

IL QUADRO MACRO

STATI UNITI

La settimana ha presentato ancora un insieme di statistiche contrastanti. Da un lato i dati sull'attività e fiducia nel settore immobiliare continuano a delineare una ripresa nel settore epicentro della recessione del 2008, tanto che divengono sempre più concrete le aspettative di una inversione di tendenza nella dinamica al ribasso dei prezzi delle case (si veda il grafico sotto riportato); dall'altro si osserva un rallentamento, al margine, nella fiducia e nei dati relativi al settore manifatturiero. In settimana infatti alcuni indicatori regionali di fiducia (Richmond e Filadelfia) e il calo degli ordinativi di beni durevoli descrivono un settore manifatturiero un po' meno tonico che nel recente passato.

Fig. 2: Months' supply of existing homes and home price index



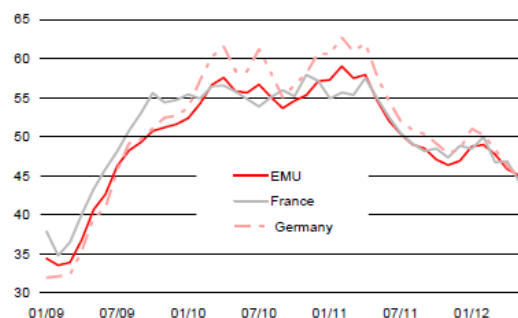
Source: S&P, National Association of Realtors and Nomura Global Economics

Nel breve, l'effetto netto dei due fenomeni è negativo, dato il peso oramai modesto che l'edilizia ha sull'intera economia, e tale da farci ipotizzare un PIL per il Q2 più vicino al 2% che non al 2,5% (trimestrale annualizzato).

In un'ottica di più ampio respiro però non va sminuito l'impatto prospettico sulla fiducia delle famiglie di un arresto del processo di perdita di valore del loro asset principale, le abitazioni.

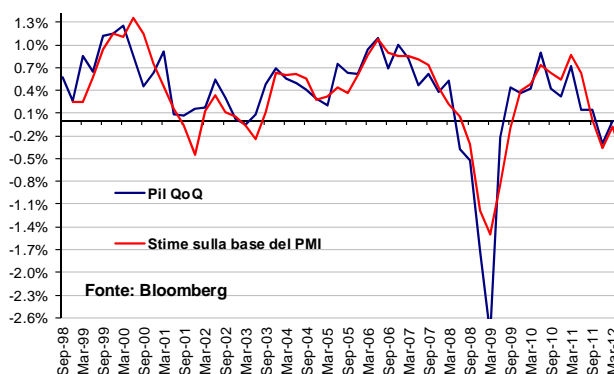
AREA EURO

EUROPEAN MANUFACTURING PMIs STILL HEADING SOUTH



Gli importanti indicatori anticipatori diffusi questa settimana hanno dato esito inequivocabilmente negativo, deludendo le aspettative. Il più atteso, l'indice Composite PMI relativo al mese di maggio, ha fatto registrare una nuova contrazione, dopo quella di aprile.

Il PIL area euro ed il sondaggio di fiducia PMI



Fonte: Bloomberg

Data la correlazione che questo indicatore ha con il PIL aggregato (si veda il grafico sopra riportato) dovrebbe essere altamente probabile una contrazione del Prodotto in Q2, dopo la stagnazione in Q1 ed il calo nell'ultimo trimestre del 2011. Circa l'entità della contrazione i dati fino ad ora disponibili (per chiudere il trimestre manca la

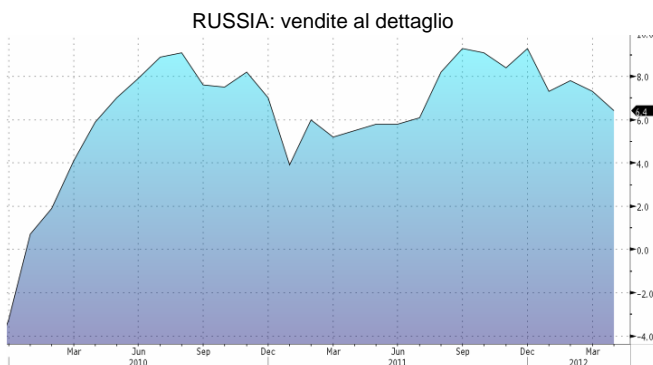


statistica di giugno dell'indice PMI) sono compatibili con un -0.5% trimestre su trimestre.

Per quanto riguarda la risposta della politica ai problemi dell'area euro il summit informale di questa settimana non ha fatto molto per ridurre le incertezze. La posizione ufficiale è la volontà dei leader di tenere la Grecia nell'euro, a patto che vengano mantenuti gli impegni presi dal precedente governo. Oramai sembra che vi sia comune accordo sul fatto di affiancare al rigore (fiscal compact) anche misure pro crescita utilizzando i fondi della BEI, facendo ricorso ai project bond e procedendo con le riforme strutturali in grado di migliorare il PIL potenziale. Tuttavia non si sono fatti passi avanti su temi "caldi" come gli Eurobond, un fondo di garanzia europeo per le banche e il ruolo della BCE nel bloccare l'insorgere di nuovi momenti di panico.

MERCATI EMERGENTI

Nei paesi emergenti si sta verificando uno scenario di rallentamento superiore alle aspettative. L'export continua a perdere quota (export orders a Taiwan in aprile -3.5% vs 0.5% atteso) e anche i consumi interni iniziano a risentirne (vendite al dettaglio in Russia ad aprile +6.4% vs +7% atteso).



Per contro le variabili monetarie continuano ad essere sotto controllo (inflazione in Brasile a maggio +0.51% vs 0.56% atteso), forti dell'andamento negativo del prezzo del petrolio e delle materie agricole. L'effetto di queste due forze, anche se combinate con le recenti svalutazioni

delle divise emergenti, continua ad avere un effetto reflattivo sulle dinamiche dell'inflazione. Al quadro appena delineato continuano ad affiancarsi delle politiche monetarie sostanzialmente lasche e al quale deve fare da contraltare un'azione di sostegno anche da parte della politica fiscale. In Cina si fa sempre più forte la pressione affinché il piano fiscale da 1 trn Renminbi a favore dell'industria ferroviaria e degli elettrodomestici sia implementato rapidamente, mentre in Brasile è stato appena annunciato dal Ministero delle Finanze un pacchetto di stimolo volto al settore auto, ai beni strumentali e ai consumi interni, unitamente a una tassazione agevolata dell'export.

I MERCATI

OBBLIGAZIONI

BOND	25 mag	18-mag	27-apr	30 dic 11
USA 10Y	1.75	1.72	1.93	1.88
USA 2Y	0.29	0.29	0.26	0.24
GER 10Y	1.37	1.43	1.70	1.83
GER 2Y	0.05	0.05	0.10	0.14
Euribor 3m	0.68	0.68	0.72	1.36
Euro\$ 3m	0.47	0.47	0.47	0.58
Itrax Crossover	720	753	644	755

Le incertezze sulle prospettive dell'area euro hanno mantenuto i rendimenti a scadenza dei titoli tedeschi prossimi ai minimi storici assoluti, con un nuovo record al ribasso per il titolo a trent'anni il cui rendimento è ora al 2%. Per contro il differenziale BTP – Bund permane nell'area critica dei 400 p.b.



AZIONI

EQUITY	25 mag	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
S&P 500	1322.63	2.12%	-5.75%	5.17%
Stoxx 600	242.49	1.51%	-6.42%	-0.84%
Eurostoxx50	2161.87	0.80%	-7.77%	-6.68%
Topix	722.11	-0.47%	-10.22%	-0.89%
FTSE Asia exJp	403.82	-0.68%	-10.51%	-0.40%
FTSE Emer Mkt	451.59	-0.73%	-11.15%	-1.85%
VIX	21.48	-362.00%	5.16	-1.92
V2X	30.23	-2.88	4.75	6.17

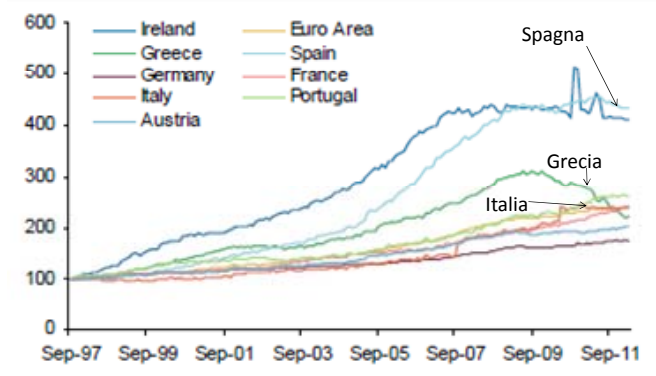
Il bilancio settimanale delle performance dei mercati azionari rappresenta bene il giudizio degli investitori: bene gli USA che, nonostante i segnali interlocutori al margine, resta un'area con crescita e molti vantaggi competitivi, non da ultimo quello legato ai prezzi energetici (i giacimenti di gas e le nuove tecniche di estrazione hanno ridotto drasticamente il prezzo di questa commodities). Non benissimo gli emergenti dove i segnali di rallentamento, soprattutto in Cina, sono interpretati in maniera non univoca; alcuni li leggono in modo positivo e come l'avvio del percorso di transizione della Cina da economia molto basata sugli investimenti a economia più trainata dai consumi interni. I più scettici invece ritengono i segnali come semplici evidenze del prossimo *hard-landing*. Da ultimo l'Europa, nel complesso interlocutoria ma con le solite divergenze fra il centro, meglio performante e la periferia che, negli indici azionari, continua a peggiorare. Qui il tema dominante rimane sempre lo stesso, RORO (risk-off, risk-on): visto che la crisi continua a non essere gestita d'anticipo, ma solo come risposta agli eventi, ogni segnale o anche solo indiscrezione di ulteriore peggioramento ha come effetto un rapido deterioramento dei mercati. Tutti i riflettori sono ora puntati sulle prossime elezioni in Grecia e l'eventuale sua uscita dalla moneta unica. Sul fronte elettorale i sondaggi continuano a dare una situazione di sostanziale ingovernabilità, senza che

né Syriza, né la coalizione pro-austerità di Nuova Democrazia e Pasok riescano a ottenere una maggioranza chiara. Questo fa ritenere che la possibile prossima escalation nei rapporti sia entro la fine di giugno quando la Troika dovrà decidere se erogare le nuove tranches di aiuti alla Grecia o meno. In caso interrompa i rapporti e i pagamenti il Paese si troverà in forte difficoltà considerato che le risorse in cassa sono esigue e, a quel punto, si dovrebbe capire meglio l'orientamento che prenderà la Grecia: iniziare a emettere una sorta di quasi-moneta (promesse di pagamento governative) e quindi portarsi verso una possibilità concreta di uscita oppure accettare, con qualche margine di negoziazione, gli accordi presi con la Troika. Nel frattempo è in corso il fenomeno negativo di trasferimento dei depositi dei cittadini dalle banche elleniche verso altre banche dell'eurozona; questo oltre che mettere in difficoltà il sistema bancario del Paese crea un brutto segnale che le autorità europee devono tenere in piena considerazione. Il rischio, sebbene sussista, pare al momento gestibile per il sistema finanziario ellenico, al momento sostenuto dalla BCE, via operazioni ordinarie di rifinanziamento / LTRO e attraverso la ELA (Emergency Liquidity Assistance), gestita direttamente nella determinazione del collaterale dalla Banca Centrale greca, a sua volta finanziata dalla BCE. Questa facility non ha un limite predefinito e una volta approvata (cosa ovviamente già fatta per la Grecia) può essere interrotta dalla BCE solo con il voto di almeno 17 dei 24 membri del Governing Council, cosa che appare al momento molto improbabile perché decreterebbe l'uscita immediata dall'Euro della Grecia, configurandosi come decisione politica e non monetaria. Il vero elemento di rischio risiede invece nel possibile effetto innesco di un fenomeno di "imitazione" da parte di altri paesi periferici del trasferimento di capitali, così come oggi in corso in Grecia. Al momento questo non si rileva, se non in misura molto limitata in Spagna, dove peraltro la sfiducia potrebbe essere più sulla



debolezza intrinseca delle banche, che non sul timore di uscita dall'unione monetaria del Paese.

European Bank Deposits (1997 = 100)



Source: ECB, Morgan Stanley Research

In ogni caso la possibilità di un *bank-run* su larga scala nei paesi periferici per il timore di una disgregazione dell'euro appare l'anello più debole della catena e oltretutto non è facile mettere in sicurezza questo elemento, sia per la dimensione complessiva dei depositi delle banche della periferia, sia per il necessario consenso politico per implementare una simile decisione. I mezzi e le risorse per poter indirizzare il problema, soprattutto facendo ricorso diretto o indiretto alla BCE, ci sono e questo è comunque da tenere in considerazione, certo che un conto è anticipare i problemi e un conto è gestirli nel momento che diventano non più rinviabili. Ne consegue che, considerato l'attuale basso livello di integrazione politica della UE, sarebbe indubabilmente meglio che, pur con tutta la fermezza del caso da parte della Troika, la Grecia venisse "tenuta" dentro l'Euro, anche se uno scenario di coda, dopo il ritorno della Troika non è da escludere.

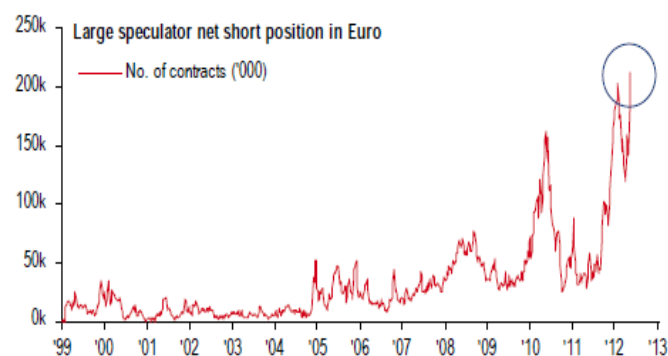
Per quanto concerne i paesi emergenti si registra la continuazione di una tendenza a sottoperformare i mercati sviluppati. Ciò è dovuto all'indebolimento delle valute locali e al persistere di flussi di disinvestimento correlati al generico fenomeno dell'avversione al rischio, così come alla possibile

delusione rispetto al rilascio di aspettative di crescita degli utili al ribasso rispetto a precedenti stime.

VALUTE

CURRENCY	25 mag	1 W Chg	1 M Chg	YTD Chg
EUR / USD	1.2519	-1.7%	-5.6%	-3.4%
EUR / YEN	99.70	-1.0%	-6.5%	-0.1%
USD / YEN	79.64	0.6%	-1.0%	3.4%

A fronte di una tenuta degli spread dei periferici rispetto ai bund e di una qualche forma di stabilizzazione del mercato azionario continentale è proseguita la fase di indebolimento dell'euro rispetto al dollaro. Alle perdite della valuta unica possono aver contribuito anche le rinnovate aspettative da parte di alcuni commentatori circa la possibilità che il deterioramento del quadro macro europeo possa indurre la BCE a ridurre ulteriormente il costo del denaro. La ricerca di un porto sicuro, almeno a breve, dove posizionarsi ha spinto le posizioni speculative al ribasso verso Euro ai massimi dall'introduzione della moneta unica.



Il persistere di un clima di avversione al rischio ha nuovamente spinto le principali valute emergenti verso un'ulteriore svalutazione. Particolarmente colpita è stata in settimana l'Est Europa, con Corona ceca e Sloty polacco in territorio negativo di circa il 2%, mentre Asia e America Latina hanno retto meglio.



MATERIE PRIME

COMMODITY	25 mag	1 W Chg	1 M Chg	YTD Chg
OIL	91.01	-0.5%	-13.3%	-7.9%
CRB Index	281.9	-2.9%	-7.7%	-7.7%
Gold	1566	-1.3%	-5.9%	-0.6%
Silver	28.32	-1.2%	-9.6%	0.5%
Copper	345	-0.4%	-9.6%	0.6%
Gas	2.57	-6.4%	17.4%	-14.1%

tra settimana negativa per l'indice delle materie prime, trascinato al ribasso da tutte le principali componenti.

PROSSIMA SETTIMANA

	USA	EMU	EM. MKT	EARNINGS
Lunedì 28		ITA: indice di fiducia imprenditori.		
Martedì 29	Prezzi case; Consumer Confidence			
Mercoledì 30		EMU: M3; fiducia commissione europea.	Decisione di politica monetaria Brasile (Selic)	
Giovedì 31	Sussidi alla disoccupazione; sondaggio occupazione ADP; PIL Q1	EMU: inflazione	PIL Q1 India	
Venerdì 1	Mercato del lavoro; redditi personali; indice ISM.	EMU: indici PMI.	Indici PMI BRIC	

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.