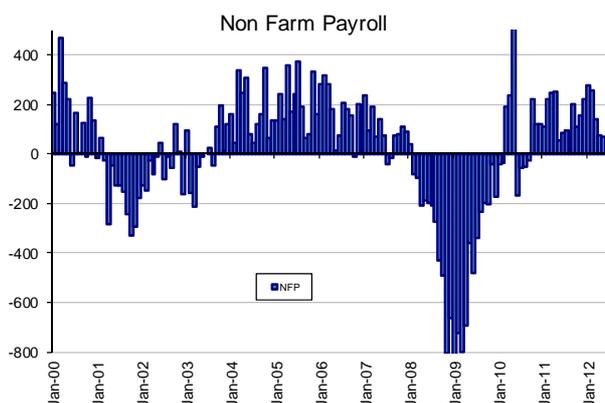


IL QUADRO MACRO

STATI UNITI

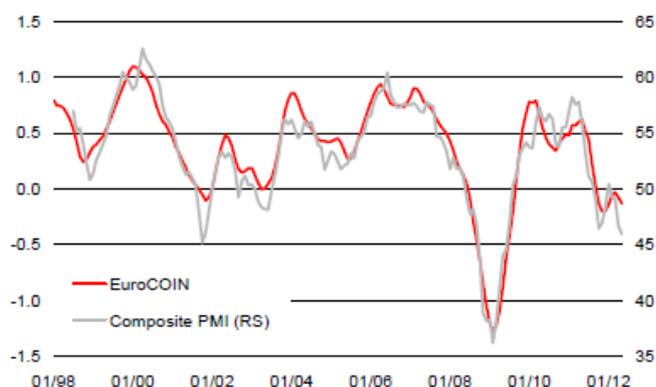


In settimana sono state rese note alcune tra le più importanti statistiche mensili, quelle relative al mercato del lavoro e quelle sulla fiducia degli imprenditori manifatturieri sintetizzata dall'indice ISM. Riguardo al primo punto la sequela di dati al di sotto delle attese nelle recenti letture dei non farm payroll evidenzia una perdita di vigore nella fase di ripresa del mercato occupazionale. Al momento altri indicatori del mercato del lavoro (sussidi alla disoccupazione, componenti occupazione indici ISM e NIFB) non sono così negativi come lo erano l'anno scorso di questi tempi, per cui al momento non sposiamo la tesi di un deterioramento del mercato occupazionale dell'entità osservatasi lo scorso anno. Tuttavia questi ultimi dati riportano sul tappeto il tema di un possibile nuovo intervento straordinario della FED, con il Governatore Bernanke e gli altri membri del FOMC chiamati nel corso delle prossime audizioni a esprimersi sul tema.

Infine i dati sui consumi delle famiglie per il mese di aprile fanno ipotizzare una tenuta della spesa per il secondo trimestre in linea con quanto osservatosi nel primo. Questo dovrebbe essere tale da permettere un'espansione del PIL intorno al 2%

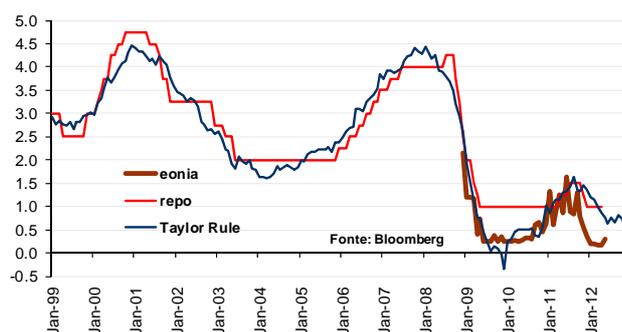
trimestrale annualizzato, in linea con la media della fase post recessione.

AREA EURO



I dati sulla crescita diffusi questa settimana non hanno fatto che confermare quanto già delineato dagli indici PMI le scorse settimane, ovvero che le economie della zona euro stanno affrontando una nuova fase di contrazione dell'attività.

Il tasso Refi e la Taylor Rule



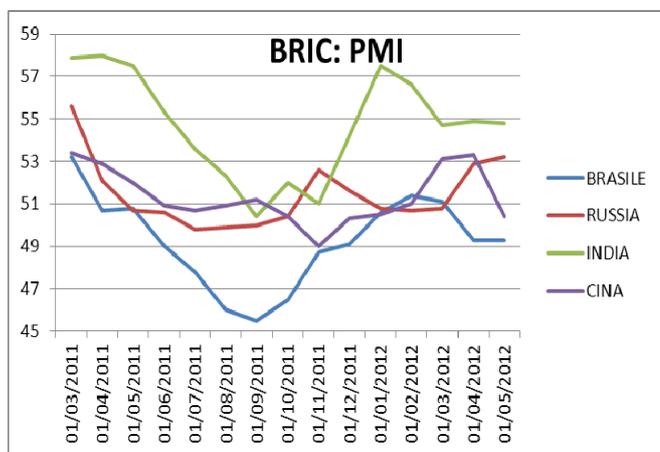
Dato lo scenario di crescita in deterioramento e inflazione stabile è ritornato in agenda il tema di una possibile riduzione dei tassi da parte della BCE già a partire dalla riunione del prossimo 6 giugno. Come mostra il grafico sopra riportato il tasso effettivo di mercato già si trova ad un livello prossimo a quanto suggerito dalla Taylor Rule,



(una situazione simile a quella del 2009 – 10) e per tanto vi è la possibilità che la BCE non modifichi il tasso di riferimento permettendo però al tasso di mercato di trattare su livelli decisamente più bassi. Tale strategia negli anni passati era stata denominata riduzione ombra dei tassi di interesse. Inoltre occorre che la Banca centrale prepari un adeguato sistema di contromisure nel caso in cui dalle elezioni greche del 17 giugno risulti vincitrice una chiara maggioranza anti austerità. Questo potrebbe infatti portare i mercati a prezzare come imminente una possibile uscita della Grecia dall'euro con possibilità di forti ondate di panico sui mercati.

MERCATI EMERGENTI

Le evidenze di rallentamento nei paesi emergenti si stanno facendo sempre più corpose, anche se non geograficamente omogenee.



Gli indici PMI di fresca pubblicazione segnalano una tenuta dell'economia russa (sostenuta dai consumi interni), una stabilizzazione di quella indiana (anche se le componenti dei nuovi ordini sono state deludenti) e un deterioramento di quella cinese. È infatti sempre quest'ultima, la seconda economia mondiale, che preoccupa maggiormente soprattutto per le relazioni economiche con gli altri paesi dell'area. La discesa dell'indice PMI da 53.3 a 50.4 in maggio è stata causata principalmente da

un deterioramento della componente nuovi ordini che implicitamente segnata un potenziale arretramento anche per le prossime letture.

A questo punto lo scenario di picco di minimo del ciclo economico nel corso del primo trimestre e di successiva moderata ripresa sta venendo meno, aprendo la strada a una dinamica che potrebbe vedere il GDP cinese del secondo trimestre più vicino al 7,5/8% piuttosto che al 8/8,5%.

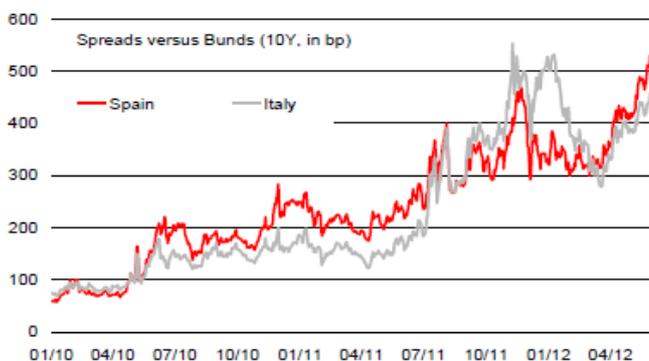
I MERCATI

OBBLIGAZIONI

BOND	01 giu	25-mag	04-mag	30 dic 11
USA 10Y	1.46	1.74	1.88	1.88
USA 2Y	0.25	0.29	0.25	0.24
GER 10Y	1.18	1.37	1.58	1.83
GER 2Y	-0.01	0.05	0.08	0.14
Euribor 3m	0.67	0.68	0.70	1.36
Euro\$ 3m	0.47	0.47	0.47	0.58
Itrax Crossover	719	715	655	755

Le difficoltà spagnole derivanti dalla problematica di ricapitalizzare il sistema bancario in un contesto recessivo e con fondamentali di finanza pubblica già provati dalla recessione del 2008 – 09 hanno determinato il raggiungimento di un nuovo massimo dello spread Bonos Bund da quando è iniziata la crisi europea, ed anche una brusca impennata dei rendimenti sui BTP, tanto che lo spread con l'omologo decennale tedesco ha superato quota 450 p.b.





Per contro i tassi sui titoli governativi delle economie ritenute più sicure come Stati Uniti e Germania hanno raggiunto minimi storici assoluti. E' evidente che a determinare tali livelli non sono considerazioni di natura fondamentale, ma il profondo grado di avversione al rischio presente tra gli operatori. Per la Germania in particolare anche il tema valutario sembra essere una determinante, in quanto in caso di rottura della divisa unica i capitali investiti in Germania beneficerebbero della rivalutazione del nuovo marco rispetto alle valute della periferia. Di qui la disponibilità degli investitori a sottoscrivere titoli di Stato dal rendimento nullo ma potenzialmente in grado di conseguire guadagni in conto capitale nel caso di una rivalutazione del "nuovo marco tedesco".

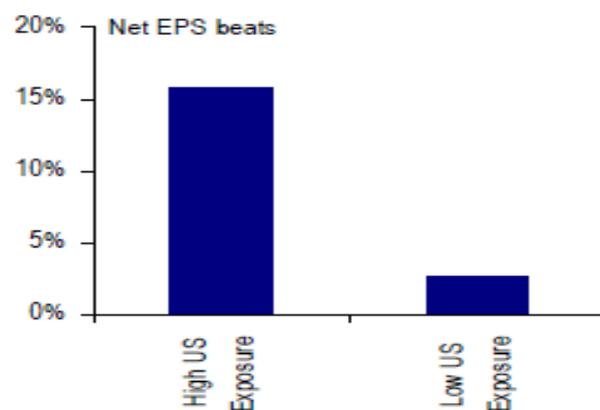
AZIONI

EQUITY	01 giu	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
S&P 500	1286.49	-2.38%	-6.03%	2.30%
Stoxx 600	234.84	-3.15%	-7.18%	-3.97%
Eurostoxx50	2066.45	-4.41%	-8.09%	-10.80%
Topix	708.93	-1.83%	-8.00%	-2.70%
FTSE Asia exJp	401.72	-0.46%	-11.16%	-0.92%
FTSE Emer Mkt	446.64	-0.96%	-11.23%	-2.93%
VIX	25.70	394.00%	6.54	2.30
V2X	36.34	6.12	6.96	12.29

In un contesto di mercati azionari altamente volatili per via della crisi europea e di dati macro deludenti, parlare di risultati aziendali sembra poco

significativo. Tuttavia, a maggior ragione, proprio in questi momenti è necessario guardare ai fondamentali per mantenere lucidità nell'approccio all'investimento. In Europa le aziende hanno riportato utili migliori delle attese nel primo trimestre dell'anno nel 51% dei casi, contro il 40% di sorprese negative e ciò rappresenta un miglioramento rispetto al trimestre precedente. Siccome, però, le stime erano state riviste al ribasso, la crescita degli utili verso il trimestre precedente è stata di solo il 3% e oggi gli analisti si aspettano una crescita utili del 4% sul 2012, fortemente ridimensionata rispetto a qualche mese fa. È interessante notare che le sorprese positive più grosse sono arrivate dalle vendite ancor più che dagli utili e questo è il frutto della caratteristica stessa delle aziende europee molto esposte alla crescita globale (44% delle vendite fuori dall'europa), ma che presentano margini sui profitti già molto elevati. Come era prevedibile, le aziende che hanno riportato meglio sono state quelle più esposte al mercato US e all'interno dell'Europa c'è una forte polarizzazione tra Nord e Sud Europa. Questo trend è anche confermato dai manager di alcune aziende in sede di commento ai risultati: ABB per esempio vede ordini in crescita del 14% in Germania e in contrazione del 26% in Italia.

Chart 2: Net EPS beats in Q1 split by % of companies' sales to the US

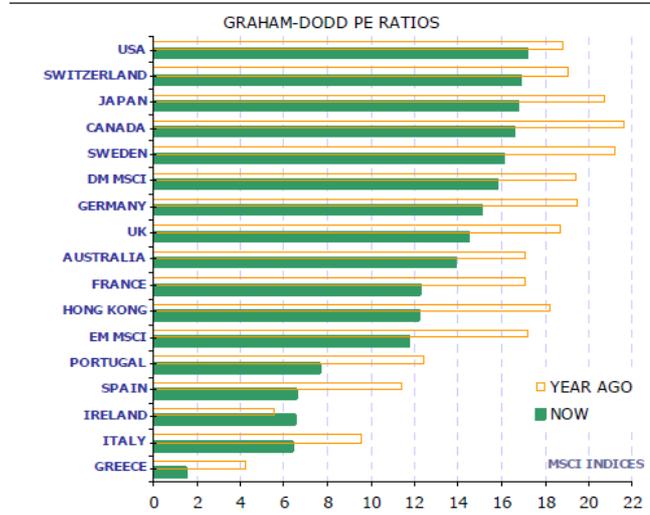


Source: FactSet, IBES, MSCI, UBS



In termini di valutazioni le azioni europee sono tornate ai livelli del 2009 misurate in termini di prezzo/utigli secondo il modello Graham-Dodd (basato sugli utili medi degli ultimi 10 anni aggiustati per l'inflazione). Nei "paesi periferici" siamo su livelli molto depressi con l'Italia, l'Irlanda, la Spagna e il Portogallo sotto le 8 volte il prezzo/utigli e questo indicatore per la Grecia è addirittura intorno a 1,5. Non c'è dubbio che i prezzi siano decisamente bassi e che per questo ci siano delle buone prospettive di guadagno nel lungo periodo, ma nel breve termine le valutazioni non sono un buon indicatore di performance. Basta pensare che secondo MS in uno scenario di break up dell'Euro, le azioni europee potrebbero perdere ancora il 30% il che le porterebbe su un livello di 7 volte prezzo/utigli diventando così ancor più depresse.

The Periphery Offers Extreme Risk – And Value



Source: MSCI, OECD, Bloomberg, Morgan Stanley Research

I mercati azionari emergenti stanno sperimentando i primi flussi di disinvestimento da inizio anno a beneficio di flussi positivi sui mercati sviluppati. Anche il trend di revisione delle aspettative sugli utili si sta deteriorando, in linea con uno scenario macro in deterioramento. Di fronte a questo panorama le autorità monetarie continuano, anche

se non ordinatamente, a fornire un sostegno (il Brasile ha nuovamente abbassato i tassi lasciando aperta la strada per ulteriori allentamenti); a queste si uniscono le politiche fiscali. In Cina si sta passando gradualmente dagli annunci ai fatti, con un piano di implementazione di politica fiscale per ora concentrato sul settore delle energie rinnovabili e in parte dei consumi interni.

VALUTE

CURRENCY	01 giu	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
EUR / USD	1.2377	-1.1%	-5.4%	-4.5%
EUR / YEN	96.71	-3.0%	-7.5%	-3.1%
USD / YEN	78.13	-1.9%	-2.2%	1.5%

Il trend di indebolimento dell'euro rispetto alle principali divise è proseguito in maniera marcata anche questa settimana. In particolare rispetto al dollaro è stato raggiunto il minimo degli ultimi due anni.

MATERIE PRIME

COMMODITY	01 giu	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
OIL	83.54	-8.1%	-15.2%	-15.5%
CRB Index	269.2	-4.5%	-9.4%	-11.8%
Gold	1611	2.9%	-1.8%	2.2%
Silver	28.45	0.5%	-5.9%	0.9%
Copper	332	-3.6%	-10.7%	-3.1%
Gas	2.34	-8.8%	2.8%	-21.6%

Altra settimana negativa per l'indice delle materie prime, trascinato al ribasso da tutte le principali componenti, in special modo il petrolio.



PROSSIMA SETTIMANA

	USA	EMU	EM. MKT	EARNINGS
Lunedì 4			RUSSIA: inflazione.	
Martedì 5	ISM non manifatturiero	EMU: vendite al dettaglio.		
Mercoledì 6		EMU: PIL Q1; riunione BCE.	BRASILE: inflazione	
Giovedì 7	Sussidi alla disoccupazione;			
Venerdì 8		FRA: Indice fiducia Bf.		

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.