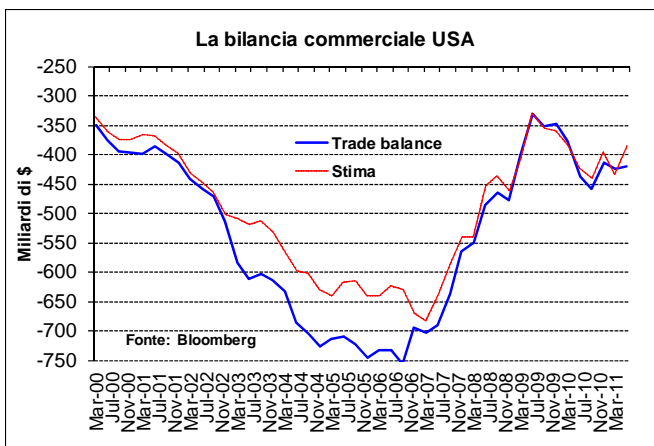


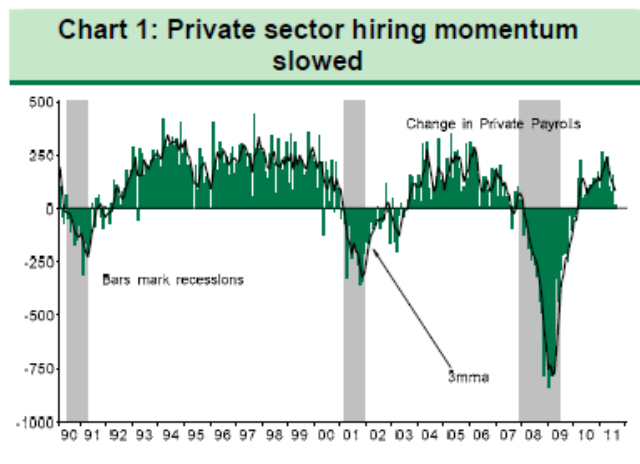
IL QUADRO MACRO

STATI UNITI

Settimana molto scarna per quanto riguarda la diffusione di statistiche macroeconomiche. I dati sulla bilancia commerciale e sul livello di fiducia degli imprenditori dei servizi sono risultati leggermente superiori alle attese, corroborando l'aspettativa di un PIL del terzo trimestre non in territorio negativo.

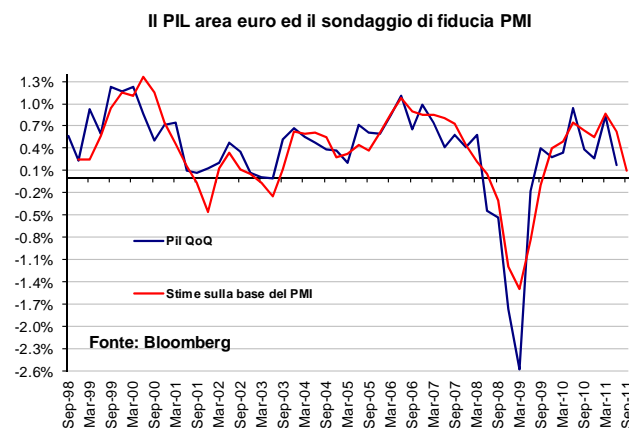


Come ribadito in queste settimane anche da autorevoli commentatori non è vero che la politica fiscale negli Stati Uniti sia incapace di dare un contributo all'economia, in quanto con un mercato disposto a remunerare il debito del governo federale a tassi del 2% per una durata decennale non si può certo dire che manchino i fondi pubblici da destinare a politiche pro cicliche. Ciò che manca è un accordo a livello politico per intraprendere tali manovre di sostegno. Obama ha delineato un piano di sostegno all'occupazione molto ambizioso, pari a 450 mld di dollari in grado di incidere sulle sorti di un mercato occupazionale fino ad ora fiacco. Occorre però vedere se verrà trovato un compromesso con la controparte Repubblicana. Al momento l'atteggiamento dei mercati è risultato piuttosto scettico segno che l'incertezza sulla politica è ancora molta.



AREA EURO

Anche per l'area euro non vi sono state statistiche degne di nota per queste settimane.



Il principale evento sono state le parole di Trichet sulla situazione economica europea. Il cambio di prospettiva adottato dalla BCE dopo gli eventi di agosto è stato molto chiaro. I rischi alla crescita ora sono chiaramente verso il basso, mentre sono usciti di scena i timori di una ripresa dell'inflazione.

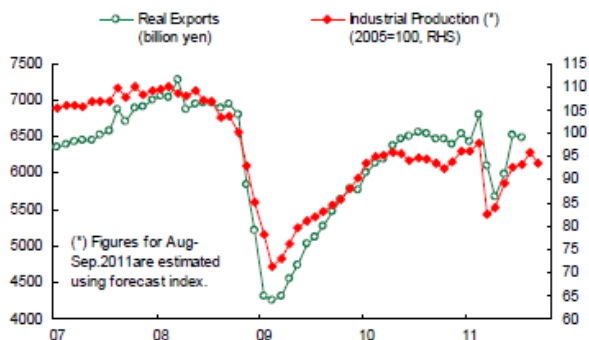


Il cambio di atteggiamento è chiaro, ora la BCE è pronta a ridurre i tassi qualora vi fosse un ulteriore peggioramento della situazione economica nel nostro continente. Sembra di capire che lo scenario della banca centrale è ancora quello di una crescita molto modesta. Qualora dovessero manifestarsi ulteriori evidenze negative l'opinione di molti operatori è che la BCE sia pronta a ridurre il costo del denaro.

GIAPPONE

L'attività manifatturiera in Giappone ha ripreso i livelli del pre terremoto. Da qui in avanti il problema maggiore per l'economia nipponica non sembrano essere tanto le strozzature dal lato dell'offerta dovute all'evento sismico, quanto il deterioramento della congiuntura internazionale, con gli effetti negativi che questi possono avere sulle esportazioni e sull'apparato industriale.

Chart 1: Real Exports and Industrial Production

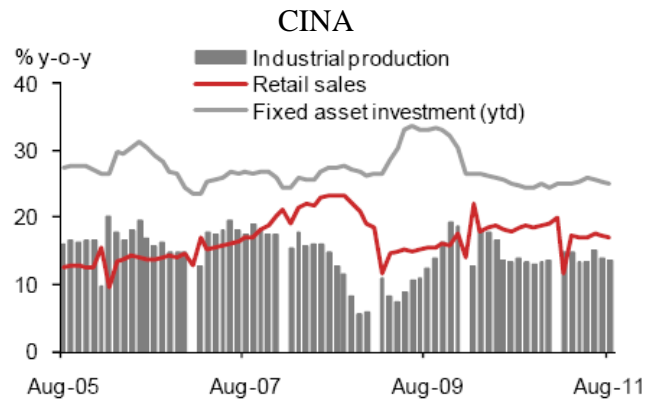


Source: MOF, BoJ, METI, BNP Paribas

ASIA

Korea, Indonesia e Malesia hanno mantenuto i tassi invariati in settimana, fornendo un segnale chiaro sulla direzione dell'azione concertata delle autorità monetarie dell'area: stante le condizioni dei mercati e i primi segni di moderazione della crescita economica, il focus è mutato dal controllo dell'inflazione allo stimolo all'economia. A questo proposito ricopre di una certa importanza la riunione della Banca Centrale Indiana la prossima settimana per verificare quale sia la politica monetaria anche in quei paesi ove l'inflazione

costituisce un problema strutturale. In Cina i dati pubblicati hanno confermato il ritmo più blando di crescita, in unione a dinamiche dell'inflazione che stanno fornendo i primi timidi segnali di decelerazione.



I MERCATI

EQUITY

EQUITY	09 set	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
S&P 500	1168.29	-0.48%	-0.89%	-7.10%
Stoxx 600	225.74	-3.16%	-4.95%	-18.15%
Eurostoxx50	2087.93	-5.98%	-9.51%	-25.24%
Topix	755.70	-1.83%	-1.63%	-16.74%
FTSE Asia exJp	439.69	-2.29%	0.64%	-11.03%
FTSE Emer Mkt	503.75	-2.14%	0.80%	-13.86%
VIX	34.32	0.40	-2.04	16.57
V2X	46.68	6.59	1.83	22.63

La sensazione è che sui mercati finanziari si sia in una *no man's land* – terra di nessuno – è piuttosto forte. I mercati sono orientati al ribasso e i possibili segnali per un'inversione di tendenza potrebbero venire da un posizionamento eccessivamente avverso al rischio da parte degli investitori, dal fatto che il peggio dal ciclo possa essere prezzato, con i dati macro che abbiano cessato di sorprendere in negativo o da una mossa decisiva dei *policy maker*. Non è necessario che tutte le condizioni si verifichino ma al momento sul fronte della politica e delle banche centrali non vi sono molti spiragli,



mentre di quello macro abbiamo già ampiamente detto delle continue revisioni al ribasso sulle stime di crescita. Sul fronte dei prezzi la situazione è più eterogenea, da un lato infatti il mercato azionario americano da inizio anno è in negativo del 7%, un numero modesto se i profitti delle imprese fossero destinati a contrarsi. Situazione questa che potrebbe verificarsi anche in assenza di una recessione economica, così come è già successo alcune volte negli ultimi decenni (*earnings recession*). La discesa dei mercati azionari dell'eurozona fra il 20 e il 30% potrebbe già scontare una contrazione non indifferente della profittabilità delle imprese, anche se qui si è innalzato notevolmente il premio al rischio per le forti incertezze sull'evoluzione dei debiti sovrani e soprattutto, come detto, per le scarse probabilità di soluzioni a breve. Alle continue dichiarazioni della

Merkel e del Ministro delle Finanze Schaeuble sulla necessità di un forte processo di convergenza fiscale dei membri della zona euro, prima di un'eventuale emissione di Eurobond, si sono infatti aggiunte oggi le dimissioni di J. Stark da membro del direttorio della BCE, in contrasto con le politiche di acquisto di titoli periferici da parte della banca. In questo senso è molto probabile che per un vero e incisivo intervento europeo sul fronte dei debiti sovrani si debba attendere un processo lungo e non privo di dolore o, in alternativa, che la situazione si deteriori di molto rispetto alle attuali condizioni in modo da rendere le misure di socializzazione dei debiti a livello europeo come soluzione meno costosa.

BOND

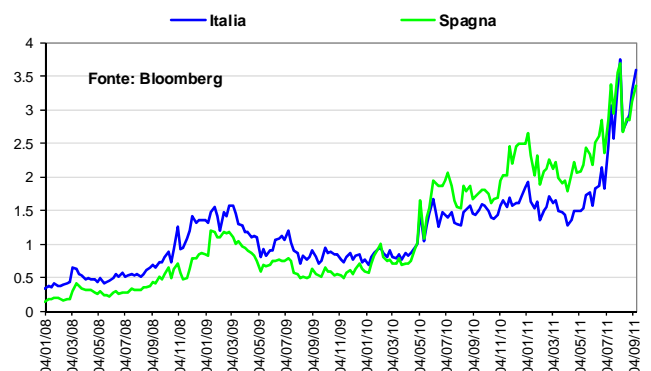
BOND	09 set	02-set	12-ago	31 dic 10
USA 10Y	1.95	1.99	2.25	3.29
USA 2Y	0.18	0.20	0.19	0.59
GER 10Y	1.80	2.01	2.33	2.96
GER 2Y	0.39	0.52	0.69	0.86
Euribor 3m	1.53	1.54	1.54	1.01
Euro\$ 3m	0.34	0.33	0.29	0.30
Itrax Crossover	714	695	628	437

Il tono decisamente più conciliante con cui il governatore Trichet ha accompagnato la decisione di mantenere invariato il costo del denaro ha determinato un'ulteriore discesa dei tassi tedeschi, che hanno raggiunto così i minimi assoluti da quando sono compilate le serie storiche. La curva tedesca sulla parte a breve risulta invertita, segno che il mercato si aspetta una riduzione dei tassi già a cavallo d'anno.

Il varo di quella che con tutta probabilità è la versione finale della manovra Italiana per portare entro il 2013 il bilancio in pareggio ha portato poco sollievo sui mercati. Dalle simulazioni emerge che con il surplus primario che tale provvedimento dovrebbe permetterci di conseguire (oltre il 5%), si

riuscirebbe ad evitare un'esplosione del debito anche nel caso in cui i mercati ci obbligassero a pagare l'attuale spread sui titoli tedeschi. Oltre ai rischi di implementazione di tali provvedimenti il mercato sembra preoccupato dell'assenza di provvedimenti riguardanti la crescita ed anche nutrire dubbi sulla credibilità della compagine governativa.

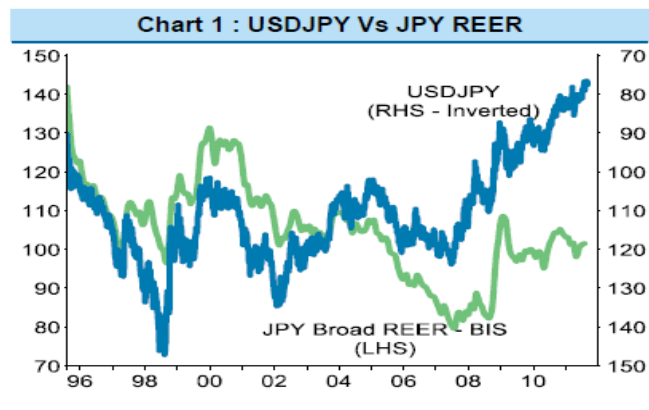
Spread titoli governativi Vs Bund



CURRENCY

CURRENCY	09 set	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
EUR / USD	1.3711	-3.5%	-3.7%	2.6%
EUR / YEN	106.70	-2.1%	-2.5%	-1.7%
USD / YEN	77.82	1.4%	1.2%	-4.2%

Anche questa settimana il rafforzamento del dollaro nei confronti dell'euro è coinciso con il proseguimento del trend di revisione sulle aspettative della politica monetaria soprattutto in Europa. Rispetto alla crisi di agosto l'avversione all'area euro sembra ora essersi estesa anche alla nostra divisa. Infatti in agosto i momenti più acuti della crisi di sfiducia sull'area euro sono stati caratterizzati da vendite sui titoli di Stato periferici e sulle borse, senza che vi sia stato un rimpatrio dei capitali da parte degli investitori non europei. In queste prime settimane di settembre, in concomitanza con la revisione sulle aspettative sui tassi, si è avuto invece un movimento sincrono di vendite su azioni ed obbligazioni e contemporaneo rimpatrio di capitali.



Infine la decisione della Svizzera di bloccare il rafforzamento della propria valuta nei confronti dell'euro da un lato può avere la conseguenza di chiudere uno dei tradizionali porti sicuri su cui parcheggiare i capitali nei momenti di avversione al rischio, favorendo altre forme di rifugio come l'oro. Dall'altro ha fatto sorgere i timori di una nuova "guerra delle valute" in cui i paesi che vedono un apprezzamento deciso della loro divisa cercano con ogni mezzo di impedirlo. Il pensiero si è subito rivolto al Giappone, anche se i due paesi presentano delle differenze. Come mostra il grafico sopra riportato il tasso di cambio reale effettivo dello yen non è disallineato rispetto alla media storica, segnale quindi di assenza di particolari estremi. Inoltre la dimensione dell'economia nipponica, e le sue relazioni con gli Stati Uniti rendono più difficile per il Giappone seguire l'esempio svizzero.



COMMODITIES

COMMODITY	09 set	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
OIL	86.69	0.3%	1.5%	-5.1%
CRB Index	335.3	-0.8%	2.7%	0.7%
Gold	1857	-0.9%	6.8%	30.9%
Silver	41.85	-2.6%	7.6%	35.4%
Copper	402	-2.2%	0.3%	-9.4%
Gas	3.91	1.0%	-3.6%	-11.2%

Settimana moderatamente negativa di per l'indice CRB delle materie prime. Uno dei fattori che probabilmente ha depresso i prezzi in dollari delle materie prime è stato proprio il rafforzamento della valuta americana nei confronti delle altre divise.

PROSSIMA SETTIMANA

	USA	EMU	EARNINGS
Lunedì 11			
Martedì 12			
Mercoledì 13	Fiducia piccoli imprenditori		
Giovedì 14	Prezzi alla produzione; vendite al dettaglio.	EMU: produzione industriale.	
Venerdì 15	Inflazione; Sussidi alla disoccupazione.	Inflazione; occupazione.	

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