

IL QUADRO MACRO

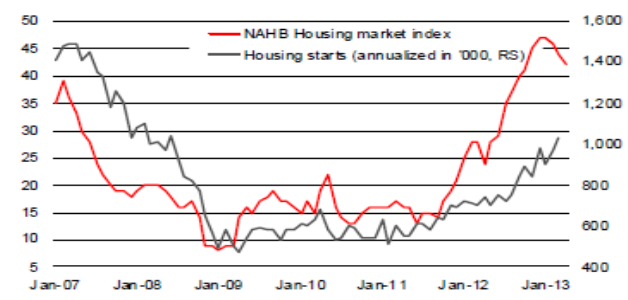
STATI UNITI

Nel complesso i dati della settimana sono risultati leggermente al di sotto delle attese, in particolare hanno deluso il leading indicator e l'indice di fiducia del settore immobiliare, che ha fatto registrare la terza contrazione consecutiva. Per quest'ultimo sondaggio i commenti degli intervistati descrivono un contesto per cui il calo di fiducia degli addetti ai lavori non è tanto imputabile ad un affievolimento della domanda, che sembra rimanere sostenuta, quanto piuttosto a difficoltà dal lato dell'offerta.



Infatti gli standard estremamente prudentziali dal lato dell'erogazione del credito e l'aumento dei costi delle materie prime stanno limitando le potenzialità di sviluppo di nuove costruzioni e con esse la creazione di nuova occupazione.

HOUSING MARKET INDEX AND HOUSING STARTS

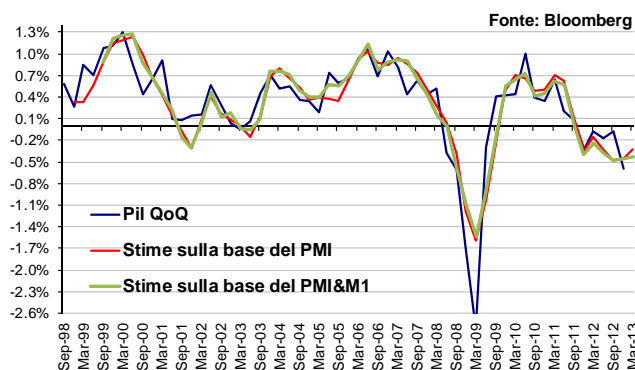


■ The NAHB index fell for the third straight month in March. Its level still signals further increases in construction activity.

AREA EURO

Anche nell'area euro in settimana non sono state pubblicate statistiche di rilievo. L'attenzione è concentrata sui dati degli indicatori di fiducia PMI che verranno diffusi martedì 23 aprile. Un'ulteriore contrazione, oltre che cementare un'aspettativa negativa sul PIL per Q1 aumenterebbe le probabilità di un calo dell'attività anche per il secondo trimestre.

Il PIL area euro ed il sondaggio di fiducia PMI



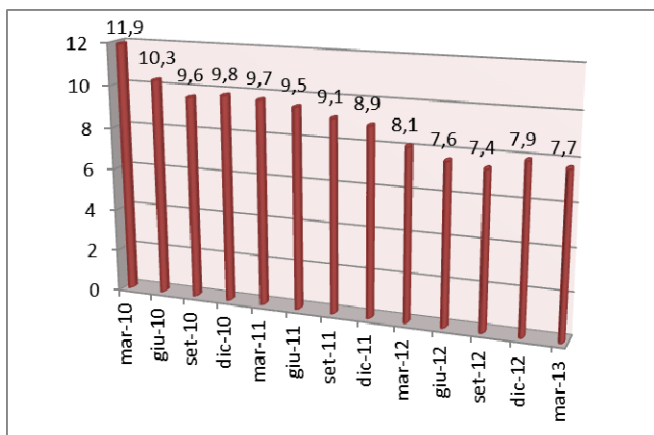
PAESI EMERGENTI

Le recenti evidenze macroeconomiche vanno nel segno dell'ormai consueto rallentamento primaverile delle economie. La stessa Cina si trova stretta tra una produzione industriale (+8.9%) e un GDP (+7.7%) in crescita al di sotto delle aspettative da un lato e una politica monetaria che nei fatti è più restrittiva del passato dall'altro per contrastare l'esplosione dei crediti al di fuori del canale bancario.

Dal lato delle politiche monetarie l'attesa riunione della Banca Centrale brasiliana si è chiusa con un aumento del tassi ufficiale dal 7.25% al 7.50% in linea con le aspettative del mercato.



CINA: PIL



AZIONI

EQUITY	19 apr	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
S&P 500	1541.61	-2.97%	-0.98%	8.09%
Stoxx 600	285.02	-2.52%	-3.07%	1.91%
Eurostoxx50	2571.09	-2.37%	-4.12%	-2.46%
Topix	1126.67	-1.91%	8.48%	31.04%
FTSE Asia exJp	482.29	-0.32%	0.23%	-0.06%
FTSE Emer Mkt	506.53	-1.03%	-0.30%	-3.56%
VIX	17.56	5.50	3.99	-0.46
V2X	21.15	0.93	-0.14	-0.21

La prima parte della reportistica americana (circa il 30% della market cap) evidenzia una percentuale di società che ha superato le attese degli analisti sostanzialmente in linea con i trimestri precedenti e una dimensione media della sorpresa - circa il 3,8% - anch'essa in linea con le medie.

I MERCATI

OBBLIGAZIONI

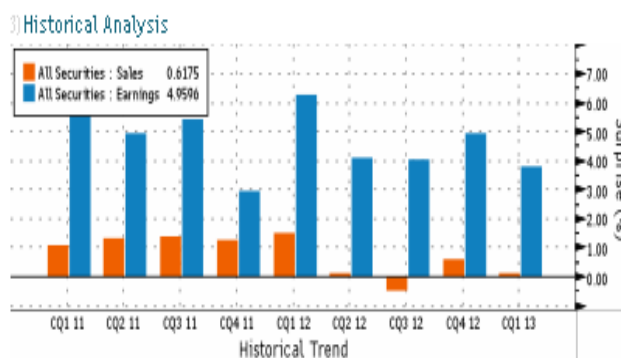
BOND	19 apr	12-apr	22-mar	31 dic 12
USA 10Y	1.69	1.72	1.93	1.76
USA 2Y	0.23	0.23	0.25	0.25
GER 10Y	1.24	1.26	1.38	1.32
GER 2Y	0.01	0.02	0.03	-0.02
Euribor 3m	0.21	0.21	0.22	0.19
Euro\$ 3m	0.28	0.28	0.28	0.31
Itrax Crossover	461	443	476	482

In una settimana dal tono complessivo non favorevole per le attività di rischio i titoli di Stato americani e tedeschi hanno beneficiato di contenuti acquisti da parte degli investitori, con discese dei tassi molto limitate. Continua la fase positiva del reddito fisso italiano con gli indici di prezzo sulle parti a lunga in prossimità dei valori massimi da inizio anno. Sensibile l'allargamento degli spread per le obbligazioni societarie che hanno risentito del clima di avversione al rischio.

Riepilogo reportistica S&P500 al 19/04

Industry (ICB)	Reported	Sales Surprise	Earnings Surprise
1) All Securities	102 / 499	0.11%	3.80%
2) > Oil & Gas	4 / 41	1.46%	-5.64%
3) > Basic Materials	6 / 25	-1.56%	6.87%
4) > Industrials	17 / 74	0.46%	1.58%
5) > Consumer Goods	13 / 60	1.10%	4.19%
6) > Health Care	8 / 46	-0.21%	2.67%
7) > Consumer Services	14 / 74	0.03%	2.59%
8) > Telecommunications	1 / 8	-0.45%	3.82%
9) > Utilities	0 / 32		
20) > Financials	27 / 84	-0.91%	5.62%
21) > Technology	12 / 55	-1.82%	3.44%

Sorprese su utili (azzurro) e ricavi (arancione) S&P500

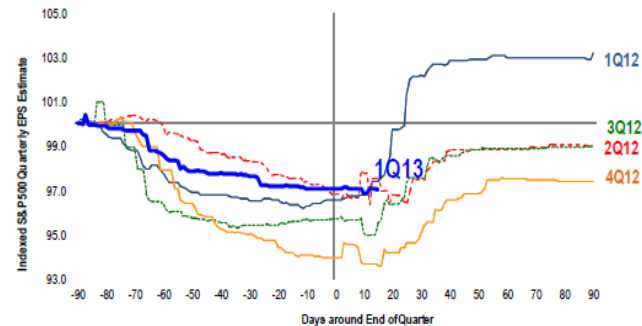


La dinamica delle sorprese sugli utili risulta ancor più positiva se si considera la stabilizzazione nel trend delle stime nelle ultime settimane. La



revisione al ribasso precedente l'avvio della reportistica è infatti stata, per questo trimestre, una delle meno acute degli ultimi tempi.

Figure 2: Changes in 1Q13 estimates...
Indexed at 100 as of 90 days before end of quarter



Source: J.P. Morgan and FactSet.

Il consenso attuale è per circa 25,5\$ di profitti per azione, con una crescita sullo stesso trimestre del 2012 di circa il 5%. Dopo due trimestri di contrazione – anno / anno – questo risulterebbe quindi il primo con variazione positiva.

Stime EPS S&P500 – bottom-up

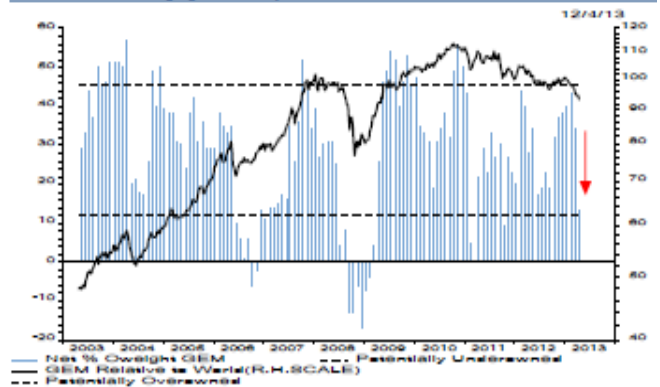
FY2013 ESTIMATE	Q113	Q213	Q313	Q413	FY13	FY13 %
Consumer Discretionary	5,23	6,17	6,41	7,02	24,8	11%
Consumer Staples	5,24	5,98	6,29	6,59	24,1	7%
Energy	11,09	11,81	12,38	12,34	47,6	7%
Financials	4,67	4,84	4,85	5,12	19,5	18%
Health Care	8,71	9,12	9,34	9,28	36,5	16%
Industrials	5,42	6,38	6,49	6,77	25,1	13%
Information Technology	8,54	8,90	9,24	11,24	37,9	16%
Materials	4,55	4,99	4,04	4,12	17,7	21%
Telecom Services	1,94	2,27	2,38	1,76	8,4	147%
Utilities	3,01	2,69	4,15	2,60	12,5	4%
S&P500	25,45	27,44	28,42	29,74	111,1	14,4%
Crescita YoY %	5,0%	7,9%	18,4%	28,5%		

Sul fronte dei ricavi i dati sinora annunciati sono invece piuttosto incolore e sostanzialmente in linea con le attese.

La reazione del mercato a questa prima parte della reportistica è stata piuttosto sotto tono. Peraltro più che alla debolezza nella crescita dei ricavi, la dinamica del mercato pare invece più ascrivibile ai dati macro che al margine sono stati meno positivi delle attese, come sopra evidenziato.

Peraltro, uno scenario di crescita moderata, sotto al potenziale ma positiva, rappresenta per il mercato azionario un contesto positivo. Da un lato permette infatti una dinamica dei profitti moderatamente positiva e dall'altro pospone ulteriormente il momento in cui la FED inizierà la fase di uscita dal *quantitative easing*. Questi, accanto a valutazioni nel complesso ragionevoli, sono i principali elementi di sostegno dei mercati azionari, nonché del maggior favore degli investitori verso questa *asset class* rispetto a quella delle *commodities*. La disaffezione per i mercati azionari emergenti sta portando il posizionamento degli investitori su livelli storicamente bassi.

Chart 15: Global Emerging Markets Equities



Anche se le valutazioni permangono in zone di relativa convenienza (P/E 2013 a 10.5x), il momentum sulle prospettive di crescita degli utili è sempre negativo e continua a pesare sul sentiment.

VALUTE

CURRENCY	19 apr	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
EUR / USD	1.3085	-0.1%	0.9%	-0.8%
EUR / YEN	129.74	0.1%	5.9%	13.3%
USD / YEN	99.15	0.2%	5.0%	14.3%

Sul mercato dei cambi movimenti decisamente contenuti dell'euro sia contro dollaro che contro yen. In settimana non si sono evidenziati temi



particolari in grado di imprimere una direzione alle principali divise.

MATERIE PRIME

COMMODITY	19 apr	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
OIL	88.12	-3.5%	-6.0%	-4.0%
CRB Index	283.6	-1.2%	-3.8%	-3.9%
Gold	1403	-6.8%	-12.7%	-16.2%
Silver	23.38	-11.6%	-18.5%	-23.0%
Copper	315	-6.0%	-9.1%	-13.7%
Gas	4.40	4.2%	12.0%	31.3%

Il tonfo delle quotazioni dell'oro tra la giornata di venerdì 12 aprile e lunedì 15 aprile è stato l'evento clou della settimana.

Tutte le maggiori case di investimento e strategists hanno cercato di analizzare le cause di questo tracollo che sembra aver preso di sorpresa gli investitori, anche se bisogna dire che già da diversi mesi il mercato dell'oro era entrato in una fase di consolidamento/correzione.

Ricordiamo tutti come all'inizio del 2013 anche le case di investimento svizzere, tradizionalmente più fautrici dell'oro come investimento, avevano iniziato a raccomandare un alleggerimento del suo peso nei portafogli adducendo buona parte delle motivazioni che vengono oggi addotte per spiegare quanto successo in questi giorni.

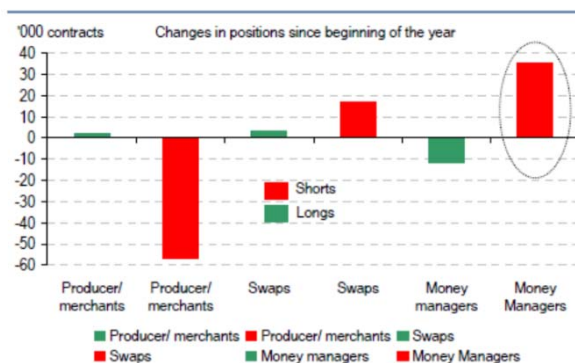
Allora si diceva che, almeno a breve termine, l'outlook dell'oro sarebbe stato meno interessante perché gli investitori si stavano spostando verso investimenti più a rischio, incoraggiati dalla buona performance dell'economia americana che avrebbe portato rapidamente alla fine o rallentamento del QE, al rafforzamento del dollaro e ad un rialzo dei tassi reali con inflazione ancora ben lontana dal manifestarsi. Oltre a ciò veniva anche citato l'allentamento delle tensioni nell'area Euro che riducevano sensibilmente i rischi sistemici contro cui l'oro avrebbe svolto appieno la sua funzione di "porto sicuro".

In parte questa rotazione l'abbiamo vista manifestarsi nei flussi in uscita dagli ETF legati al mondo dei metalli preziosi che andavano a riposizionarsi o su ETF sui metalli industriali o più semplicemente verso il mondo equity.

Ultima in ordine di tempo, ma non certo per importanza, Goldman Sachs si è addirittura spinta ben oltre, fino a raccomandare di assumere posizioni decisamente corte sul COMEX riducendo sensibilmente i prezzi target fino a 1,200 USD/OZ come media con orizzonte 2017.

Alcuni commentatori hanno per questo invocato perfino la "conspiracy theory" secondo la quale dietro alla chiamata del broker americano ci sarebbero state manovre della FED volte a minare fortemente la credibilità dell'oro come divisa alternativa e più affidabile delle valute il cui contenuto fondamentale si sta lentamente svuotando grazie alle politiche ultra-espansive delle banche centrali, dove la FED stessa è stata maestra e precursore (currency debasement).

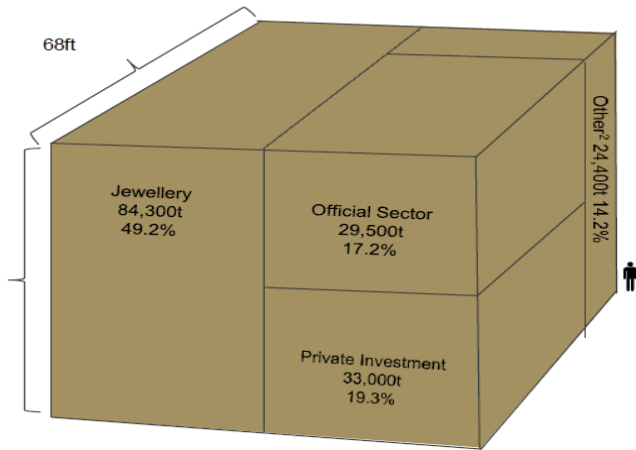
Un'analisi dei movimenti che hanno determinato la forte correzione, ha evidenziato come l'azione si sia avuta principalmente, se non unicamente, nel "paper market", vale a dire il mercato dei derivati, futures e options, dove ricordiamo è possibile operare con margini del 5% e dove operano maggiormente money managers tipicamente più attivi in strategie di momentum con orizzonte di investimento breve.



Source: CFTC, BoFA Merrill Lynch Global Commodity Research

Si è visto infatti come l'attivazione di stop-loss a certi livelli tecnici di prezzo abbia via via determinato una caduta libera con volumi crescenti. Su questo mercato, nel giro di poche ore nella giornata di lunedì sono stati scambiati e creati derivati per un controvalore di sottostante di circa 480 tonnellate di oro, pari a circa il 10% di tutta la domanda annuale o il 20% della produzione annuale mineraria.





L'oro estratto e fuori terra al 31-12-2011 era in quantità fisiche di 171,300 tonnellate, detenuto per il quasi il 50% dal settore della gioielleria, per il 20% da investitori non commerciali, per il 17% dalle banche centrali e il resto da diversi settori industriali che utilizzano che utilizzano l'oro nei processi.

2011 demand by source
Total: 4,497 t



La domanda annuale di oro è di circa 5,000 tonnellate, espressa per quasi la metà dalla gioielleria

2011 supply by source
Total: 4,497 t

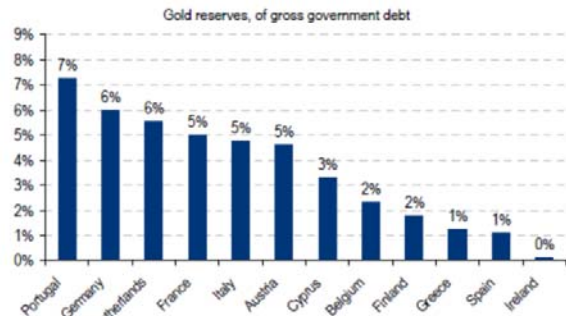


La domanda annuale di oro viene soddisfatta annualmente per il 63% dalla produzione mineraria e per la differenza dal riciclo di oro già in circolazione.

discendenti si è avuta domanda da parte dei compratori tradizionali, come operatori della gioielleria e soprattutto dei paesi emergenti come l'India.

Oltre alle spiegazioni legate al quadro macro sopra citato, l'annuncio da parte di Cipro che avrebbe potuto ricorrere alla vendita sul mercato delle proprie riserve aurifere, nella misura di 14 tonnellate, ha aggiunto pessimismo nel mercato alimentato dal timore che altri paesi dell'Europa periferica avrebbero potuto ricorrere alla stessa strategia per reperire risorse volte a migliorare il rapporto Debito/Pil.

Chart 19: Gold reserves of peripheral nations could go a long way to ease debt burdens



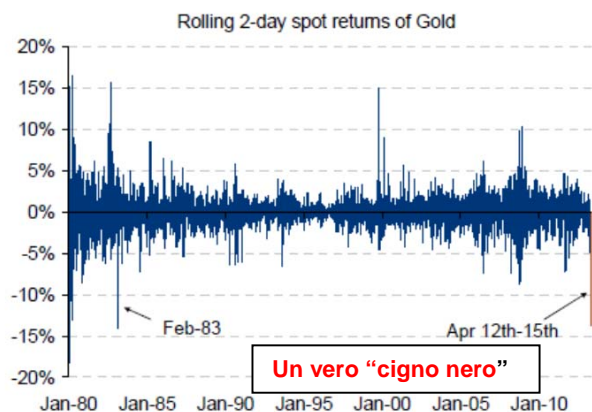
Source: IMF, Reuters Ecowin Pro, BoA Merrill Lynch Global Commodity Research

Senza dubbio l'annuncio da parte di Cipro doveva avere un impatto significativo sul prezzo, ma il mercato ha reagito come se scontasse già le vendite future di tutto l'oro di Portogallo e Grecia messe insieme. È opinione abbastanza di consenso che è assai improbabile che altri Paesi periferici possano ricorrere a tale strategia per diversi motivi, tra cui ad esempio l'esperienza passata che ha visto paesi come l'Italia mobilitare le proprie riserve aurifere ma solo come collaterale a fronte di prestiti (nel 1976 la Germania accordò all'Italia un finanziamento di due miliardi di USD garantito da oro). Inoltre, normalmente, grandi transazioni da parte delle banche centrali avvengono attraverso diretti scambi bilaterali.

Per contro, nel mercato fisico tutto questo impeto in vendita non si è registrato, anzi su prezzi

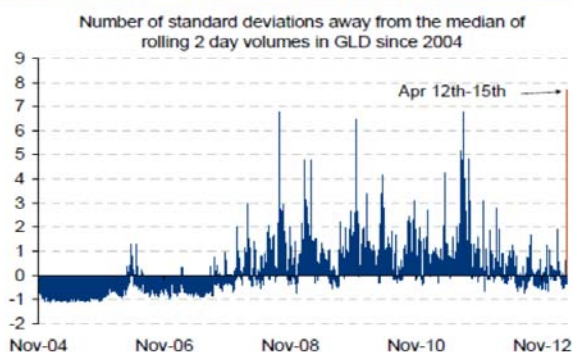


Chart 2: In a move last seen in 1983, gold collapsed by \$215/oz or 1. in the last two trading sessions



Source: Bloomberg, BofA Merrill Lynch Global Commodity Research

Chart 3: Trading volumes in instruments such as futures or ETFs were 7 to 8 standard deviations away from the median



Source: Bloomberg, BofA Merrill Lynch Global Commodity Research

cercando di capire l'evoluzione futura prossima e di medio termine.

Si può dire per cominciare che si possono delineare due livelli di prezzo di sostegno alle quotazioni dell'oro :

- 1) 1500\$/OZ, al di sotto del quale interviene la domanda dal settore della gioielleria
- 2) 1200\$/oz, che rappresenta il costo medio di produzione dell'industria estrattiva aurifera: al di sotto di questo livello, verrebbe a mancare una quota importante di offerta.

Guardando più a medio termine, in un quadro macro in cui si dispiegano gli effetti di politiche monetarie ultra-espansive con crescita che si stabilizza e con output gaps che gradualmente si chiudono, si potrebbero ricreare condizioni più favorevoli per l'oro per dinamiche inflazionistiche che tornerebbero a preoccupare. Inoltre, potrebbero riprendere gli acquisti da parte delle banche centrali dei paesi emergenti già nella seconda metà di quest'anno, anche in relazione a probabili interventi sul mercato dei cambi per contrastare la debolezza dello YEN.

Quindi, concludendo, in portafogli multi-asset l'allocazione all'oro mantiene una sua valenza a lungo termine, mentre nel breve potrebbe sotto-performare rispetto ad altri attivi. Un eccessivo appuntamento dei portafogli dovrebbe quindi essere ridimensionato.

Esaurita l'analisi di questo **"Cigno Nero"** che si è abbattuto sul mercato dell'oro, il mercato sta

PROSSIMA SETTIMANA

	USA	EMU	EM. MKT	EARNINGS
Lunedì 22				US: Texa Ins. EU: Philips – STM
Martedì 23	Preliminare indice ISM.	EMU: indici PMI.	CINA: Hsbc prel Pmi	US: Apple – AT&T - DuPont – Xerox EU: KPN –Saipem – Finmecc. - GDF
Mercoledì 24	Ordinativi beni durevoli.	GER: IFO.		US: P&G – Eli Lilly – Ford – Boeing – Qualcomm EU: ABB – CS – FT - Novartis – Heineken



				– ENI – Snam - GSK
Giovedì 25	Sussidi alla disoccupazione.			US: 3M – Coca Cola – Colgate – Exxon – UPS – BMS EU: Bayer – Unilever – Santander – BAT
Venerdì 26	PIL Q1, fiducia dei consumatori.	EMU: M3.		US: AEP EU: BBVA - WPP

AVVERTENZA

Il presente documento è pubblicato da Ersel con finalità di comunicazione e non costituisce un'offerta o una raccomandazione di acquisto o di vendita.