riassunti nella tabella e nel grafico seguente (Figura 7).

Il mercato ha rivisto marcatamente al ribasso la crescita dei futuri tassi a tre mesi, rispetto a giugno scorso: tra un anno il tre mesi dovrebbe rimanere ben sotto sotto l'1% (0,80% Figura 7).



FIGURA 4



FIGURA 5



FIGURA 6

### EVOLUZIONE TASSI A BREVE GOVERNATIVI AAA EURO

|            | 3 MESI | 6 MESI | 9 MESI | 12 MESI |
|------------|--------|--------|--------|---------|
| 30/09/2010 | 0,57%  | 0,60%  | 0,63%  | 0,68%   |
| 30/12/2010 | 0,47%  | 0,50%  | 0,54%  | 0,60%   |
| 30/03/2011 | 0,85%  | 1,00%  | 1,14%  | 1,28%   |
| 30/06/2011 | 1,24%  | 1,28%  | 1,33%  | 1,39%   |
| 30/09/2011 | 0,27%  | 0,34%  | 0,40%  | 0,47%   |

TABELLA 2



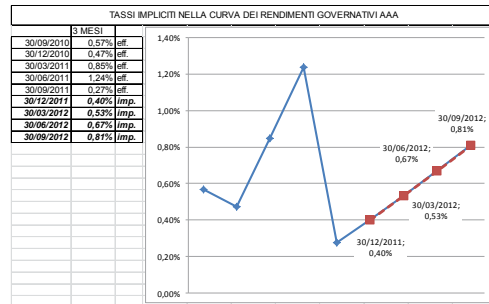
**EVOLUZIONE TASSI A EURIBOR**

|            | 3 MESI | 6 MESI | 9 MESI | 12 MESI |
|------------|--------|--------|--------|---------|
| 30/09/2010 | 0,89%  | 1,15%  | 1,30%  | 1,43%   |
| 30/12/2010 | 1,01%  | 1,23%  | 1,38%  | 1,51%   |
| 30/03/2011 | 1,23%  | 1,54%  | 1,78%  | 1,99%   |
| 30/06/2011 | 1,55%  | 1,79%  | 1,97%  | 2,16%   |
| 30/09/2011 | 1,55%  | 1,75%  | 1,92%  | 2,08%   |

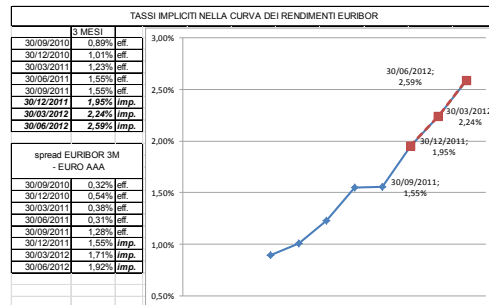
La situazione dei tassi EURIBOR è molto delicata. Si tratta di un tasso "unico" europeo, rilevato su banche di Paesi diversissimi quanto a tassi di interesse governativi. Il rischio "banche" è molto legato alla crisi del debito in Europa, considerando l'entità dei titoli governativi presenti nei bilanci bancari. L'evoluzione dell'EURIBOR negli ultimi 12 mesi è riassunta nella Tabella 3. A differenza dei tassi AAA di tabella 2, i tassi EURIBOR sono rimasti sostanzialmente fermi. Sono quindi cresciuti gli spread che rappresentano il rischio banche. Lo spread sul 3 mesi ha ormai raggiunto i 128 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. Oggi è tornato pericolosamente a crescere sopra i 100 punti base (Figura 9).

**I TASSI A MEDIO LUNGO TERMINE EURO AAA SI RIDUCONO VISTOSAMENTE.**

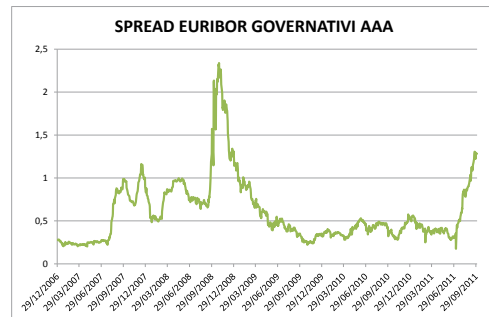
Rispetto al trimestre precedente la curva dei tassi EURO (governativi AAA) presenta una significativa riduzione leggermente più marcata per le scadenze lunghe (Figura 10). Lo scenario è molto diverso da quello del trimestre precedente (Figura 11). La curva si sta progressivamente appiattendosi verso il basso, reagendo in modo coerente rispetto al forte rallentamento economico che si prefigura per l'ultima parte dell'anno. Questo movimento non sconta invece un rialzo più consistente e duraturo dei prezzi al consumo, compresi in prospettiva dal calo della domanda.



**FIGURA 7**



**FIGURA 8**



**FIGURA 9**



**FIGURA 10**



**FIGURA 11**



## 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 30/09/2011 | Spread 30/09/2011 | Spread 30/06/2011 | Variazione Spread |  |
|------------|-----------------|-----------------|-------------------|-------------------|------------------|----------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--|
| Germania   | 80,00           | 71,90           | 3,0               | 1,6               | -1,7             | 1,97                       | 0,00              | 0,00              |                   |  |
| Olanda     | 63,70           | 64,40           | 1,9               | 1,3               | -3,8             | 2,36                       | 0,39              | 0,32              | 0,07              |  |
| Francia    | 84,30           | 86,70           | 1,7               | 1,3               | -5,8             | 2,68                       | 0,71              | 0,41              | 0,30              |  |
| Austria    | 69,90           | 69,80           | 2,8               | 1,6               | -3,7             | 2,76                       | 0,79              | 0,49              | 0,30              |  |
| Belgio     | 97,10           | 98,80           | 2,4               | 1,6               | -3,8             | 3,76                       | 1,79              | 1,16              | 0,63              |  |
| Italia     | 119,00          | 118,00          | 0,7               | 0,4               | -3,7             | 5,62                       | 3,65              | 1,97              | 1,68              |  |
| Spagna     | 60,10           | 75,90           | 0,7               | 0,6               | -6,5             | 5,06                       | 3,09              | 2,58              | 0,51              |  |
| Irlanda    | 96,10           | 121,50          | -0,2              | 0,2               | -11,3            | 7,73                       | 5,76              | 5,41              | 0,35              |  |
| Portogallo | 83,30           | 106,50          | -1,8              | -3,1              | -6,8             | 11,24                      | 9,27              | 7,91              | 1,36              |  |
| Grecia     | 142,00          | 145,50          | -5,1              | -2,2              | -10,0            | 22,18                      | 20,21             | 13,12             | 7,09              |  |
|            | Fonte FMI       |                 | Fonte Economist   |                   |                  |                            |                   |                   |                   |  |

TABELLA 4

## I TASSI DI INTERESSE NEI DIVERSI PAESI DELL'AREA EURO

È stato un 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 Italia e Spagna a livelli economicamente non comprensibili (e non sostenibili). Si tratta infatti di una crisi istituzionale che riguarda i meccanismi di governo dell'economia all'interno dell'area dell'EURO. In questa fase - è quasi un paradosso - sono considerati "più sicuri" Paesi come la Gran Bretagna (tasso di interesse a 10 anni 2,51%, meno della metà di quello italiano), caratterizzati da un rapporto deficit PIL pari a -8,8% (più del doppio dell'Italia), e da un rapporto debito PIL non particolarmente favorevole (80%). O come gli USA, con un rapporto deficit PIL pari a -9,1% e un debito PIL al 93%. Dati recentemente raccolti dall'Economist assegnano all'Italia un saldo pubblico primario (entrate meno spese senza contare gli interessi sul debito) positivo (2,3% del PIL). La Gran Bretagna ha un saldo primario negativo (-4,4% del PIL); gli USA -6,8%; la Francia -1,4%. La Germania è in pareggio. Nessun dubbio che in questo momento pesi in modo particolare l'entità del debito rispetto al PIL: su dati 2010 l'Italia è al terzo posto del mondo dopo la Grecia (119% per l'Italia; 142% per la Grecia). Ma al primo posto c'è il Giappone con il 220%. Un Paese dove i tassi di interesse a 10 anni sono pari allo 0,99%. In questo momento di disordine finanziario, sembra che faccia premio la possibilità di "monetizzare il debito". Sono avvantaggiati i Paesi che hanno sovranità monetaria, ossia una propria banca centrale ed una propria valuta. Come si evince dalla Tabella 4, gli spread rispetto alla Germania sono tutti cresciuti a confronto con lo scorso giugno. Purtroppo l'Italia è (dopo la Grecia) il paese che ha sofferto di più. I dati a fine settembre hanno portato il costo del debito governativo a lungo termine oltre il 5%, sopra quello spagnolo.

La situazione permane delicatissima e la via d'uscita è a questi punti solo legata alla capacità dell'area EURO di fornire una convincente risposta politica alla crisi.



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

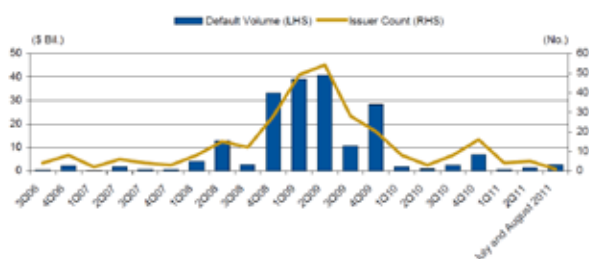
L'agenzia di rating Fitch ha diffuso nuovi dati sui "default rate" e sui "recovery rate" degli High Yield (Figura 12 e 13). I dati a luglio ed agosto 2011 confermano il buono stato di salute delle aziende.

Si tratta di dati che sono in ritardo rispetto al ciclo economico. Non scontano una possibile recessione, anzi rendono ancora più traumatico il passaggio (eventuale) ad una condizione economica opposta rispetto a quella sin qui registrata. Rimane il fatto che luglio ed agosto 2011 continuano a consegnare dati aziendali confortanti.

In Figura 14 è rappresentato l'andamento degli spread delle corporate High Yield negli ultimi 24 mesi. Il trimestre ha registrato un nuovo consistente incremento degli spread dai minimi. 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.

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. Dopo i recenti aumenti degli spread, comunque, i premi per il rischio offerti dalle corporate sono molto interessanti

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



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

FIGURA 12

Fitch U.S. High Yield Default Index



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

FIGURA 13

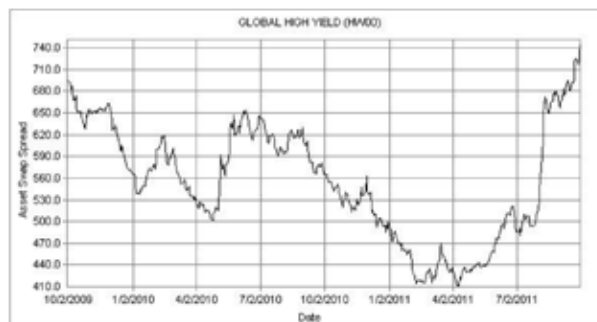


FIGURA 14

## LE PREVISIONI SUGLI UTILI DELLE AZIENDE U.S.A. PER IL 2012 RIMANGONO STABILI

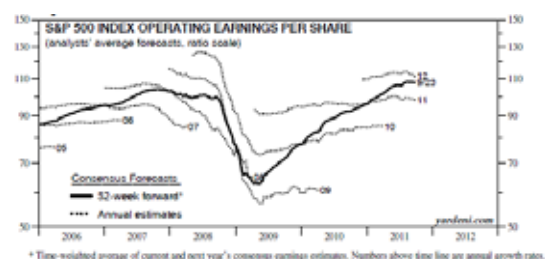
Gli utili attesi per le aziende americane (SP 500) si dovrebbero collocare nel 2011 intorno ai 100 dollari per azione e nel 2012 tra 105 e 113 dollari.

In Figura 15 la linea continua rappresenta l'andamento degli utili attesi per azione S&P500 dal 2006 (fonte Yardeni Research, aggiornamento 28 settembre). Le linee punteggiate rappresentano l'andamento delle previsioni degli analisti. Come si può notare i recenti timori sulla crescita dell'economia globale non sembra abbiano convinto a rivedere al ribasso le previsioni per il 2011 e il 2012 (se non marginalmente in questo ultimo caso).

Secondo i dati diffusi da Bloomberg (raccolti ed elaborati in Tabella 5) i price earnings dei principali mercati hanno subito significative riduzioni 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.

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



**FIGURA 15**

|          | PE    | INDICE | EPS  | EPS Implicito | diff%  |
|----------|-------|--------|------|---------------|--------|
| SP500    | 12,07 | 1108   | 92   | 74            | -19,53 |
| FTSE100  | 9,85  | 5057   | 515  | 338           | -34,33 |
| CAC40    | 8,4   | 2927   | 348  | 195           | -44,00 |
| DAX      | 9,54  | 5377   | 564  | 358           | -36,40 |
| MIB      | 9,31  | 14642  | 1573 | 976           | -37,93 |
| HANGSENG | 7,76  | 16822  | 2168 | 1121          | -48,27 |

**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 - 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 Libert  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](http://www.sanfelicel1893.it) \_ [info@bpfelice.it](mailto:info@bpfelice.it)