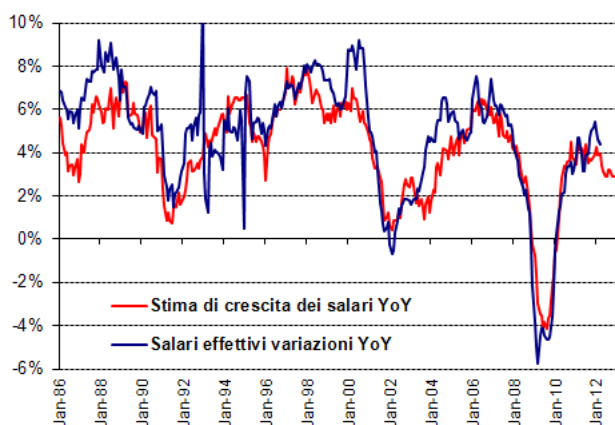


IL QUADRO MACRO

STATI UNITI

Nel corso delle ultime settimane sono state pubblicate alcune tra le più rilevanti statistiche mensili, come gli indici ISM manifatturiero e non, gli ordinativi di beni durevoli, i redditi e consumi personali di marzo e i dati sul mercato del lavoro. Inoltre a livello trimestrale sono stati resi noti i dati sul PIL di Q1 e quelli relativi alla produttività.

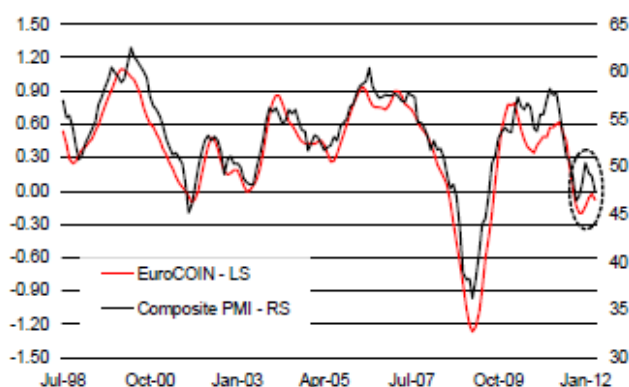


Nel complesso questa evidenza statistica non ha alterato la nostra visione moderatamente costruttiva per quanto riguarda l'economia americana, che dovrebbe continuare ad espandersi ad un tasso tutto sommato modesto se confrontato con i numeri per recessione e prossimo al 2%. Il 2012 dovrebbe far registrare un progresso del PIL del 2,1% in moderata accelerazione rispetto al 1,7% del 2011. Da notare infine che sia i dati trimestrali sul costo unitario del lavoro che quelli mensili sulle retribuzioni orarie mostrano la capacità delle imprese americane di tenere ampiamente sotto controllo la variabile di costo più importante, il lavoro. Da questa evidenza statistica non vi sono segnali di una significativa erosione dei margini di profitto, anche se è opinione di molti

commentatori che non vi sia molto spazio per un loro ulteriore ampliamento.

AREA EURO

PMIs AND EUROCOIN: DISAPPOINTING START IN 2Q



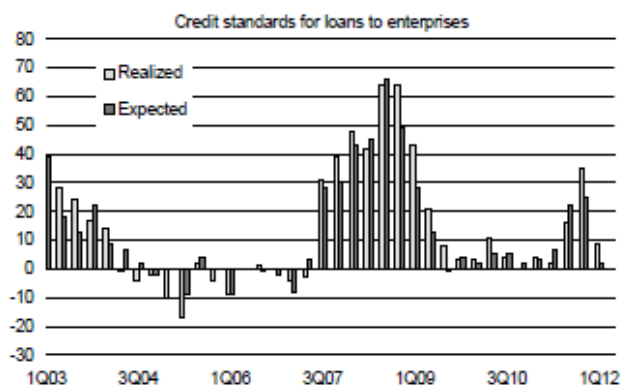
Nelle ultime settimane la tensione sui mercati azionari e del debito europei si è mantenuta elevata anche a causa di dati sulla crescita dal tono negativo. Soprattutto gli indicatori anticipatori (PMI e sondaggi nazionali) descrivono un avvio del secondo trimestre peggiore di quello da noi ipotizzato ad inizio anno, tanto che l'aspettativa di un miglioramento del ciclo a partire dalla primavera potrebbe venire messa in discussione. Cruciale a questo proposito sarà la lettura dell'indice PMI di fine maggio.

Notizie moderatamente positive giungono invece dal sondaggio trimestrale condotto dalla BCE sullo stato del credito. I dati aggregati mostrano che pur in un contesto di avversione all'erogazione del credito le banche hanno rilassato in maniera significativa il loro atteggiamento che comunque, va ribadito, rimane restrittivo. Il miglioramento è sicuramente imputabile all'effetto delle due aste a 3 anni volute dalla BCE che ha agito sia sul costo del finanziamento che sulle quantità erogabili. Ciò conferma che l'azione della BCE ha ridotto di molto

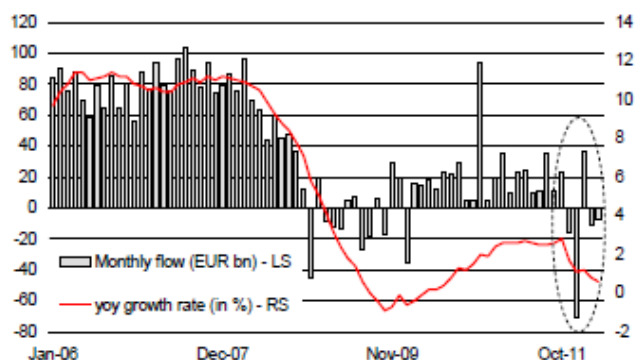


il rischio di un credit crunch in Europa (si vedano i due grafici sotto riportati).

TIGHTENING OF LENDING STANDARDS SLOWS



LENDING TO THE PRIVATE SECTOR

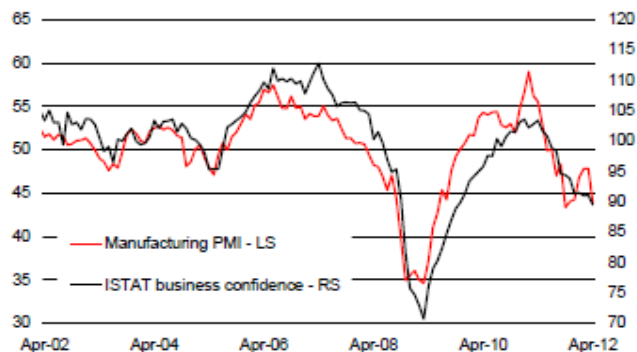


■ Lending keeps weakening, but credit crunch fears are subsiding.

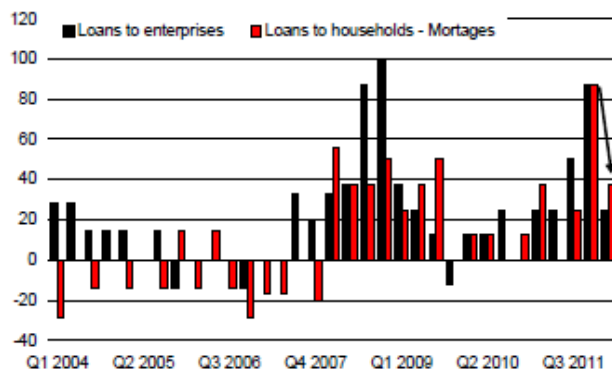
In questa fase è importante monitorare quanto sta avvenendo nel nostro paese. Il brusco peggioramento degli indicatori anticipatori osservato nel mese di aprile (si veda il primo grafico sotto riportato) potrebbe tradursi in una contrazione dell'economia italiana anche per il secondo trimestre, portando il periodo di calo consecutivo del PIL a 12 mesi.

Il sondaggio sul credito condotto dalla BCE per la parte che riguarda la sola economia italiana mostra una riduzione della stretta creditizia operata dalle banche, in accordo con quanto visto a livello europeo, segno che anche nel nostro paese gli effetti benefici dell'LTRO si sono manifestati.

HIGHLY DISAPPOINTING BUSINESS SURVEYS IN APRIL

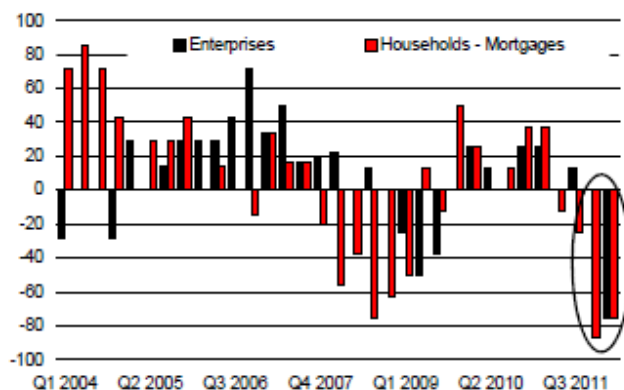


BANK LENDING SURVEY: CREDIT STANDARDS



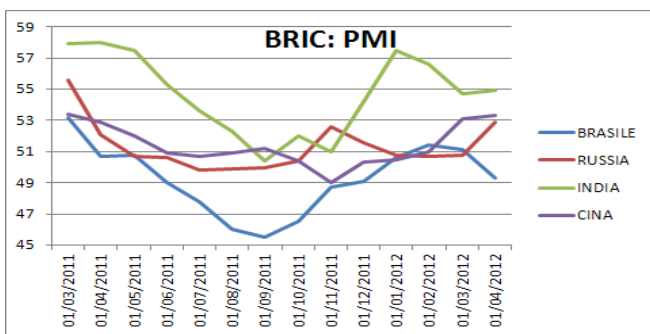
Tuttavia la recessione in atto riduce fortemente la volontà di famiglie ed imprese di richiedere prestiti alle banche, per cui è questo il fattore che più penalizza lo sviluppo del credito nella nostra economia. Fattore di natura ciclica e che potrà migliorare solo in parallelo con l'economia.

BANK LENDING SURVEY: LOAN DEMAND



MERCATI EMERGENTI

Le evidenze degli indici PMI per il mese di aprile relative ai mercati emergenti hanno fornito un ulteriore tassello alla costruzione di uno scenario economico costruttivo. Il trend positivo e il permanere al di sopra della soglia di 50 sono indicatori prospettici positivi che rafforzano l'ipotesi di un ciclo che abbia toccato il punto di minimo sul finire dello scorso trimestre. Particolarmente incoraggianti sono state le componenti legate all'export, in ripresa unitamente alle componenti legate agli ordinativi. L'unica eccezione è il Brasile dove, però, la pronta attività della Banca Centrale dovrebbe attutire i contraccolpi del rallentamento.



I MERCATI

OBBLIGAZIONI

BOND	04 mag	27-apr	05-apr	30 dic 11
USA 10Y	1.89	1.93	2.18	1.88
USA 2Y	0.25	0.26	0.34	0.24
GER 10Y	1.58	1.70	1.74	1.83
GER 2Y	0.08	0.10	0.14	0.14
Euribor 3m	0.70	0.72	0.77	1.36
Euro\$ 3m	0.47	0.47	0.47	0.58
Itrax Crossover	644	644	635	755

Dopo le impennate di marzo e di aprile lo spread BTP - Bund sembra attraversare una fase di stabilizzazione, seppur su livelli elevati (400 punti base). La fine delle aste a 3 anni della BCE, i dati macro italiani negativi ed un certo nervosismo tra i

partiti che sorreggono il governo Monti sono alla base dell'allargamento del differenziale. In settimana il tasso sul Bund decennale ha fatto registrare un nuovo minimo storico all'1,65%, segno che anche con rendimenti estremamente contenuti i titoli tedeschi sono oggetto di interesse da parte degli investitori.

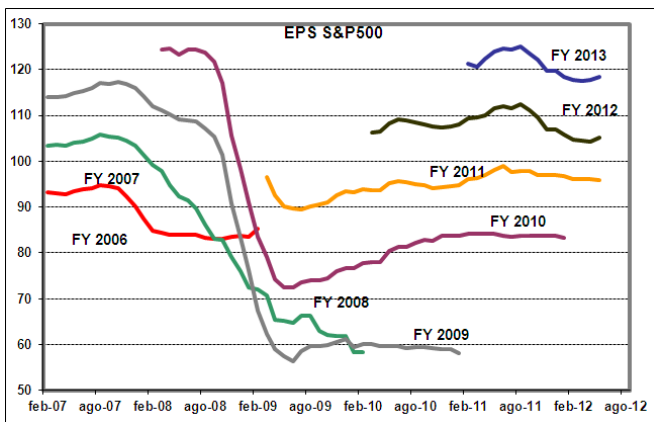
La politica monetaria non ha dato spunti particolari al mercato obbligazionario. Draghi ha descritto le prospettive dell'economia in maniera più negativa rispetto allo scorso mese tuttavia questo non ha portato a revisioni dello scenario da parte della BCE e a conseguenti implicazioni di rilievo per la condotta della politica monetaria. Tutto è rimandato al comitato del prossimo mese dove la BCE presenterà la revisione semestrale del proprio outlook sull'economia.

AZIONI

EQUITY	04 mag	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
S&P 500	1376.51	-1.91%	-1.54%	9.46%
Stoxx 600	253.13	-2.31%	-2.29%	3.51%
Eurostoxx50	2252.10	-3.92%	-5.87%	-2.78%
Topix	792.87	-1.42%	-4.77%	8.82%
FTSE Asia exJp	452.97	0.38%	-0.11%	11.72%
FTSE Emer Mkt	504.84	-0.67%	-2.23%	9.72%
VIX	18.41	209.00%	1.71	-4.99
V2X	28.91	3.43	3.32	4.85

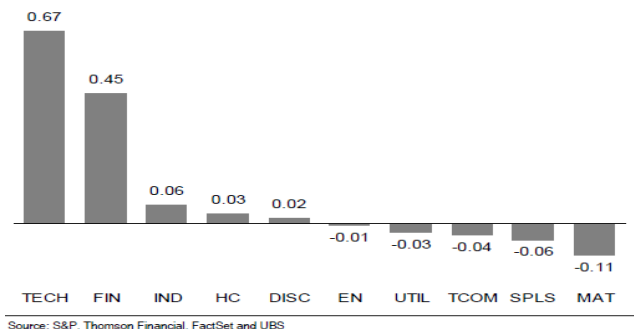
Negli USA la stagione della reportistica è vicina a chiudersi con oltre l'80% delle società dell'S&P500 che ha riportato. Gli utili annunciati sono stati mediamente superiori alle stime di oltre il 4%; questi buoni risultati hanno indotto gli analisti, per la prima volta nell'anno, rivedere leggermente al rialzo le stime per il 2012 (cfr. grafico seguente).





La revisione si è concentrata sui settori che hanno riportato meglio nel trimestre, cioè su tecnologia e finanziari, seguiti dagli industriali e i consumi discrezionali (cfr. grafico seguente).

Contribution to Chg in S&P 500 EPS since Feb. 22



I risultati migliori delle attese per il primo trimestre depongono, infine, a favore della crescita sequenziale attesa per il secondo trimestre (per il quale c'è comunque un effetto stagionale positivo). In Europa la reportistica è più indietro e hanno comunicato poco più di un terzo delle società in termini di market cap. Grazie anche alla significativa revisione al ribasso delle stime nei mesi scorsi, gli utili sono finora migliori delle attese anche Europa, sebbene, come lecito attendersi, meno brillanti che negli USA, visto che comunque la crescita attesa per l'anno è pressochè pari a 0/-2% in Europa, contro il 5/8% negli USA. A differenza che negli USA dove tengono bene i margini e i ricavi crescono a un tasso più modesto,

in Europa, grazie anche alla significativa diversificazione in termini geografici dei ricavi, questi battono le stime in misura più rilevante rispetto ai margini che appaiono invece maggiormente sotto pressione.

In sintesi la reportistica conferma che le aziende, grazie a una buona tenuta dei margini negli USA (dove inoltre in prospettiva non si vedono spinte inflazionistiche sul fronte del costo del lavoro) e alla sostanziale tenuta dei profitti in Europa, anche grazie alla diversificazione geografica dei ricavi, il settore delle aziende rimane l'elemento più sano delle economie sviluppate. Le performance degli indici sono, e saranno ancora per un po' di tempo, sempre più legate al quadro macro e a quello politico piuttosto che dalle prospettive di profittabilità intrinseche alle aziende e alle valutazioni fondamentali. Le lente, sebbene finora progressive, risposte della politica alla crisi dei debiti sovrani in Europa condizioneranno infatti ancora l'evoluzione dei mercati. Questo fine settimana in particolare sono in calendario due importanti appuntamenti elettorali, le presidenziali in Francia e soprattutto le politiche in Grecia. Queste ultime tengono in sospenso i mercati per via del possibile stallo politico nel paese, il cui Governo dovrà approvare in poche settimane ulteriori piani di tagli per rispettare i programmi del IMF/EU. Gli ultimi sondaggi danno un elevato frazionamento fra diversi partiti ed è probabile che il partito di maggioranza relativa (Nuova Democrazia) non raggiunga il quorum per formare un governo da solo; in questo caso o vi sarà un'alleanza con il partito socialista (Pasok) o è possibile che si vada a una nuova tornata elettorale in giugno, con altre settimane di pesante incertezza per i mercati.

I principali mercati emergenti iniziano ad avere andamenti divergenti. I dati macro incoraggianti sostengono il mercato cinese; l'inattività della politica fiscale indiana, per contro, lo zavorra; gli annunci di nazionalizzazione di società ha appesantito l'America Latina, Argentina in particolare. In ugual modo si stanno muovendo le



revisioni degli utili: al rialzo in Asia e al ribasso in America Latina, mantenendo le revisioni sull'indice generale dei mercati emergenti praticamente invariato. In questo contesto di dispersione delle performance, la gestione attiva dovrebbe garantire ritorni sopra la media.

VALUTE

CURRENCY	04 mag	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
EUR / USD	1.3151	-0.8%	0.7%	1.5%
EUR / YEN	104.98	-1.6%	-2.4%	5.2%
USD / YEN	79.83	-0.8%	-3.1%	3.7%

Sul fronte valutario abbiamo assistito a un indebolimento dell'euro sia rispetto al dollaro che allo yen. Gli ultimi dati sulla crescita riassunti dagli indicatori PMI mostrano una sorta di decoupling in negativo dell'area euro rispetto alle altre macro aree. Mentre il ciclo manifatturiero negli Stati Uniti, nei paesi emergenti ed anche in Giappone sembra tenere in Europa le ultime letture dei PMI sembrano

segnalare un brusco peggioramento. Questo si è riflesso sui cambi con un euro in tono decisamente minore. Sul fronte emergente continua la debolezza delle valute, in particolare di real brasiliano e rupia indiana. Entrambe indebolite da una politica monetaria aggressivamente espansiva per fronteggiare l'economia in moderato rallentamento.

MATERIE PRIME

COMMODITY	04 mag	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
OIL	99.80	-4.9%	-3.4%	1.0%
CRB Index	299.0	-2.1%	-2.4%	-2.1%
Gold	1646	-1.2%	1.1%	4.4%
Silver	30.41	-2.9%	-4.2%	7.9%
Copper	375	-1.9%	-1.3%	9.2%
Gas	2.28	4.1%	8.9%	-23.9%

Settimana negativa per l'indice delle materie prime, trascinato al ribasso dal petrolio, a cui si sono affiancati anche i metalli legati al ciclo economico e l'oro.

PROSSIMA SETTIMANA

	USA	EMU	EARNINGS
Lunedì 7	Fiducia piccole imprese;		EU: Luxottica
Martedì 8			USA: McDonald's EU: Mediaset
Mercoledì 9			USA: Cisco EU: E.ON Mediobanca
Giovedì 10	Sussidi alla disoccupazione		USA: EU: Iberdrola DT EDP Unicredit Prysmian Enel Telecom IT Pirelli EDF
Venerdì 11	Fiducia dei consumatori	FRA: fiducia imprenditori	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.

