

IL QUADRO MACRO

STATI UNITI

Settimana povera di evidenze dal punto di vista macro. Il timore che anche per quest'anno vi sia la possibilità di vedere un rallentamento della crescita a partire dalla primavera, come già successo nel 2010 e soprattutto nel 2011, non ha trovato conferma nei dati recenti. Soprattutto sul mercato del lavoro gli indicatori Jolt, la statistica settimanale sui sussidi alla disoccupazione (per la verità due dati puntuali non di primaria importanza) e soprattutto la componente occupazione del sondaggio sulla fiducia tra le piccole-medie imprese descrivono una certa dinamicità del mercato occupazionale non anticipando in alcun modo un calo permanente delle assunzioni mensili, cosa che taluni osservatori avevano ipotizzato. Rimane quindi l'aspettativa di una creazione mensile di nuovi occupati (non farm payrolls) poco sotto le 200mila unità.

AREA EURO

Riportiamo qui di seguito un breve riassunto delle considerazioni fatte dai professori Gros Pietro, Onida, Boeri e Giavazzi ad un convegno organizzato da Bloomberg. I temi affrontati sono stati i seguenti.

Le conseguenze delle recenti votazioni in Europa: (Gros-Pietro) il voto è stato contro l'austerità, l'elettorato adesso vuole misure indirizzate alla crescita. Dati i vincoli al bilancio pubblico si può far ripartire l'economia con liberalizzazioni a livello europeo, aprire i settori protetti e con più investimenti in infrastrutture che hanno dei ritorni non legati al ciclo economico e sono in grado di attirare capitali privati.

(Onida) bisogna dare ai mercati quello che chiedono e cioè non solo austerità ma anche

misure pro crescita quindi adottare la ricetta americana. In Europa questo vuole dire investimenti pubblici concertati e adozione della Golden Rule.

(Boeri) I problemi maggiori sono politici e non tecnico economici. All'opposizione politica tedesca ai salvataggi si è ora aggiunta una forte opposizione degli elettorati nei paesi periferici a nuove misure di austerità. Siccome i giovani nei paesi periferici sono al centro della protesta perché è su di loro che cadono i costi maggiori (senza che ne abbiano la responsabilità) occorre convincere gli elettori dei paesi core che gli aiuti a cui sono chiamati servono a dare una speranza a gruppi sociali che non hanno colpe nella crisi.

Conseguenze di un'uscita della Grecia dall'Euro: (Gros-Pietro) le conseguenze per la Grecia di un evento che non è auspicabile ma possibile sarebbero pesantissime perché si distruggerebbe il sistema dei pagamenti. L'unica nota positiva, se così si può definire, è che il "test" verrebbe fatto su un paese di ridotte dimensioni e con relazioni economiche contenute con il resto dell'eurozona.

(Boeri) l'uscita dall'euro è possibile ma non auspicabile, i rischi sono troppo grossi.

Tutti e tre gli oratori hanno posto l'accento sul fatto che i rischi maggiori di una uscita della Grecia dall'euro sono sui mercati finanziari con ondate di vendite sulle borse e sui titoli di Stato che si propagano agli altri paesi periferici. Il canale di trasmissione per quanto riguarda l'economia reale è contenuto visto il peso ridotto dell'economia greca.

Il divario di competitività tra i paesi di grosse dimensioni (Italia Francia e Spagna vs Germania) è un problema?

(Gros Pietro) sì, e sotto l'euro l'unico aggiustamento possibile è quello nei prezzi interni



cioè salari e prezzi più alti in Germania e stabili o in discesa in Italia, Spagna e Francia.

(Boeri) sì, ma fino ad un certo punto. Negli anni '80 il dibattito tra gli economisti era tutto incentrato sui vantaggi dei cambi fissi in un'area altamente integrata come quella europea; ora di questo non si parla più e c'è chi sostiene che sia meglio ritornare alle valute nazionali per compensare questi divari di competitività.

Intervento conclusivo del Prof. Giavazzi

Le votazioni hanno portato facce ed idee nuove in Francia, con Hollande, ma anche in Germania (aspetto secondo lui poco enfatizzato dai media) con le vittorie dei pro europeisti socialdemocratici (SPD) e sconfitta dei liberali (i più euroscettici). Occorre che i nuovi attori trovino una sintesi politica su come dovrà essere l'Europa del futuro e, con un metodo definito del "reverse engineering", decidere quali tappe intermedie programmare per arrivare a questo punto finale. Il fattore positivo per Giavazzi è che con i nuovi attori (Hollande e l'SPD tedesca) le probabilità di un accordo sul modello futuro di eurozona sono aumentate. I rischi sono negli shock durante la fase di transizione che può durare anche 5 – 10 anni, e che possono essere di tre tipi:

- 1) Recessione in Europa dovuta all'austerità e conseguenti tensioni sociali. La risposta per attenuare l'impatto dell'austerità sulla crescita sarebbe quella di attuarla mediante riduzioni della spesa pubblica e non con aumenti delle tasse.
- 2) Crisi nel sistema bancario. La risposta ottimale sarebbero le ricapitalizzazioni tramite i fondi europei (EFSF e ESM); purtroppo la Spagna appena pochi giorni fa ha scelto la strada opposta, gravare ulteriormente il debito pubblico con i costi della ricapitalizzazione di Bankia
- 3) La Grecia. L'unico modo per evitare una rottura tra le parti è un piano Marshall pluriennale di aiuti. Il timore è che la fiducia reciproca si sia così compromessa che un accordo di così ampio respiro non si riesca a trovare.

Domanda: con quale ricetta si esce dall'eccesso di debito? Inflazione, default o crescita.

La via migliore sarebbe quest'ultima, ma è poco realistica. Se si vuole evitare l'evento più dirompente, il default, non rimane che permettere un livello di inflazione più elevato.

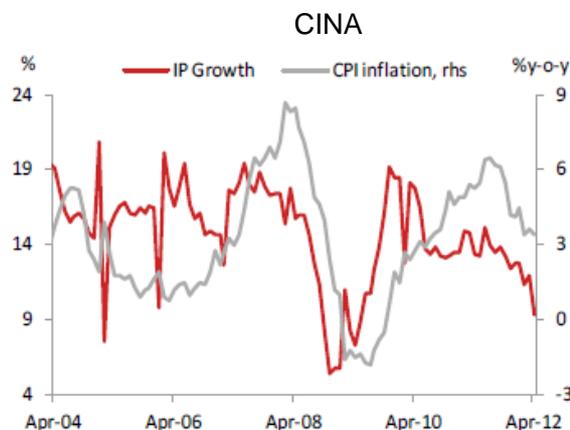
Domanda: che probabilità c'è di un'uscita della Grecia dall'Euro?

In Germania la finanza, la grande industria ed ora anche i sindacati sono pro euro, ma la Germania profonda è allergica ai salvataggi. In caso di uscita improvvisa dall'euro solo con liquidità illimitata da parte della BCE si immunizzano i rischi per gli altri periferici, Italia compresa.

Domanda: le prospettive per l'Italia.

Il nostro paese deve tornare a crescere. Anche un consolidamento del debito (attuato mediante un default concordato o una patrimoniale o dismissioni) senza ritorno alla crescita non sarebbe un rimedio definitivo. Purtroppo tolta la manovra sulle pensioni le misure su liberalizzazioni e mercato del lavoro sono decisamente insufficienti.

MERCATI EMERGENTI



Le ultime statistiche economiche pubblicate nei paesi emergenti hanno sorpreso negativamente. Sul fronte delle Banche Centrali Russia, Perù, Corea e Indonesia hanno mantenuto i tassi invariati (anche se quest'ultima ha modificato l'atteggiamento più pronò a successivi incrementi); le autorità monetarie polacche hanno, per contro, alzato i saggi ufficiali sempre sul timore di future pressioni inflazionistiche. E' sempre più chiaro,



infatti, che il fronte compatto delle Banche Centrali emergenti si è disgregato, lasciando spazio ai singoli per attuare politiche monetarie differenti a seconda delle pressioni inflazionistiche o delle ripercussioni sulla crescita.

In Brasile l'inflazione del mese di aprile è risultata al di sopra delle aspettative, anche se il trend annuale non desta ancora preoccupazioni.

Ma è in Asia dove si sono registrate le maggiori sorprese negative. In Cina sono state pubblicate gran parte delle statistiche economiche mensili, riflettendo uno stato di salute dell'economia che è peggiore rispetto alle rilevazioni del mese precedente. Il trend dell'export si è notevolmente affievolito (in crescita di solo il 4.9% in aprile), in contrasto con le componenti anticipatrici degli indici PMI e anche con le recenti dichiarazioni del premier Wen che aveva anticipato una robusta crescita dell'export. Sempre in Cina, se le dinamiche dei prezzi sono sotto controllo (CPI + 3.4% in aprile), la frenata economica evidenziata anche da produzione industriale, investimenti e vendite al dettaglio minori delle attese ha riservato delle sorprese. Le attese per un intervento a sostegno della crescita da parte della PBoC sono sempre maggiori, sia nella direzione di un ritocco della riserva obbligatoria bancaria sia per una limatura dei tassi ufficiali.

I MERCATI

OBBLIGAZIONI

BOND	11 mag	04-mag	13-apr	30 dic 11
USA 10Y	1.85	1.88	1.98	1.88
USA 2Y	0.26	0.25	0.27	0.24
GER 10Y	1.52	1.58	1.74	1.83
GER 2Y	0.08	0.08	0.13	0.14
Euribor 3m	0.69	0.70	0.75	1.36
Euro\$ 3m	0.47	0.47	0.47	0.58
Itrax Crossover	688	655	671	755

Le rinnovate incertezze sulle prospettive dell'area euro hanno portato i titoli tedeschi (a due e dieci anni) a nuovi minimi storici assoluti. Per contro il differenziale BTP – Bund permane nell'area (critica purtroppo) dei 400 p.b. senza che in settimana vi sia stata una precisa direzionalità.

AZIONI

EQUITY	11 mag	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
S&P 500	1361.49	-0.56%	-0.64%	8.26%
Stoxx 600	251.31	-0.67%	-0.82%	2.77%
Eurostoxx50	2250.04	0.08%	-1.81%	-2.87%
Topix	758.38	-1.01%	-7.00%	4.09%
FTSE Asia exJp	431.75	-4.52%	-4.75%	6.49%
FTSE Emer Mkt	485.27	-3.56%	-5.23%	5.47%
VIX	18.92	-24.00%	-0.63	-4.48
V2X	28.48	-0.91	-0.93	4.42

Questa settimana anche il FTSE e il CAC potrebbero aggiungersi al gruppo degli indici azionari con rendimento negativo da inizio anno. Sicuramente hanno pesato da un lato le elezioni francesi, dall'altro il ridimensionamento delle aspettative di un ulteriore allentamento quantitativo da parte della BOE. Tuttavia fa riflettere il fatto che anche le azioni di paesi non direttamente coinvolti nella crisi del debito pubblico dimostrino tale debolezza e non è chiaro quanto questa sia il riflesso di problemi altrui, o sia più legata ad una condizione di generale fragilità di questo ciclo economico.

Nel frattempo, dopo quattro anni dallo scoppio di questa crisi finanziaria, siamo ancora a parlare di salvataggi di banche in difficoltà. Questa settimana è stata la volta di Bankia in Spagna, sfortunato esempio di come l'unione di più problemi, spesso, non costituisce una soluzione. Quotata solo la scorsa estate con una capitalizzazione di 3,3 mld €, e salvata dal governo spagnolo tramite la conversione di un prestito da 4.5 mld € in azioni è l'emblema di un settore in forte crisi di identità. E pensare che all'inizio le banche spagnole erano



considerate tra quelle meglio posizionate per affrontare la crisi, grazie all'opera di supervisione della banca centrale e all'elevato livello di accantonamenti generici. Da quando la crisi è peggiorata, tuttavia, le autorità si sono dimostrate lente a riconoscere la gravità della situazione del mercato immobiliare e hanno perso tempo prezioso convinti che la comunità finanziaria si sbagliasse. Solo ultimamente si è deciso di intervenire in maniera più decisa ordinando alle banche di riconoscere degli accantonamenti più elevati soprattutto sui crediti nel settore immobiliare. In questo contesto si inserisce la nuova normativa che dovrebbe essere approvata a breve e i cui dettagli dovrebbero essere i seguenti:

- Separazione degli asset immobiliari e costituzione di veicoli di gestione di tali attività aperti ad investitori esterni.
- Aumento delle coperture dei crediti al settore immobiliare di 30 mld € per portare il livello intorno al 45% degli asset sottostanti.
- Le banche avranno un mese di tempo per formulare un piano per obbedire alle nuove direttive e cinque mesi per predisporre le eventuali operazioni richieste per raggiungere il livello di capitale minimo. Se non è possibile farlo sul mercato, il fondo di aiuto alle banche (FROB) interverrà tramite sottoscrizione di nuove azioni o di strumenti convertibili assimilabili.

La direzione intrapresa è sicuramente quella giusta, è presto, tuttavia, per dire se sarà sufficiente a risolvere il problema: il 45% di accantonamenti è un numero importante, ma se guardiamo all'esperienza irlandese, potrebbe non bastare, e manca chiarezza sulle modalità del reperimento dei fondi e sull'ammontare complessivo necessario. Ma posto che questa questione venga risolta chi può

escludere che qualche altra sorpresa si nasconda tra le pieghe dei bilanci delle banche? La perdita sui derivati annunciata Giovedì da JPM non fa che aumentare i dubbi in proposito.

VALUTE

CURRENCY	11 mag	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
EUR / USD	1.2945	-1.1%	-1.1%	-0.1%
EUR / YEN	103.44	-1.1%	-2.3%	3.7%
USD / YEN	79.92	0.0%	-1.3%	3.8%

Sul fronte valutario abbiamo assistito ad un indebolimento dell'euro rispetto al dollaro come già osservatosi nelle ultime settimane. Il tema Grecia e più in generale i problemi del debito nel vecchio Continente hanno riportato una certa dose di pessimismo sulla valuta unica. .

I dati macroeconomici non troppo incoraggianti provenienti dai principali paesi emergenti hanno appesantito le performance della valute di questi paesi. Soprattutto contro dollaro in settimana abbiamo assistito ad un corale e forte indebolimento delle valute emergenti. In considerazione delle crescenti aspettative di allentamento monetario (soprattutto in Cina), non è da escludere un ulteriore indebolimento.

MATERIE PRIME

COMMODITY	11 mag	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
OIL	96.88	-1.6%	-5.8%	-2.0%
CRB Index	293.3	-1.3%	-3.2%	-3.9%
Gold	1588	-3.3%	-4.7%	0.7%
Silver	28.99	-4.1%	-8.3%	2.8%
Copper	365	-1.8%	0.7%	6.4%
Gas	2.48	8.6%	24.9%	-17.2%

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



PROSSIMA SETTIMANA

	USA	EMU	EARNINGS
Lunedì 14		EMU: produzione industriale.	EU: Luxottica
Martedì 15	Inflazione; vendite al dettaglio; Fiducia mercato immobiliare.	EMU: PIL Q1; GER: indice ZEW.	USA: McDonald's EU: Mediaset
Mercoledì 16	Permessi alla costruzione.	EMU: inflazione.	USA: Cisco EU: E.ON Mediobanca
Giovedì 17	Sussidi alla disoccupazione; leading indicator.		USA: EU: Iberdrola DT EDP Unicredit Prysmian Enel Telecom IT Pirelli EDF
Venerdì 18			USA: EU: AXA Generali Exor Atlantia

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.