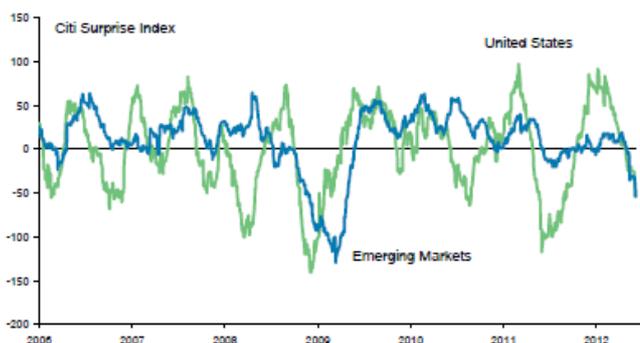


IL QUADRO MACRO

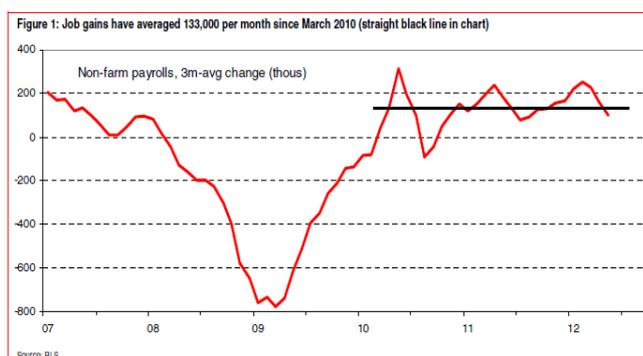
STATI UNITI

Chart 1: Data Are Weak in Emerging Markets and the US



Sia negli Stati Uniti che in Europa gli eventi più importanti della settimana sono stati i comitati di politica monetaria delle diverse banche centrali. In generale l'atteggiamento delle banche centrali occidentali (FED, BCE e BoE) sembra quello di non aver remore ad agire qualora il contesto dovesse ulteriormente peggiorare. Dal lato americano la FED non ha fornito indicazioni circa l'imminenza di uno stimolo aggiuntivo, pur ribadendo di essere pronta nella risposta qualora le circostanze lo richiedessero. Bernanke in maniera molto trasparente ha esposto qual è il contesto di incertezza entro il quale la banca centrale è chiamata a operare. La domanda chiave è se la crescita economica nel corso dei prossimi mesi sarà sufficiente a generare progressi nel mercato del lavoro oppure no. Solo in quest'ultimo caso l'istituto di emissione procederebbe con lo strumento non convenzionale dell'acquisto di nuovi asset. Al momento la FED rimane ancora possibilista circa lo scenario più benigno assumendo di conseguenza un atteggiamento attendista. Riguardo a questo proposito nell'ultima audizione Bernanke non ha menzionato la possibilità di un rischio deflattivo, fattore usato in passato per giustificare le precedenti espansioni di

bilancio. Tuttavia l'atteggiamento sembra orientato a considerare come determinanti i dati di prossima pubblicazione, in particolar modo quelli relativi al mercato del lavoro, e decidere in maniera appropriata sulla base delle nuove risultanze statistiche ottenute.



AREA EURO

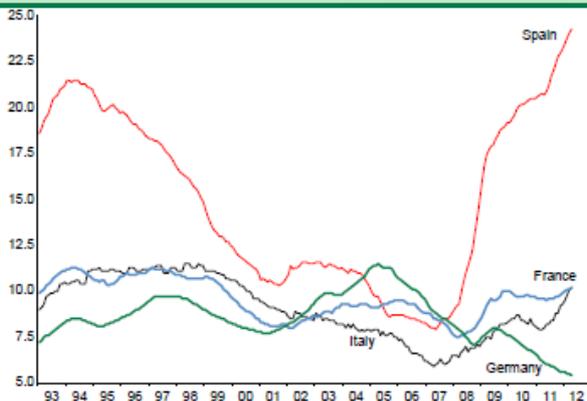
I dati disaggregati del PIL area euro del primo trimestre mostrano che l'economia continentale ha evitato una contrazione grazie alle esportazioni, che da sole hanno contribuito positivamente dello 0,4%, contro una domanda interna in contrazione dello stesso ammontare.

Dato che la domanda interna rimarrà depressa ancora per parecchi mesi in paesi come Italia e Spagna alle prese con una manovra di aggiustamento dei conti pubblici, mentre il rallentamento della congiuntura internazionale dovrebbe pesare sulle esportazioni europee, risulta corroborata l'aspettativa, già formata sulla base degli indicatori congiunturali, che nel secondo trimestre il PIL dell'area euro farà registrare una nuova contrazione. In questo momento gli unici due elementi positivi per l'area euro sembrano essere di natura esogena: il calo del prezzo del petrolio (-20% in euro dal picco di marzo) e l'indebolimento



dell'euro. (-7% da inizio anno in termini trade weighted).

Chart 3: Harmonised Unemployment Rates (%)

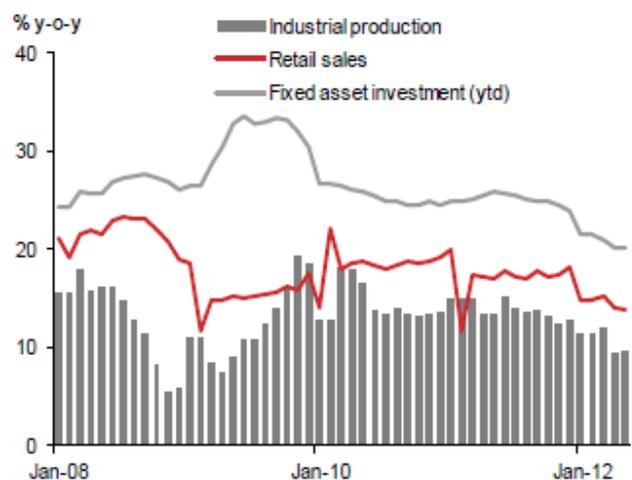


Il deterioramento del contesto congiunturale è stato fatto proprio dalla BCE, anche se questo non ha portato ad una riduzione del costo del denaro nel meeting tenutosi questa settimana, mentre le aste di rifinanziamento a quantità illimitata sono state prorogate per altri sei mesi. Come la FED anche la BCE rimane in una posizione di attesa, anche se le parole di Draghi sono state recepite dai mercati come possibiliste circa nuove misure di stimolo convenzionale e non. Infatti dal lato crescita i mercati essendo più pessimisti della BCE pensano che sarà questa a ricredersi sullo scenario e quindi far venir meno uno degli elementi che ne hanno inibito l'azione questa settimana. L'altro elemento citato è quello del canale di trasmissione della politica monetaria. Con mercati finanziari non operanti correttamente come quelli odierni non è affatto scontato che una riduzione dei tassi si trasmetta sui mercati e sulle scadenze temporali che più risentono dell'attuale fase di stress. Di qui la possibilità che la BCE possa bypassare gli strumenti convenzionali (riduzione dei tassi) per fare ricorso alle misure non convenzionali come gli acquisti sul mercato aperto (SMP) e/o operazione di rifinanziamento di lungo termine (LTRO), anche se entrambe le opzioni non sono state per nulla anticipate nello statement di mercoledì.

MERCATI EMERGENTI

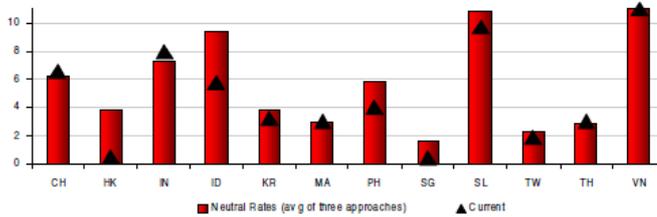
L'Asia ha nuovamente tenuto banco sul panorama macroeconomico, con la Cina a farla da padrone tra pubblicazioni di dati e politica monetaria. Ed è proprio quest'ultima che ha aperto le danze: contro qualsiasi tipo di aspettativa la PBoC ha abbassato dello 0.25% i tassi ufficiali portando il tasso sui prestiti al 6.31%. L'intervento della Banca Centrale cinese si configura quasi come ultimo baluardo di difesa contro il rallentamento economico in atto, rallentamento che a ben vedere ad oggi si configura più come stabilizzazione del ciclo più che come una ulteriore gamba al ribasso: se infatti i dati relativi al mese di maggio hanno fatto vedere una dinamica dell'export e delle importazioni in ripresa, la produzione industriale, le vendite al dettaglio e gli investimenti diretti sono ancora in lieve flessione.

CINA



A livello di area geografica il persistere di tassi già sufficientemente bassi, come evidenziato da grafico, non sembra essere il presupposto per una nuova stagione di ribassi dei tassi: gli interventi di politica fiscale sembrano essere sempre la medicina migliore da somministrare al malato.





Nel resto dei paesi emergenti non si registrano novità di rilievo: le ultime letture dell'inflazione in Brasile sono accomodanti, mentre il dato relativo all'export di Taiwan nel mese di maggio non è stato incoraggiante.



I MERCATI

OBLIGAZIONI

BOND	08 giu	01-giu	11-mag	30 dic 11
USA 10Y	1,57	1,45	1,84	1,88
USA 2Y	0,26	0,25	0,26	0,24
GER 10Y	1,30	1,17	1,52	1,83
GER 2Y	0,05	0,01	0,09	0,14
Euribor 3m	0,66	0,67	0,69	1,36
Euro\$ 3m	0,47	0,47	0,47	0,58
Itrax Crossover	699	737	686	755

L'attesa, tutta da verificare, che i policymakers europei stiano approntando le adeguate contromisure per affrontare il problema delle banche spagnole e le possibili ricadute di un esito elettorale negativo in Grecia, con il supporto anche della politica monetaria, ha incoraggiato la presa di rischio da parte degli operatori. Si è assistito così ad una moderata risalita dei tassi sui titoli americani e tedeschi, mentre gli spread italiani e spagnoli hanno recuperato parte, contenuta, dell'allargamento osservatosi nelle scorse settimane. In entrambe i casi i differenziali rimangono su livelli decisamente elevati a testimonianza del perdurare delle incertezze sulla situazione europea.

AZIONI

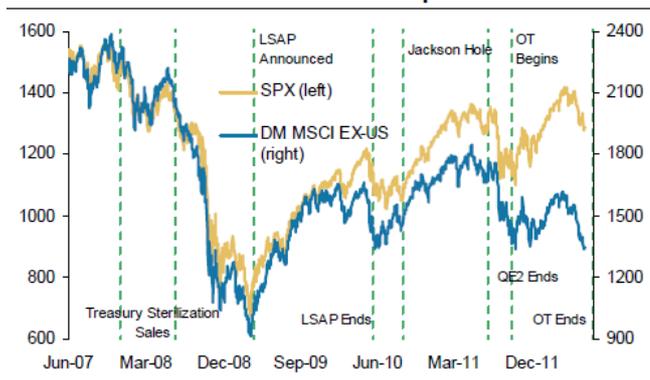
EQUITY	08 giu	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
S&P 500	1314,99	2,89%	-2,84%	4,56%
Stoxx 600	241,12	2,56%	-4,31%	-1,40%
Eurostoxx50	2138,08	3,36%	-5,17%	-7,70%
Topix	717,74	1,24%	-5,36%	-1,49%
FTSE Asia exJp	404,08	0,56%	-6,50%	-0,34%
FTSE Emer Mkt	450,51	1,30%	-6,91%	-2,08%
VIX	21,72	-494,00%	1,83	-1,68
V2X	30,96	-5,43	2,57	6,90

Il rimbalzo dei mercati azionari di questa settimana, ha permesso ad alcuni indici di mantenere il segno positivo da inizio anno. La concomitanza di una serie di eventi potenzialmente importanti come la riunione dell BCE, della BOE, la testimonianza al senato americano da parte di Bernanke, e le indiscrezioni su un possibile accordo di salvataggio delle banche Spagnole, ha fatto sì che molti investitori abbiano preferito chiudere le posizioni speculative corte sui mercati, in via precauzionale. Non che nessuno si attendesse alcunché di particolare da questi appuntamenti, ma quando il mercato è dominato da chi specula sul ribasso, è sempre molto nervoso e tende ad anticipare ogni catalyst che possa determinare un rally nel breve termine. Ovviamente, questa settimana, si è discusso molto delle possibili mosse da parte delle



varie banche centrali per contrastare i dati macroeconomici deludenti che hanno interessato un po' tutte le maggiori economie mondiali. Tuttavia, questa volta la discussione si è concentrata sulla validità della politica monetaria espansiva come strumento per stimolare la crescita economica e per favorire la performance degli asset più rischiosi. La percezione comune è quella che il "Quantitative Easing" abbia un effetto positivo sui mercati molto più che sull'economia reale, in parte perché storicamente gli indici azionari hanno beneficiato dopo ogni annuncio in tal senso. Al contrario, c'è molto più scetticismo sull'effettiva validità di tale strumento sull'economia, soprattutto nei mercati sviluppati dove i tassi sono già prossimi allo zero e il meccanismo di trasmissione della politica monetaria è compromesso dall'elevato livello di indebitamento del sistema. Nessuno dubita della sua importanza laddove sia volta ad evitare un rischio sistemico di collasso del mercato finanziario, come è stato il caso della BCE nel pieno della crisi dello scorso anno, ma non è chiaro, invece, quale sia stato l'effetto delle varie operazioni annunciate dalla FED sull'economia americana.

The Bull Case: Fed Action And Equities

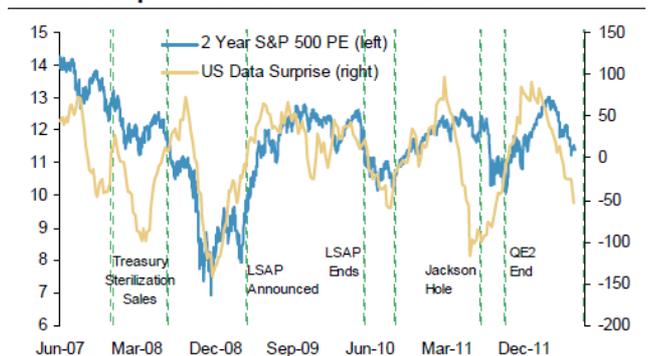


Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research

Alcuni esperti, però, stanno cominciando a mettere in discussione l'efficacia delle politiche espansive anche sugli stessi mercati finanziari: gli analisti di Morgan Stanley, per esempio, evidenziano come l'obiettivo primario della FED nelle varie tranches di

QE, quello, cioè, di abbassare i tassi di interesse sui titoli di Stato, sia sempre stato mancato. Infatti i tassi sono sempre saliti dopo l'annuncio di operazioni di acquisto da parte della FED dimostrando così di essere più correlati con le sorprese macroeconomiche. Secondo questa interpretazione, quindi, il rally dei mercati azionari successivo agli annunci della FED è stato più casuale che voluto, grazie al fatto che è sempre coinciso con un miglioramento della situazione macroeconomica proprio in concomitanza con le decisioni della banca. Ci vorrà tempo e molti studi economici per capire quale sia stato il reale effetto della politica monetaria espansiva in questo ciclo economico. È difficile immaginare che non abbia prodotto proprio alcun effetto, magari si scoprirà che se non ci fosse stato questo sostegno la situazione sarebbe stata anche peggiore di quella attuale. Di sicuro, però, bisogna stare attenti ad andare a comprare azioni sull'attesa di un nuovo round di QE, perché questa volta la reazione dei mercati potrebbe non essere la stessa: a questo proposito guardate il comportamento del mercato cinese dopo l'annuncio da parte della PBOC del taglio a sorpresa dei tassi dello 0.25% questa settimana.

Macro Surprises And SPX PE Ratio



Source: Bloomberg, Citigroup, DataStream, IBES, Morgan Stanley Research

Il taglio dei tassi ufficiali cinesi e non dei requisiti di riserva obbligatoria delle banche non è stata ben accolto dai mercati azionari emergenti in quanto



percepito come più generico e non mirato come gli ultimi interventi avevano fatto ipotizzare. Le valutazioni attraenti sia in termini assoluti che relativi che storici non riescono a controbilanciare i flussi ancora in uscita dall'area e la persistente revisione al ribasso delle prospettive degli utili che continuano ad appesantire i listini; anche questa settimana i mercati emergenti sottoperformano i mercati sviluppati.

VALUTE

CURRENCY	08 giu	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
EUR / USD	1,2456	0,6%	-3,8%	-3,9%
EUR / YEN	98,88	2,0%	-4,3%	-0,9%
USD / YEN	79,39	1,5%	-0,6%	3,1%

L'euro ha tratto moderato beneficio dall'attuale fase di aumento della propensione al rischio. Più significativo è risultato il movimento di deprezzamento dello yen rispetto al dollaro.

PROSSIMA SETTIMANA

	USA	EMU	EM. MKT	EARNINGS
Lunedì 11				
Martedì 12	Fiducia piccoli imprenditori.			
Mercoledì 13	Vendite al dettaglio	EMU: produzione industriale.		
Giovedì 14	Sussidi alla disoccupazione; inflazione.	EMU: inflazione.		
Venerdì 15	Fiducia consumatori.			

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.

MATERIE PRIME

COMMODITY	08 giu	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
OIL	82,35	-1,1%	-14,3%	-16,7%
CRB Index	270,3	0,8%	-7,4%	-11,5%
Gold	1578	-2,4%	-0,6%	0,1%
Silver	28,24	-1,2%	-2,7%	0,2%
Copper	329	-0,7%	-9,8%	-4,1%
Gas	2,28	-2,1%	-9,2%	-23,8%

Continua la fase negativa per le commodities. Il deterioramento delle prospettive di crescita globale e quelle della Cina in particolare sembrano ora essere un tema dominante sui mercati delle materie prime. Questo però porterà qualche elemento di sollievo per i consumatori dei paesi occidentali in termini di minore onerosità della bolletta energetica.

