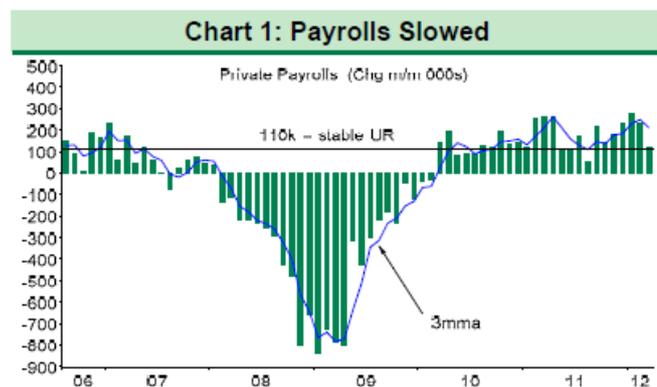


IL QUADRO MACRO

STATI UNITI

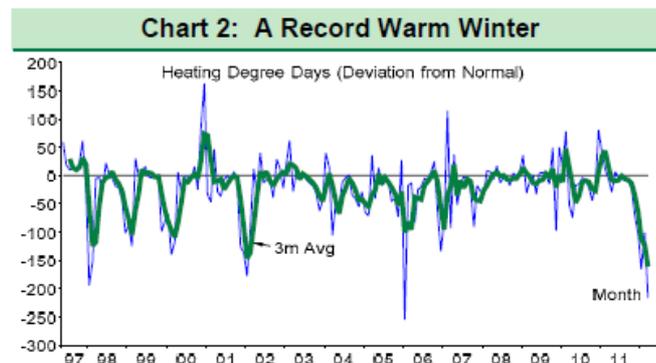
Le ultime settimane sono state caratterizzate da un ritorno della volatilità sui mercati finanziari in buona parte riconducibile al riaffiorare dei problemi relativi ai debiti europei, ma anche a seguito di alcuni dati macroeconomici al di sotto delle attese negli USA. Il timore dei mercati, sembra essere che si possa ripetere anche quest'anno quanto visto nel 2010 e soprattutto nel 2011, ovvero sia che al buon abbrivio della congiuntura americana ad inizio anno faccia seguito durante la primavera – estate una fase di deterioramento del ciclo economico.



Tali timori sono stati rafforzati dal dato negativo sul mercato del lavoro che a marzo ha fatto registrare un marcato calo nel numero di nuovi occupati rispetto ai tre mesi precedenti (si veda il grafico sopra riportato). Questa statistica si è sommata ai dati al di sotto del consenso per quanto riguarda la fiducia degli imprenditori non manifatturieri e di quelli appartenenti al comparto della piccola e media impresa.

A nostro avviso la distanza tra attese di mercato e dati effettivi per quanto riguarda i sondaggi sulla fiducia sopra menzionati è decisamente contenuta e tale da non mutare le nostre aspettative sulla crescita americana. Anzi, i dati di economia reale di recente pubblicazione come quelli sulla bilancia

commerciale hanno avuto l'effetto di portare ad una modesta revisione al rialzo delle aspettative sul PIL del primo trimestre leggermente al di sopra del 2%. Per quanto riguarda i dati deludenti sul numero di nuovi assunti mensili rimangono nella fascia media di oscillazione che questa statistica ha storicamente mostrato, e si confrontano con altre informazioni provenienti dal mercato del lavoro che non portano a ritenere imminente un calo duraturo nel ritmo di nuove assunzioni.



In sintesi siamo più propensi a ritenere che l'economia americana stia facendo registrare qualche sobbalzo (magari dovuto a condizioni meteorologiche eccessivamente favorevoli durante l'inverno e che ora vengono meno) piuttosto che a segnali premonitori di un rallentamento in corso nel tasso di espansione che continua ad essere tutto sommato moderato.

AREA EURO

Nelle due settimane a cavallo della Pasqua non si segnalano particolari novità di rilievo per quanto riguarda i dati macroeconomici europei e lo scenario che da essi ne consegue. L'ultimo dato di una certa rilevanza in ordine di tempo ad essere stato pubblicato è stato quello relativo alla produzione industriale aggregata, risultata



significativamente sopra le attese, ma viziata da un dato anomalo olandese. Tale per cui anche i commentatori più ottimisti sullo scenario europeo hanno finito con l'attribuire poca importanza a questa statistica.

Le prospettive per l'area euro nei prossimi trimestri rimangono molto modeste con un ritorno alla crescita molto lento ed atteso nella seconda metà dell'anno. Per l'Italia in quadro rimane di contrazione per la prima parte dell'anno e molto incerto per la seconda.

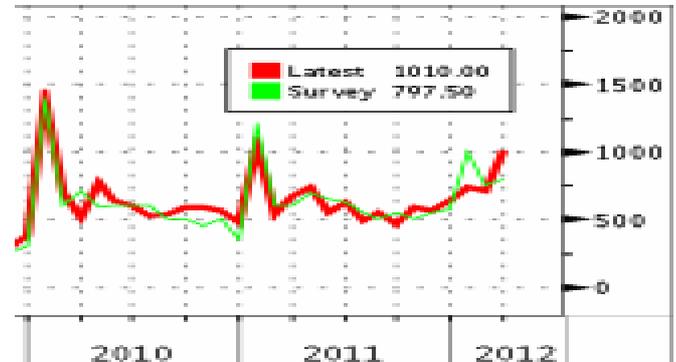
MERCATI EMERGENTI

L'economia cinese è cresciuta ad un ritmo dell'8,1% nel primo trimestre dell'anno. La crescita più contenuta rispetto al passato ha alimentato nuovamente le aspettative di politica monetaria più espansiva, sostenuta, però, da un'azione fiscale più incisiva, come lo stesso premier Wen si è affrettato a dichiarare.



Seppur inferiore alle aspettative ufficiali di +8,4%, la lettura del dato sulla crescita del GDP si presta a interpretazioni incoraggianti: il primo trimestre dovrebbe essere il punto di minimo dell'economia cinese, stante alle indicazioni provenienti da alcuni dati relativi al mese di marzo, come la produzione industriale, le vendite al dettaglio, l'export e i prestiti bancari, tutti al di sopra delle attese, unitamente a una dinamica dell'inflazione (PPI in territorio negativo) sotto controllo.

CINA: prestiti bancari



Se questo dovesse essere lo scenario futuro, allora prenderebbe corpo l'ipotesi di un'economia che cresce a un ritmo dell'8,5/9%, circa un punto al di sopra delle stime governative di 7,5% (in linea con la media degli ultimi anni durante i quali le stime del governo erano un livello minimo e non un obiettivo da raggiungere). Sul fronte delle politiche monetarie dei principali mercati emergenti, si è notato nel recente passato un piccolo cambio di marcia: a invarianza di tassi (Russia e Corea) l'atteggiamento delle autorità monetarie è più attendista a fronte delle crescenti spinte inflazionistiche proveniente dal mondo delle materie prime, in particolare dal petrolio.

I MERCATI

OBBLIGAZIONI

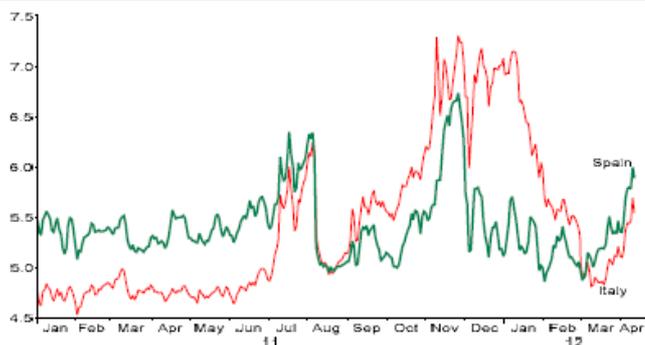
BOND	13 apr	05-apr	16-mar	30 dic 11
USA 10Y	2.01	2.18	2.29	1.88
USA 2Y	0.28	0.34	0.36	0.24
GER 10Y	1.74	1.74	2.05	1.83
GER 2Y	0.13	0.14	0.33	0.14
Euribor 3m	0.75	0.77	0.85	1.36
Euro\$ 3m	0.47	0.47	0.47	0.58
Itrax Crossover	645	635	528	755

Le prime settimane di aprile hanno visto una brusca risalita degli spread dei titoli italiani e spagnoli



rispetto ai bund tedeschi. Le cause che hanno determinato questo movimento sono molteplici e risiedono soprattutto nella situazione sempre difficoltosa in cui si trovano le economie italiana e spagnola, strette tra necessità di austerità fiscale e pesante contrazione economica. Inoltre per la Spagna hanno pesato i rinnovati timori di solvibilità del sistema bancario a causa delle perdite derivanti dallo scoppio della bolla immobiliare, mentre sull'Italia si è avuta la percezione che la volontà riformatrice del governo sia in qualche modo annacquata dalle contingenze politiche dei partiti che lo sostengono.

Chart 1: 10y Government Bond Yields (%)



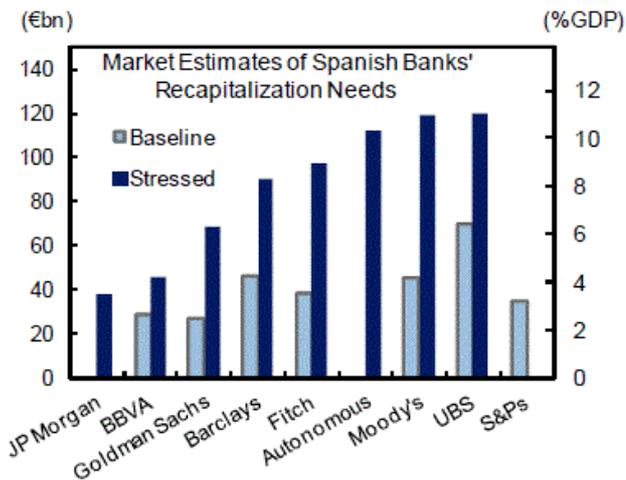
AZIONI

EQUITY	13 apr	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
S&P 500	1387.57	-0.75%	-1.18%	10.33%
Stoxx 600	255.61	-1.34%	-6.16%	4.53%
Eurostoxx50	2325.89	-2.79%	-10.83%	0.40%
Topix	815.48	-2.05%	-5.91%	11.92%
FTSE Asia exJp	454.10	0.14%	-1.43%	12.00%
FTSE Emer Mkt	515.70	-0.13%	-3.22%	12.08%
VIX	17.20	50.00%	2.73	-6.20
V2X	27.69	2.10	9.17	3.63

La recente debolezza dei mercati azionari ha riportato alcuni indici azionari vicino, e in alcuni casi anche al di sotto, importanti livelli. Al di là del

significato tecnico, vedere il FTSEMIB in prossimità dei minimi toccati a settembre dello scorso anno e lo Euro Stoxx 50 negativo da inizio anno, è per certi versi sorprendente, specialmente per chi è abituato a guardare l'indice S&P o il Dax e pensa che i mercati azionari abbiano fatto mediamente più del 10% quest'anno. Ma forse la sorpresa maggiore è quella di vedere l'indice spagnolo (IBEX) a -15% da inizio anno e addirittura sotto i minimi dell'anno scorso. Andando a scavare più nel dettaglio le performance dei singoli titoli è impressionante vedere un numero così elevato di azioni che perdono oltre il 30% da inizio anno. Tra questi i gestori di energie rinnovabili hanno patito per l'incertezza del quadro regolatore che dovrà essere modificato dal governo che si trova a dover affrontare il problema del deficit delle tariffe che ha raggiunto quota 9 mld €. Gli altri sono piccole banche regionali e società di costruzioni che sono legate tra di loro dal doppio filo del debito e dei finanziamenti. Basta leggere una ricerca su uno qualsiasi di questi costruttori, per capire che il tema del rientro del debito è sicuramente al top della lista delle priorità. Ma il vero problema è quello delle banche sia per il loro peso nell'indice (circa 35%), sia per il ruolo che ricoprono nel tessuto economico locale. La liquidità della BCE è stata sicuramente importante, ma il processo di ristrutturazione è ancora in pieno svolgimento e richiederà ancora tanto tempo prima di essere completamente risolto. Le banche spagnole continuano ad essere molto dipendenti dal finanziamento esterno e con il 150% di crediti su depositi, devono continuare a fare "deleveraging" con ovvie implicazioni negative sull'economia. Le recenti misure del governo hanno prodotto un aumento degli accantonamenti per le sofferenze pari a circa 20 mld €, ma secondo molti osservatori questo non è ancora sufficiente. Con i prezzi delle case che continuano a scendere non è difficile immaginare che le banche spagnole possano aver bisogno di nuovo capitale pari a 5-10% del GDP sotto uno scenario di stress-test.





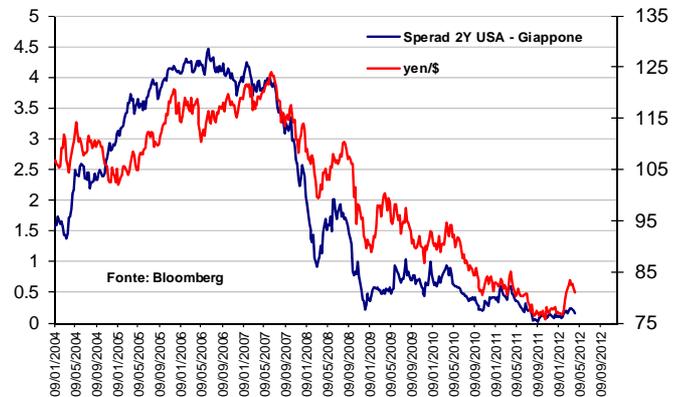
Prendiamo per esempio i recenti risultati di Banesto: a seguito delle nuove regole imposte dal governo, ha dovuto mettere da parte 475 mln € per aumentare gli accantonamenti sui crediti in sofferenza e ne dovrà fare altrettanti entro fine anno “solo” per portare il livello di copertura di tali crediti dal 40% al 50%. Intanto i “non performing loans” sono saliti di 80 bps e rappresentano circa il 5% degli asset della banca ponderati per il rischio. Nel frattempo sta cercando di diminuire il ricorso alla leva finanziaria tagliando i crediti di circa l'8%, ma i depositi si stanno riducendo ancor più velocemente lasciando la banca esposta ad un problema di finanziamento. Ecco perché le banche spagnole sono sempre più legate ai prestiti della banca centrale i cui asset come “prestatore di ultima istanza” hanno raggiunto ormai il 40% del PIL della Spagna raddoppiando nell'arco di solo un anno.

Nelle ultime due settimane la performance dei principali mercati emergenti è stata in linea con i mercati sviluppati. I listini sono stati sostenuti anche da aspettative per una stagione reportistica, in prossima apertura, soddisfacente: infatti gli investitori stanno ipotizzando che le svalutazioni delle valute nell'ultimo mese possano sostenere, anche solo per il breve termine, gli utili dei settori votati all'export.

VALUTE

CURRENCY	13 apr	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
EUR / USD	1.3146	0.6%	-0.2%	1.4%
EUR / YEN	106.50	-1.0%	-2.9%	6.7%
USD / YEN	81.01	-1.7%	-2.8%	5.2%

Sul fronte valutario si registrano oscillazioni relativamente contenute del cambio euro dollaro, fenomeno che ha stupito qualche osservatore anche alle luce del movimento di allargamento degli spread sui titoli italiani e spagnoli. Il movimento più ampio è stato quello fatto registrare dallo yen che, dopo un avvio d'anno di repentino indebolimento sul dollaro ha riconquistato nelle ultime sedute parte del terreno perduto. Il movimento ha riportato il cambio yen dollaro su valori più vicini a quanto suggerito dal differenziale dei tassi.



MATERIE PRIME

COMMODITY	13 apr	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
OIL	103.29	0.0%	-3.5%	4.5%
CRB Index	305.4	-0.4%	-4.0%	0.0%
Gold	1671	2.6%	0.9%	6.0%
Silver	32.25	1.6%	-1.1%	14.4%
Copper	366	-3.5%	-5.4%	6.8%
Gas	1.98	-5.2%	-14.9%	-33.8%



Settimana moderatamente negativa per l'indice aggregato delle materie prime, trascinato dal ribasso dalle performance delle componenti più sensibili all'andamento del ciclo economico. In contro tendenza l'oro, visto in questa fase come

bene rifugio in un momento di aumento dell'avversione al rischio.

PROSSIMA SETTIMANA

	USA	EMU	EARNINGS
Lunedì 16	Vendite al dettaglio; fiducia mercato immobiliare.		USA: Citigroup
Martedì 17	Permessi alla costruzione.	EMU: inflazione; indice di fiducia ZEW.	USA: Coca Cola, J&J, Goldman Sachs, IBM, Intel EU: Danone, Rio Tinto
Mercoledì 18			USA: America Express EU: Hieneken, BH Billinton
Giovedì 19	Sussidi alla disoccupazione; indicatore anticipatore.	EMU: Fiducia dei consumatori.	USA: Dupont, Bank of America, Morgan Stanley, Microsoft EU: Nokia
Venerdì 20		GER: indice fiducia IFO	USA: GE, Kimberly Clark EU : Nestlè

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.