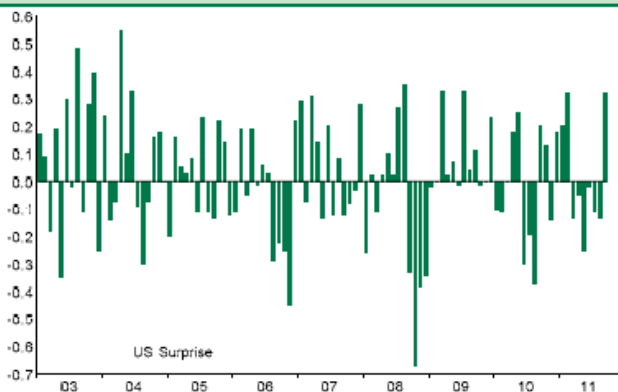


**IL QUADRO MACRO**

**STATI UNITI**

In settimana sono state rese note importanti statistiche relative all'economia reale, riguardanti la fiducia degli imprenditori, ma soprattutto le statistiche sul mercato del lavoro. Nel complesso l'evidenza macro è risultata superiore alle attese completando così un periodo in cui, come mostra la figura sotto riportata, le sorprese dal lato degli indicatori macro sono risultate positive.

**Chart 1: US Surprise Indicator Headline Index**



Source: Reuters EcoWin Pro, BNP Paribas SD from mean

Alcune case di investimento hanno addirittura rivisto marginalmente al rialzo le aspettative sulla crescita per il terzo trimestre, identificando in Q4 2011 o addirittura nel primo trimestre del nuovo anno il punto di minimo dell'economia dovuto alle tensioni sui mercati finanziari.

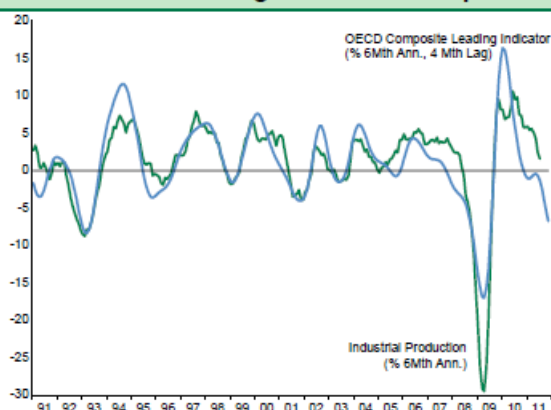
**AREA EURO**

Per quanto riguarda l'area euro l'evento della settimana è stato senza dubbio il comitato mensile di politica monetaria del 6 ottobre.

La BCE assecondando le aspettative degli economisti, ma deludendo in parte le attese del mercato ha lasciato invariato il costo del denaro al 1,5%. Dove invece la banca centrale non ha deluso

le attese è stato sul lato della liquidità, con nuove più incisive misure a sostegno del rifinanziamento di breve – medio termine del sistema bancario continentale.

**Chart 1: Leading Indicator & Output**



Source: Reuters EcoWin Pro

Infatti, come nella crisi del 2008, sono state reintrodotte due finestre di rifinanziamento con durata annua e a quantità illimitata, più altre opzioni dalla durata più contenuta per venire incontro alle difficoltà delle banche private a finanziarsi sul mercato aperto. Dietro fornitura di adeguata garanzia in titoli le banche possono fare affidamento pieno sulla BCE come prestatore di ultima istanza.

La strategia della BCE già più volte esplicitata nelle passate dichiarazioni è chiara: separare il più possibile il problema delle tensioni sul mercato interbancario, fornendo come è stato fatto ampia liquidità alla banche, dalla gestione della politica monetaria rivolta ai fondamentali macroeconomici. Su questo punto con decisione presa non unanimemente si è deciso che il deterioramento in atto della congiuntura non è ancora tale da giustificare una riduzione dei tassi. Il problema principale per la Banca è la trasmissione dello stimolo monetario attraverso il canale bancario, e non il livello dei tassi. E' però anche vero che la



retorica usata dalla BCE per descrivere lo stato dell'economia è mutata in maniera sensibile, lasciando aperta la possibilità di un ribasso dei tassi nei prossimi mesi.

**Chart 2: Financial & Monetary Conditions**



Source: Reuters EcoWin Pro

Infine per quanto riguarda il problema dei debiti pubblici Trichet non ritiene appropriato che la BCE utilizzi le sue capacità per accrescere tramite la leva finanziaria le potenzialità di azione del fondo salva stati ESFS. Per il Governatore i governi nazionali hanno la piena capacità di fare questo senza coinvolgere la BCE.

La crisi di liquidità sul mercato interbancario si è notevolmente acuita nell'ultimo paio di mesi.

In questo contesto, il ricorso delle banche italiane al "rubinetto" della Bce è raddoppiato in luglio e agosto rispetto ai mesi precedenti: la consistenza delle operazioni di finanziamento è passata da 40 a 80 miliardi di euro circa. Si noti che il ricorso alla Bce è costoso, poiché il tasso praticato dalla banca centrale (1,5%) è ben superiore al tasso di mercato (0,9% il tasso Euro a una settimana). Il suo aumento è un brutto segnale, che indica una crescente difficoltà delle banche italiane a finanziarsi sul mercato finanziario all'ingrosso. La raccolta al dettaglio sembra invece tenere bene (per ora): in agosto la crescita su base annua è proseguita ai ritmi dei mesi precedenti (2,3% nel complesso, 4,5% le obbligazioni).

Nel mese di agosto, le banche italiane hanno aumentato il tasso d'interesse sui prestiti di 30 centesimi di punto rispetto al mese precedente (sulle nuove operazioni). Per la precisione, il tasso sui prestiti alle imprese non finanziarie è passato

dal 3,34% di luglio al 3,65% di agosto. Nello stesso periodo, il tasso d'interesse sui mutui alle famiglie per l'acquisto della casa è passato dal 3,22% al 3,50%. Contemporaneamente i tassi d'interesse interbancari sono diminuiti: l'Irs a dieci anni -- che costituisce il punto di riferimento per stabilire il prezzo dei mutui a tasso fisso - si è ridotto di 35 centesimi (dal 3,25 al 2,90%) tra luglio e agosto; l'Euribor a tre mesi -- il parametro per i mutui a tasso variabile -- è calato di 5 centesimi (da 1,60 a 1,55%).

Possiamo sintetizzare questi numeri dicendo che, mentre il mercato finanziario ha iniziato ad agosto a scontare un futuro probabile ribasso del tasso d'interesse ufficiale da parte della Bce (tendenza poi proseguita in settembre), i tassi d'interesse praticati alla clientela seguono un andamento opposto, facendo diventare sempre più costoso l'accesso al credito per le imprese e le famiglie. Queste subiscono le conseguenze dell'aumento del costo della raccolta per le banche italiane, dovuto anche al maggiore ricorso alla Bce.

I dati sulle quantità sono più consolanti. Il credito alle imprese e alle famiglie continua crescere in Italia a ritmi superiori alla media europea, seppure qualche segnale di rallentamento abbia cominciato a manifestarsi in agosto. In questo mese infatti il tasso di crescita è stato del 5%, contro il 5,4% di luglio. Nell'area euro la dinamica del credito bancario è più debole: 2,3% a luglio.

Nella scorsa primavera, le banche italiane avevano formulato i loro piani strategici puntando su un aumento del tasso d'interesse ufficiale nei prossimi anni (due punti percentuali in più rispetto ai livelli attuali). L'aumento avrebbe consentito loro di allargare la forbice tra tassi attivi e passivi, sostenendone la redditività. Prevedevano anche che il nostro paese sarebbe rimasto ai margini della crisi del debito sovrano.

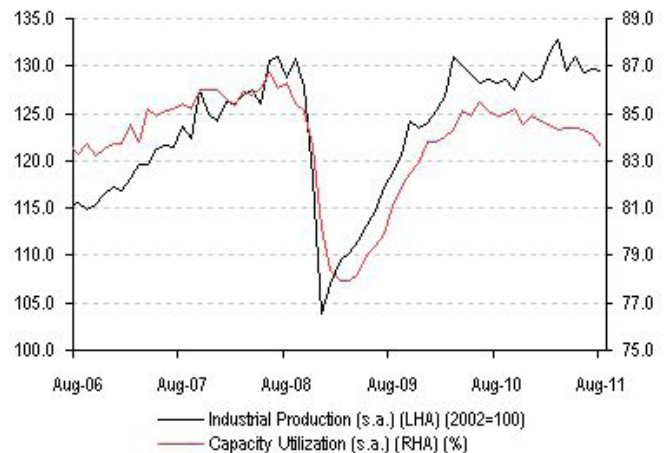
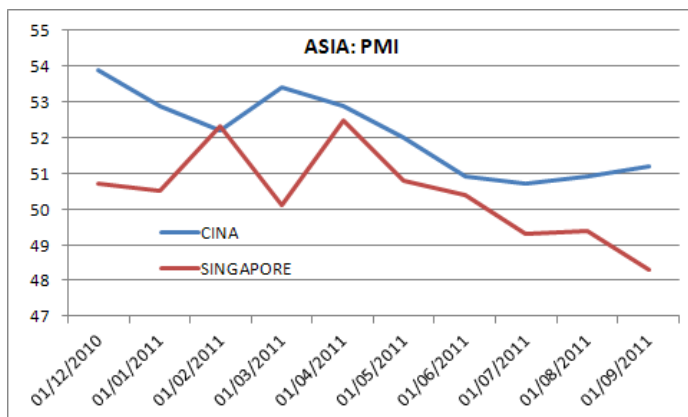
Ora lo scenario è cambiato drammaticamente. Le prospettive sono per una riduzione del tasso di policy della Bce: questo costringerà le banche a rivedere i loro obiettivi in relazione al margine d'interesse. I titoli di stato italiani sono stati investiti in pieno dalla bufera, riducendo il valore del portafoglio titoli. Per ora, le banche si difendono aumentando i tassi alla clientela, in controtendenza rispetto ai tassi di mercato, e appoggiandosi alla stampella (costosa) della Bce. Questa strategia difensiva non potrà durare a lungo: prima o poi le



banche si dovranno rassegnare a un calo di redditività, peraltro già ampiamente riflesso nelle quotazioni di borsa delle loro azioni. È difficile dire quando ciò avverrà. Per il momento, l'unica cosa certa è il conto delle crisi presentato alla clientela.

## ASIA

Quella che era stata definita come la settimana dei PMI per la numerosità dei paesi che hanno rilasciato il dato, ha confermato il trend di indebolimento dello scenario economico. In America Latina il PMI in Brasile relativo al mese di settembre è risultato inferiore al dato di agosto; in Asia Taiwan, Singapore e Hong Kong hanno fatto da eco al dato brasiliano. In controtendenza la Cina con un PMI in crescita e al di sopra della soglia di 50. In Brasile la produzione industriale del mese di agosto si è contratta dello 0,2% in ragione mensile, appesantita da un lato dalla forza della valuta e dall'altro da un costo del lavoro in continua ascesa: in quest'ottica l'azione coordinata di politica fiscale e monetaria giocheranno un ruolo importante per scongiurare un brusco rallentamento economico. In Asia, invece, il dato dei PMI è stato mitigato da evidenze sul lato dell'inflazione in linea con le ultime letture se non in moderazione, accompagnando così l'azione più rilassata delle autorità monetarie. Infine, per verificare lo stato di salute dell'economia è cruciale testare la tenuta delle esportazioni (tradizionale motore delle economie asiatiche): i primi dati disponibili relativi a Taiwan nel mese di settembre sono incoraggianti, con un +9,9% vs il +7,2% di agosto tendenziale annuo.



## I MERCATI

### EQUITY

EQUITY	07 ott	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
<b>S&amp;P 500</b>	1164.97	2.97%	0.93%	-7.37%
<b>Stoxx 600</b>	231.05	2.15%	2.88%	-16.23%
<b>Eurostoxx50</b>	2253.90	3.41%	8.69%	-19.30%
<b>Topix</b>	741.55	-2.58%	-1.87%	-18.29%
<b>FTSE Asia exJp</b>	394.68	0.99%	-10.13%	-20.14%
<b>FTSE Emer Mkt</b>	446.48	0.43%	-10.91%	-23.65%
<b>VIX</b>	36.27	-6.69	-2.25	18.52
<b>V2X</b>	41.76	-4.92	-8.04	17.70

Solo 2,5 mld di Euro, a tanto ammontava il capitale che le banche europee dovevano emettere secondo le stime dell'autorità del settore solo tre mesi fa per far fronte ad una eventuale crisi economica. Oggi la situazione è ben diversa: il problema della ricapitalizzazione del sistema bancario è tornato prepotentemente alla ribalta, tanto che la stessa Merkel ha anticipato l'esigenza di un nuovo stress test e la possibilità che lo stesso EFSF sia coinvolto nel garantire i fondi necessari. La Banca Centrale Europea si è impegnata a dare liquidità illimitata al sistema mediante operazioni a tasso fisso della durata di oltre un anno. E anche una delle banche che era risultata tra le meglio capitalizzate nell'ultimo stress test (Dexia) è stata costretta a varare un piano di ristrutturazione che



prevede il salvataggio con fondi pubblici e la creazione di una "Bad Bank". Cosa è successo nel frattempo? È successo ciò che non era stato neanche minimamente preso in considerazione tra le ipotesi del test di Luglio e cioè che la crisi dei debiti sovrani si aggravasse a tal punto che oggi non sia più un tabù parlare di ristrutturazione di tali debiti. Ma, ironia della sorte, grazie proprio alla trasparenza introdotta da quell'analisi, oggi gli analisti sono in grado di dare una stima più precisa di quanti soldi sarebbero necessari per ricapitalizzare le banche ipotizzando che i titoli governativi da esse detenuti fossero svalutati ad un valore più in linea con quello espresso dai mercati. Tale cifra si aggira intorno a 150-200 miliardi di Euro complessivamente, ma la cosa ancor più interessante è che coinvolgerebbe in maniera importante anche le banche dei paesi così detti "core" a conferma del fatto che, se non altro per alcuni aspetti, l'Europa è davvero unita. Emblema di questa crisi è la banca Franco-Belga Dexia: com'è possibile che una banca che era già stata salvata con soldi pubblici all'indomani della crisi Lehman tre anni fa e che vantava uno dei migliori

coefficienti di patrimonializzazione solo qualche mese fa, oggi debba essere nuovamente salvata? Sì, è vero, Dexia è una banca particolare che unisce le attività di finanziamento degli enti locali in vari paesi del mondo ad una relativamente piccola banca retail in Belgio. È un modello di business che presuppone una forte dipendenza dal finanziamento a breve termine ed un elevato livello di capitale per poter funzionare. Così è difficile stabilire se il problema siano stati i 96 miliardi di Euro di esigenze di finanziamento a breve termine o il fatto che la sua esposizione ai governativi periferici ammonta al totale del suo patrimonio e che la svalutazione dei titoli greci richiederebbe un aumento di capitale. Probabilmente entrambi hanno indotto il consiglio di amministrazione a prendere una decisione drastica, ma irrinunciabile. È curioso comunque pensare che proprio gli stati che sono la causa del malessere delle banche, siano chiamati a salvarle. Non sarebbe più logico salvare direttamente gli stati?

## BOND

BOND	07 ott	30-set	09-set	31 dic 10
USA 10Y	2.10	1.92	1.92	3.29
USA 2Y	0.28	0.24	0.17	0.59
GER 10Y	2.02	1.89	1.77	2.96
GER 2Y	0.66	0.55	0.39	0.86
Euribor 3m	1.57	1.55	1.53	1.01
Euro\$ 3m	0.39	0.37	0.34	0.30
Itrax Crossover	813	839	762	437

Anche questa settimana il clima moderatamente più disteso ha portato a qualche presa di beneficio sui mercati obbligazionari di qualità.

Il comitato mensile di politica monetaria da parte della BCE in realtà non ha causato movimenti particolarmente ampi nei tassi di interesse, pur deludendo in parte le attese di mercato. Il movimento più ampio si è avuto sul tasso decennale americano, con una risalita dallo scorso venerdì di quasi 20 punti base. Sul mercato americano hanno pesato anche i dati macro, in particolare quelli sul mercato del lavoro, risultati superiori alle attese.



## CURRENCY

CURRENCY	07 ott	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
EUR / USD	1.3489	0.3%	-1.4%	0.9%
EUR / YEN	103.71	0.0%	-2.1%	-4.4%
USD / YEN	76.88	-0.3%	-0.6%	-5.3%

Sul fronte dei cambi non si segnalano movimenti di ampiezza particolare. L'euro rimane in una posizione di relativa debolezza verso il dollaro il quale a sua volta continua ad essere vicino ai minimi di sempre rispetto allo yen.

## COMMODITIES

COMMODITY	07 ott	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
<b>OIL</b>	83.60	5.6%	-4.2%	-8.5%
<b>CRB Index</b>	306.2	2.7%	-8.4%	-8.0%
<b>Gold</b>	1658	1.8%	-10.7%	16.9%
<b>Silver</b>	32.55	7.6%	-21.8%	5.3%
<b>Copper</b>	331	5.3%	-17.0%	-25.4%
<b>Gas</b>	3.55	-3.2%	-9.4%	-19.5%

Settimana decisamente positiva per l'indice CRB delle materie prime, sostenuto dalle componenti energetiche e dai metalli industriali. Bene anche ora e soprattutto argento.

## PROSSIMA SETTIMANA

	USA	EMU	EARNINGS
<b>Lunedì 10</b>	Fiducia piccole medie imprese;	FR: indice fiducia delle imprese;	
<b>Martedì 11</b>			
<b>Mercoledì 12</b>		EMU: prod. Industriale;	
<b>Giovedì 13</b>	Sussidi alla disoccupazione;		
<b>Venerdì 14</b>	Vendite al dettaglio;	EMU: inflazione;	

**Attenzione. Il presente documento ha una finalità meramente informativa e non vuole essere considerato un'indicazione o una raccomandazione per l'investimento.**