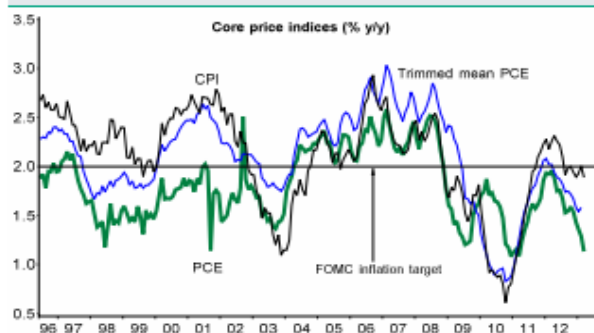


**IL QUADRO MACRO**

**STATI UNITI**

Il contesto complessivo nel periodo di riferimento, non solo per gli USA, è quello di dati sulla crescita in linea se non al di sotto delle aspettative (uniche eccezioni un paio di statistiche europee e italiane e i dati giapponesi), inflazione in moderazione e ampio supporto delle banche centrali.

**Chart 3: Underlying inflation trending lower...**



Source: Reuters Ecowin Pro, BNP Paribas

**Chart 4: ...but expectations are high and stable**



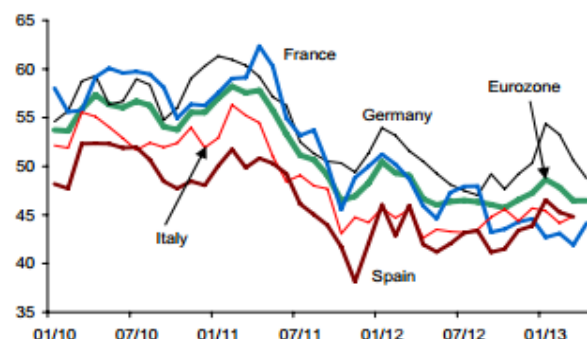
Source: Reuters Ecowin Pro, BNP Paribas

I dati sul PIL, anche se al di sotto delle attese a causa di una contrazione della spesa pubblica di entità straordinaria, sono risultati in linea con le statistiche pubblicate in precedenza. Consumi, investimenti ed edilizia sono cresciuti a tassi ragguardevoli, come indicato dai dati mensili.

Queste statistiche a più alta frequenza sono risultate in moderazione nelle ultime settimane per effetto soprattutto del *fiscal cliff*. Il quadro però non appare preoccupante in quanto, come mostrano anche i dati sul mercato del lavoro, una certa forza di fondo l'economia americana sembra comunque mantenerla. Inoltre la FED si è dimostrata pronta a modificare il ritmo di acquisto di titoli sul mercato aperto non solo nel caso di un miglioramento del contesto macro, ma anche in risposta ad un peggioramento delle prospettive di crescita e inflazione.

**AREA EURO**

**Chart 2: Composite PMIs**



Source: Markit, BNP Paribas

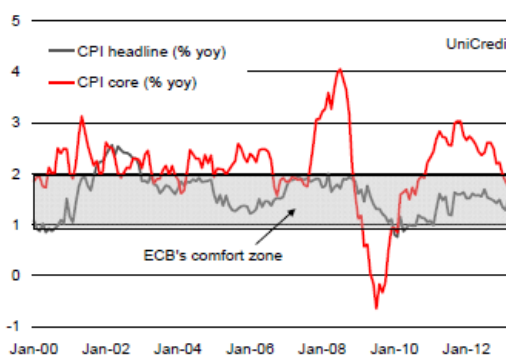
Come da attese di consenso la BCE ha ridotto di 25 punti base il costo del denaro, portando il tasso di riferimento allo 0,5%. Ciò che però ha attirato l'attenzione dei mercati e dei commentatori è stato il tono costruttivo assunto dal governatore Draghi durante la conferenza stampa. Su una pluralità di fronti, infatti, il banchiere centrale italiano è stato possibilista, indicando ai mercati l'idea che la BCE non intenda precludersi alcuna strada nell'impostare l'operato per i mesi futuri.



Sul fronte dell'allentamento monetario non è stata esclusa la possibilità di un'ulteriore riduzione del costo del denaro, dato lo scenario di crescita e inflazione ipotizzato dalla BCE, e vista la volontà di alcuni membri del comitato di ridurre già in maggio i tassi di 50 centesimi. Inoltre la BCE sembra aperta anche all'idea di portare in negativo il tasso sui depositi, (cioè far pagare alle banche un costo per poter parcheggiare la propria liquidità presso l'istituto di emissione), anche se vi è una qualche apprensione per gli effetti non intenzionali che questo potrebbe produrre (in altre realtà le banche hanno reagito aumentando il costo del denaro alla clientela).

Sul fronte non convenzionale la facoltà di accesso illimitato alla liquidità è stata estesa fino al secondo trimestre del 2014, facendo notare come le banche non possano certo imputare alla mancanza di liquidità il loro atteggiamento restrittivo nell'erogazione del credito. I problemi sono altri e vanno dall'avversione al rischio dei banchieri alla scarsa dotazione di capitale per assorbire eventuali perdite.

**INFLATION TO REMAIN WELL WITHIN ECB'S COMFORT ZONE**



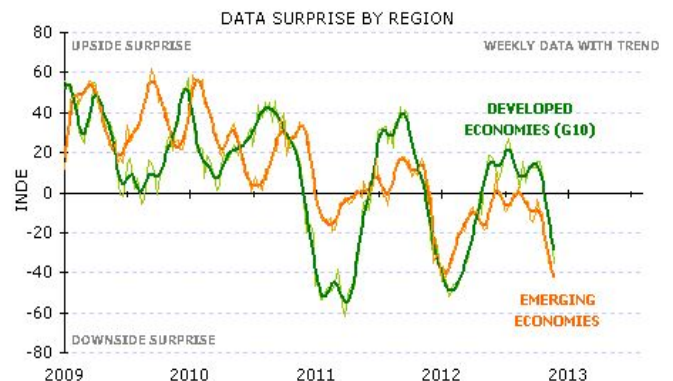
Fonte: Unicredit

Infine, anche per quanto riguarda il tema delle misure per contrastare la stretta creditizia, la BCE si è detta aperta a ogni iniziativa, anche in collaborazione con altre istituzioni europee (EIB), rimarcando però che lo studio delle possibili misure

è alle fasi preliminari e che quindi azioni concrete non sono attuabili in tempi brevi. Su questo fronte la strada maestra perseguita dagli USA è stata l'acquisto a mercato aperto da parte della FED di prestiti cartolarizzati. In Europa, data la preponderanza del canale bancario questo approccio è più difficile; di qui le necessità incontrate dalla BCE per attuare iniziative efficaci.

**PAESI EMERGENTI**

Anche per le economie emergenti l'attuale fase si caratterizza per esiti delle statistiche economiche al di sotto delle attese. Inoltre, come mostra il grafico sotto riportato, l'effetto "delusione" per le economie emergenti appare più marcato rispetto agli sviluppati.



Fonte: Morgan Stanley



## I MERCATI

### OBBLIGAZIONI

BOND	03 mag	26-apr	05-apr	31 dic 12
USA 10Y	1,69	1,66	1,71	1,76
USA 2Y	0,21	0,21	0,23	0,25
GER 10Y	1,22	1,21	1,21	1,32
GER 2Y	-0,02	0,00	0,01	-0,02
Euribor 3m	0,20	0,21	0,21	0,19
Euro\$ 3m	0,28	0,28	0,28	0,31
Itrax Crossover	384	427	477	482

Nel periodo di riferimento la volatilità sui tassi di interesse, specialmente sui Bund, è risultata elevata, anche se nei livelli da un estremo all'altro il movimento di discesa è risultato abbastanza contenuto. Particolarmente positiva è stata la dinamica dello spread BTP – Bund, che ha lambito i minimi post crisi in area 250 punti base. Il restringimento dello spread e tassi sui Bund decisamente contenuti hanno fatto sì che il rendimento a scadenza sul BTP decennale sia sceso ad un livello inferiore alla fase che ha preceduto l'avvio della crisi, e non molto distante dal minimo assoluto del 2005.

### AZIONI

EQUITY	03 mag	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
S&P 500	1597,59	0,97%	2,85%	12,02%
Stoxx 600	300,16	1,44%	4,54%	7,32%
Eurostoxx50	2742,22	2,19%	6,07%	4,03%
Topix	1153,28	-0,68%	8,16%	34,13%
FTSE Asia exJp	496,02	0,96%	4,14%	2,78%
FTSE Emer Mkt	521,06	1,58%	3,13%	-0,80%
VIX	13,59	-0,02	-0,33	-4,43
V2X	17,66	-2,05	-4,63	-3,69

La reportistica americana è giunta quasi al termine con oltre l'85% della market cap che ha annunciato i risultati del primo trimestre del 2013. Gli utili sono

stati più che buoni; oltre l'80% delle società ha riportato in linea o meglio delle attese, con una sorpresa media di circa il 6%. Il primo trimestre riporta così in positivo la dinamica degli EPS, sia su base annua (+8% circa), sia rispetto al trimestre scorso.

Il buon risultato sui profitti è dato dalla tenuta dei margini, che sono risultati superiori alle attese, mentre i ricavi hanno deluso le aspettative. Nel complesso meno di un quarto delle società ha superato le attese sulla *top line*, tanto che la differenza complessiva rispetto alle stime è negativa per circa lo 0,7%, riguardando quasi tutti i settori, con la prevalenza di quelli negativamente impattati dal prezzo delle *commodities*, come l'*energy* e i *basic materials*.

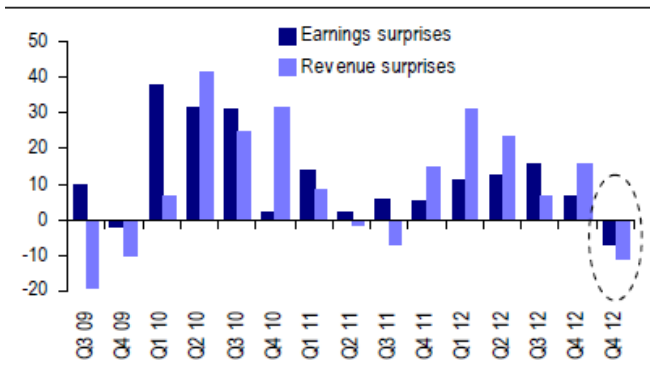
#### Stime EPS S&P500 – bottom-up

FY2013 ESTIMATE	Q113	Q213	Q313	Q413	FY13	FY13 %
Consumer Discretionary	5,32	6,11	6,38	7,02	24,8	11%
Consumer Staples	5,33	5,90	6,28	6,58	24,1	7%
Energy	11,70	11,57	12,27	12,31	47,9	8%
Financials	5,19	4,88	4,86	5,14	20,1	22%
Health Care	8,65	9,05	9,27	9,24	36,2	15%
Industrials	5,48	6,19	6,41	6,68	24,8	11%
Information Technology	8,33	8,35	8,82	11,04	36,5	12%
Materials	4,51	4,66	3,85	3,96	17,0	16%
Telecom Services	2,21	2,23	2,28	1,65	8,4	148%
Utilities	3,03	2,71	4,14	2,57	12,5	4%
<b>S&amp;P500</b>	<b>26,20</b>	<b>26,84</b>	<b>27,99</b>	<b>29,50</b>	<b>110,5</b>	<b>13,8%</b>
Crescita YoY %	8,1%	5,5%	16,6%	27,4%		
Crescita QoQ %	13,2%	2,4%	4,3%	5,4%		

In Europa la reportistica è a meno della metà ma sinora anche qui i ricavi hanno deluso e in misura maggiore che negli USA. Inoltre, senza il supporto della marginalità e con un quadro macro decisamente più debole, le società europee stanno deludendo anche sui profitti, con la maggioranza che ha riportato sotto le attese.



Chart 1: Revenue vs. earnings surprises (company count)



Source: Bloomberg, UBS European Equity Strategy

In termini settoriali vi è da notare che in questo trimestre a deludere le aspettative, oltre ai settori ciclici, vi sono anche alcuni che sinora avevano retto molto bene, come i beni di prima necessità e l'alimentare.

La reportistica non ha peraltro avuto impatto sui mercati, che hanno proseguito nell'apprezzamento delle scorse settimane, supportate dalle attese di stabilizzazione e ripresa nella seconda parte dell'anno ma, soprattutto, dall'azione delle banche centrali. Da ultima, in settimana, la BCE ha tagliato i tassi e si è detta pronta a ulteriori misure per sostenere l'economia. Come detto nel paragrafo macro, peraltro, la Banca Centrale è ancora in una fase di studio per quanto riguarda una delle misure che potrebbe avere un impatto importante a sostegno dei paesi periferici, come quello di un intervento mirato al credito delle PMI.

La settimana scorsa anche la Banca d'Italia aveva messo in luce la significativa contrazione del credito alle PMI italiane, sia per la scarsa propensione alla concessione da parte delle banche, che stanno fronteggiando un flusso di sofferenze decisamente "impegnativo" per i propri *ratio* patrimoniali e dall'altro perché il (poco) credito disponibile lo è a tassi elevati. Il Presidente Draghi ha comunicato che è allo studio, in connessione con altre istituzioni europee, l'impulso allo sviluppo di un mercato di ABS (*asset backed securities*)

ovvero cartolarizzazioni con a collaterale i prestiti a imprese non finanziarie. Le technicalità da affrontare non sono poche ma il tema principale è quello sostanziale dell'intervento. L'effetto principale si avrebbe, infatti, nel caso in cui la Banca Centrale effettuasse acquisti diretti di cartolarizzazioni dalle banche, ai quali però, è facile ipotizzare si oppongano i paesi nordici.

Una possibile soluzione, che alcuni analisti ipotizzano possa realizzarsi, è quella di costituire veicoli ad hoc nei singoli stati che possano comprare (quindi assumere rischi sui propri bilanci) queste cartolarizzazioni e a cui la BCE potrebbe fornire il *funding* per le operazioni a tassi molto bassi. Il tutto però è (purtroppo) ancora lontano dal concretizzarsi in tempi brevi.

## VALUTE

CURRENCY	03 mag	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
EUR / USD	1,3061	0,2%	0,5%	-1,0%
EUR / YEN	129,47	1,4%	2,1%	13,1%
USD / YEN	99,13	1,1%	1,6%	14,3%

Sul mercato dei cambi nel periodo di riferimento ha prevalso il tema dell'indebolimento dello yen, mentre l'euro dollaro è rimasto in un intorno dell'area 1,3. La decisione della BCE di ridurre il costo del denaro e l'affermazione da parte della FED di essere pronta a modificare in senso espansivo il proprio bilancio qualora le condizioni lo ritenessero necessario si sono sostanzialmente bilanciate lasciando immutato il livello del cambio.

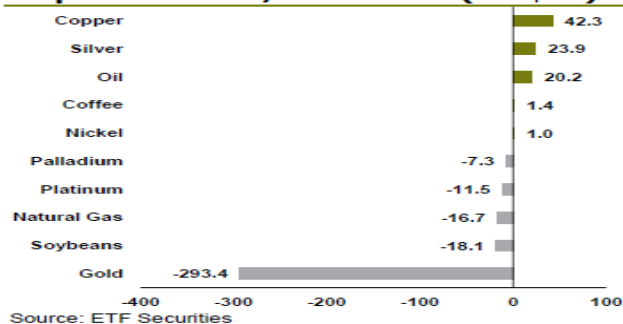


**MATERIE PRIME**

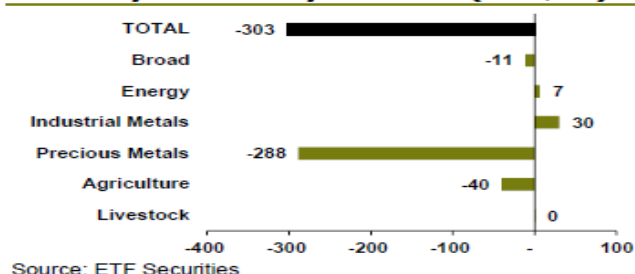
COMMODITY	03 mag	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
<b>OIL</b>	95,02	2,2%	2,5%	3,5%
<b>CRB Index</b>	288,1	1,0%	-0,1%	-2,3%
<b>Gold</b>	1465	0,2%	-7,3%	-12,5%
<b>Silver</b>	23,95	-0,2%	-12,4%	-21,1%
<b>Copper</b>	326	2,4%	-2,5%	-10,8%
<b>Gas</b>	4,03	-2,9%	-2,2%	20,4%

I timori legati a un possibile parziale rallentamento dello stimolo monetario da parte della banca centrale americana, uniti a preoccupazioni di un ciclo di crescita globale meno dinamico delle aspettative hanno colpito diversi settori del mercato delle materie prime, con performance e saldo di flussi complessivamente negativi da inizio anno. In particolare ciò che desta le maggiori preoccupazioni sono i tassi di crescita cinesi, oggettivamente meno brillanti del passato. Nonostante il FMI abbia rivisto al ribasso le stime di crescita per il 2013, in particolare per l'Eurozona, resta fermo sulla previsione di una ripresa di vigore nella seconda metà dell'anno. Per questo ci si può aspettare una certa ripresa nelle commodities più cicliche, testimoniato da un certo ritorno di interesse su metalli industriali ed energia.

**Top 5 Inflows/Outflows (US\$m)**



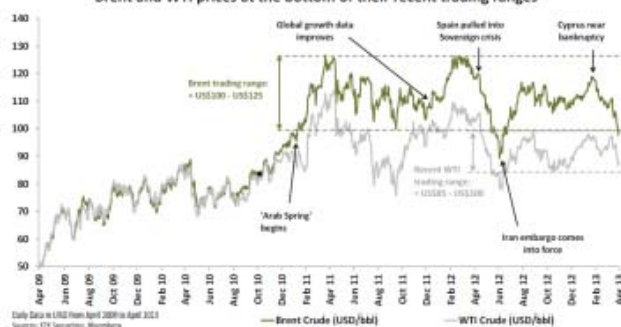
**Weekly Flows by Sector (US\$m)**



Per quanto riguarda le commodities energetiche, il **petrolio** in particolare, segnaliamo come i due benchmark di mercato, Brent e WTI, si trovino oggi rispettivamente nella parte bassa del trading range più recente.

L'aumento dell'offerta globale, grazie allo sviluppo della produzione americana con le nuove tecniche di estrazione da scisti (shale oil), è destinata a perdurare nel tempo, con l'estendersi di queste nuove tecnologie anche verso Russia e Medio Oriente, dove per contro la produzione convenzionale è in costante declino. Supponendo che i tassi di incremento della produzione americana restino ai livelli attuali, si stima che gli USA sorpasseranno la produzione dell'Arabia Saudita nel 2020.

Brent and WTI prices at the bottom of their recent trading ranges



Fonte: IEA

Contemporaneamente, le principali Agenzie energetiche come la IEA, hanno ridotto le stime sulla domanda globale, a causa dell'incertezza intorno alla sostenibilità della crescita americana, del rallentamento cinese e del peggioramento del



ciclo europeo. Di conseguenza il prezzo del petrolio resterà verosimilmente costretto all'interno del più recente trading range, con un limite inferiore intorno agli 80 USD/bbl per il WTI , che rappresenta il livello sotto il quale l'estrazione di "shale" oil non è più economica per molti produttori.

#### 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.