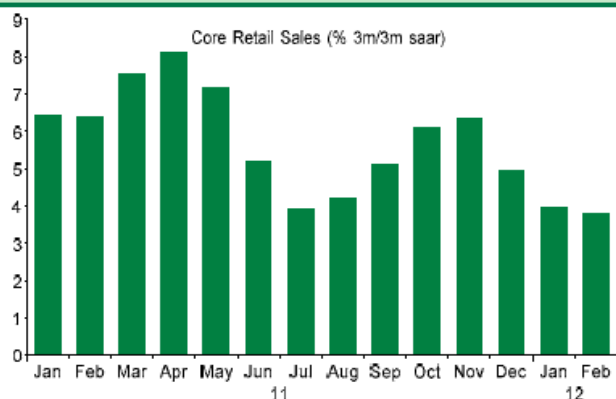


IL QUADRO MACRO

STATI UNITI

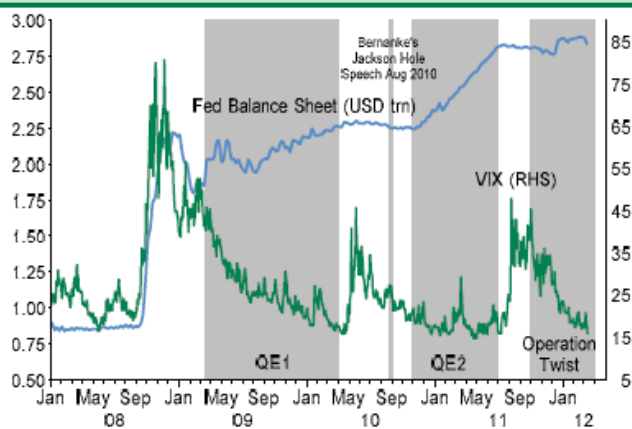
Chart 1: Core retail sales growth has moderated a little



Source: Reuters EcoWin Pro

I dati mensili sull'economia USA continuano ad essere moderatamente favorevoli, tanto che le case di investimento che si collocavano nella parte bassa della forchetta di consenso hanno rivisto leggermente al rialzo le stime per il primo trimestre a valori prossimi al 1,5% rispetto al precedente 1%. Mentre chi aveva una ipotesi di crescita più vicina al 2% ha visto il proprio scenario confermato dalla recente evidenza.

Chart 2: Fed policies have lowered volatility



Source: Reuters EcoWin Pro

Il dato di economia reale più significativo è stato quello relativo alle vendite al dettaglio, le quali hanno mostrato una buona tenuta e sono state tra i fattori che hanno contribuito alla revisione al rialzo operata da alcuni sul PIL. Il modesto calo della fiducia dei consumatori, in una fase di consistenti rialzi del prezzo della benzina può anch'esso essere interpretato in maniera positiva.

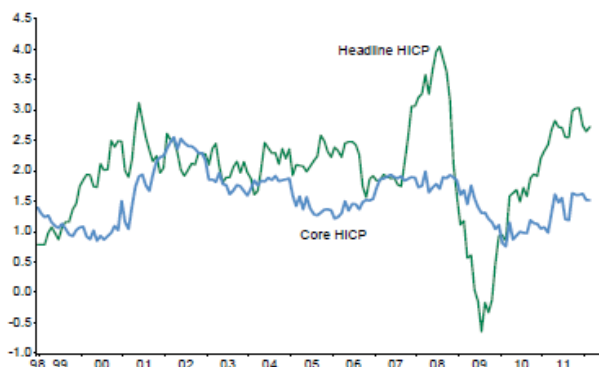
La FED ha preso atto del miglioramento in atto nell'economia, ponendo l'accento sui progressi evidenziatisi sul mercato del lavoro, ed enunciando un'aspettativa favorevole per la dinamica degli investimenti privati che pure erano risultati deboli nelle ultime letture mensili. La banca centrale non appare preoccupata dalle conseguenze sull'inflazione derivanti dal rialzo del prezzo del petrolio, mentre ha posto ancora l'accento sul livello troppo elevato del tasso di disoccupazione. Rimarcando la situazione di strutturale debolezza del mercato del lavoro e definendo come transitoria la fase di rialzo dei prezzi dovuta al caro petrolio la FED sembra voler mantenere aperta ogni opzione circa un possibile QE3, con una bias all'azione qualora l'attuale fase di miglioramento dovesse venir meno. Saranno quindi i dati di prossima pubblicazione ad orientare l'azione della banca centrale che appare assolutamente libera da ogni pregiudizio circa l'atteggiamento da tenere nei prossimi mesi.

AREA EURO

Settimana priva di spunti particolari per quanto riguarda lo scenario macro europeo, data una settimana nel complesso "leggera" per quanto riguarda le statistiche economiche. L'indice di fiducia ZEW è migliorato anche se al di sotto delle attese, mentre l'inflazione in questo momento non costituisce un fattore di particolare rilievo.



Chart 4: Eurozone HICP (% y/y)



Source: Reuters EcoWin Pro

LO STATO PATRIMONIALE DELLA BCE

Prima che scoppiasse la crisi, nel giugno del 2007, lo stato patrimoniale consolidato dell'Eurosistema ammontava a 913 miliardi di euro. La scorsa settimana lo stesso bilancio assommava a 3.003 miliardi, circa il 24% del Pil dell'area euro. Incrementi ugualmente significativi si sono registrati nei bilanci della Fed e della Bank of England, anche se non è stata superata la soglia del 20 per cento dei rispettivi Pil.

Stato patrimoniale dell'Eurosistema

Attivo		Passivo	
Oro e crediti in oro	423	Banconote	870
Crediti denominati in valuta estera	319	Riserva obbligatoria	91
Rifinanziamento a favore delle istituzioni creditizie	1130	Passività verso le istituzioni creditizie	1057
Titoli	631	Altre passività	823
Altre attività	520	Capitale e riserve	82
Totale	3023	Totale	3023

Sul fronte dell'attivo del bilancio dell'Eurosistema, oltre all'oro (423 miliardi) e alle altre attività in valuta estera (319 miliardi), sono enormemente aumentati i titoli (631 miliardi), parte dei quali relativi al cosiddetto Security Market Program, messo in piedi per sostenere il corso dei titoli governativi dei paesi in crisi (219 miliardi) e soprattutto i rifinanziamenti alle istituzioni creditizie (1.130 miliardi), quasi tutti a lungo termine. Questi ultimi sono oggi costituiti quasi interamente da rifinanziamenti a tre anni, sorti a seguito delle due aste effettuate lo scorso dicembre e febbraio dalla Bce, che in parte hanno anche sostituito i finanziamenti a tre mesi e un anno, nonché i

finanziamenti principali a breve termine erogati in precedenza dalla stessa Bce.

Se passiamo al lato del passivo del bilancio dell'Eurosistema osserviamo che accanto alla voce banconote (870 miliardi), e riserva obbligatoria recentemente dimezzata (91), l'attenzione di tutti gli osservatori si concentra sui depositi che le banche detengono presso la Bce che negli ultimi anni sono cresciuti esponenzialmente (1.057). La crescita viene generalmente interpretata come la volontà delle banche di non prestare i soldi ricevuti dalla banca centrale ad altre banche o al sistema economico.

In realtà, questa interpretazione è fuorviante.

Nel momento in cui un'azienda di credito riceve un finanziamento dalla banca centrale immediatamente i soldi ricevuti vengono accreditati sui conti in banca centrale. Quand'anche la banca decidesse di prestare i soldi a un'altra banca o a un'impresa, i soldi rimarrebbero sempre nel circuito bancario e a fine giornata verrebbero depositati presso una banca centrale dell'Eurosistema.

In termini tecnici questo è quanto viene definito base monetaria ed è ciò che spiega la relazione stretta tra la posta "Rifinanziamento a favore delle istituzioni creditizie" e "Passività verso le istituzioni creditizie".

Molto più importate è quindi osservare gli aggregati monetari e quelli del credito per desumere la dinamica della circolazione dei finanziamenti nell'eurosistema. In particolare, a detta della stessa BCE, l'aggregato monetario M1 è quello che sembra anticipare meglio i punti di svolta del ciclo economico e creditizio.

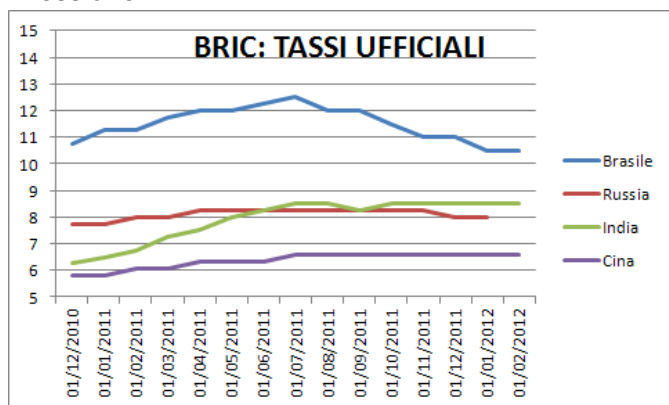
ASIA & MERCATI EMERGENTI

In una settimana non ricca di evidenze macroeconomiche nei paesi emergenti, le Banche Centrali hanno tenuto banco.

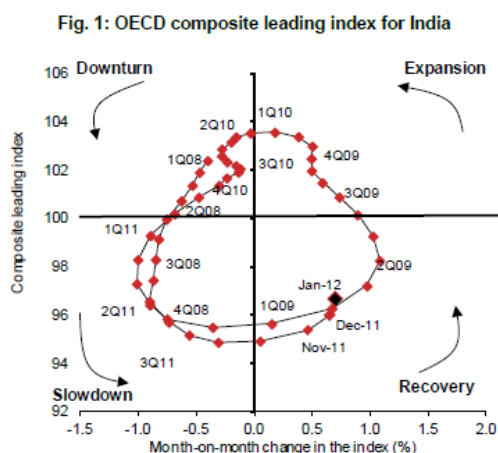
Nell'Europa emergente la Russia ha mantenuto i tassi invariati, in Asia lo stesso atteggiamento è stato portato avanti dall'India (dopo la riduzione della riserva obbligatoria della settimana precedente e dopo il dato confortante sui prezzi al consumo ancora al di sotto del 7%), mentre in America Latina la pubblicazione del resoconto della



riunione dell'autorità monetaria brasiliana della settimana precedente, ha offerto notevoli spunti di riflessione.



In Brasile anche se il picco di minimo dell'attività economica dovrebbe essere stato superato, come suggerito dagli indici PMI, la anche solo momentanea stabilità degli indici dei prezzi al consumo, unita alla dinamica del cambio, sta portando ad un atteggiamento maggiormente orientato alla crescita da parte della Banca Centrale. L'annuncio da parte della stessa autorità monetaria che i tassi ufficiali, in questo momento al 9,75%, saranno abbassati ulteriormente e portati nel prossimo futuro al 9% (probabilmente in due passaggi successivi) e mantenuti su questi livelli per diverso tempo, ha contribuito a ridare chiarezza e stabilità all'azione di quest'ultima.



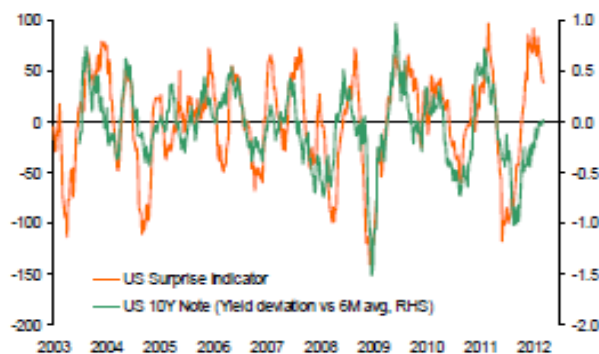
In parallelo anche la politica fiscale si sta muovendo, anche solo con alcune dichiarazioni del Ministro delle Finanze che vanno nella direzione di abbassare l'imposizione fiscale sul credito al consumo e di procrastinare nel tempo le agevolazioni fiscali sugli elettrodomestici.

I MERCATI

OBBLIGAZIONI

BOND	16 mar	09-mar	17-feb	30 dic 11
USA 10Y	2.33	2.03	2.00	1.88
USA 2Y	0.37	0.32	0.29	0.24
GER 10Y	2.05	1.79	1.93	1.83
GER 2Y	0.34	0.16	0.25	0.14
Euribor 3m	0.85	0.89	1.04	1.36
Euro\$ 3m	0.47	0.47	0.49	0.58
Itrax Crossover	546	581	598	755

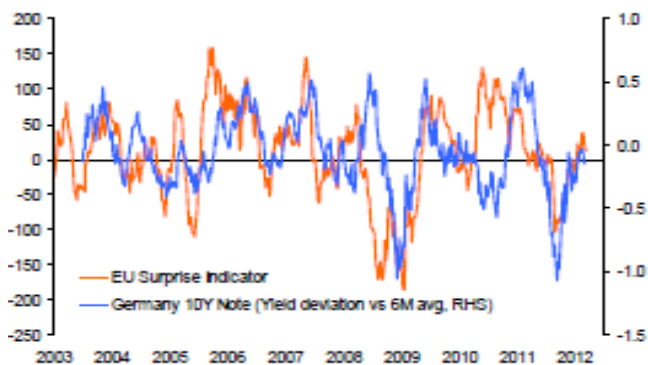
Il mercato obbligazionario americano sembra essersi finalmente accorto dei miglioramenti in atto sul mercato del lavoro recuperando il gap che si era aperto tra la dinamica dei tassi a lunga e l'indice delle sorprese economiche (si veda il grafico sotto riportato).



Source: Reuters EcoWin Pro



Il mercato obbligazionario tedesco sembra invece essersi mosso nel recente passato più in linea con i fondamentali macro e le sorprese da essi derivanti.



Per quanto riguarda la situazione sui periferici il trend di miglioramento dell'Italia rispetto alla Spagna e verso il Bund tedesco è continuato anche questa settimana, con lo spread che ha bucato al ribasso la soglia dei 300 p.b.

Chart 1: 10y Yields (%)



Source: Reuters EcoWin Pro

AZIONI

EQUITY	16 mar	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
S&P 500	1403.11	2.35%	3.08%	11.57%
Stoxx 600	272.02	2.48%	2.29%	11.24%
Eurostoxx50	2600.36	3.35%	3.18%	12.25%
Topix	866.73	2.12%	6.94%	18.96%
FTSE Asia exJp	460.17	0.31%	-0.31%	13.50%
FTSE Emer Mkt	533.00	0.09%	-0.47%	15.84%
VIX	14.70	-241.00%	-3.08	-8.70
V2X	18.47	-4.43	-6.36	-5.59

Continua la fase di propensione al rischio degli investitori e anche questa settimana si chiude con un buon progresso dei mercati azionari sviluppati e un movimento sostanzialmente laterale di quelli emergenti, come meglio dettagliato in seguito.

I *driver* del mercato rimangono, da un lato i buoni dati sul trend di ripresa negli USA e dall'altro la progressiva stabilizzazione dell'area Euro. Per quest'ultima, come già accennato nelle settimane precedenti, si potrebbe aver visto il punto di minimo del ciclo, almeno per l'aggregato economico nel complesso. Determinante al riguardo sarà l'andamento dell'economia italiana; il lavoro paziente ma incisivo del governo Monti inizia a dare il primo dividendo, quello di contrazione dello spread del debito italiano rispetto a quello tedesco, sceso in settimana ampiamente sotto quota 300 bp sulla scadenza decennale. Gli effetti positivi, oltre all'ovvio minor costo diretto per il servizio del debito pubblico, si estendono alla contrazione del costo del denaro che le banche impiegano nell'economia reale. Questo beneficio si dovrebbe sommare a quello, di minore entità, connesso alla progressiva riduzione dell'Euribor stesso. Il minor costo del denaro dovrebbe, prospetticamente, aiutare a ridurre parte di quel significativo gap di competitività fra le imprese italiane e i concorrenti di paesi *core* euro, che si è aperto durante lo scorso anno.

Tuttavia, al momento, la priorità numero uno delle imprese italiane, soprattutto quelle di piccole e



medie dimensioni che non hanno accesso diretto ai mercati dei capitali, rimane il credito bancario. Come già accennato in precedenza le nuove aste a 3 anni della BCE (LTRO) hanno dato la possibilità alle banche, almeno in termini di posizioni di liquidità, di riprendere a erogare denaro alle imprese e alle famiglie, dopo diversi mesi di stagnazione se non di contrazione. Dietro forti pressioni delle rappresentanze economiche e soprattutto della *moral suasion* della BCE e di Bankitalia, i primi segnali positivi arrivano dalle dichiarazioni dei CEO delle due principali banche, Intesa San Paolo e UniCredit. Quest'ultima ha dichiarato in settimana di stanziare un plafond di 40 miliardi di nuovo credito per le imprese italiane da erogare nei prossimi mesi. ISP non ha al momento dato indicazioni su possibili plafond ma il nuovo CEO – Cucchiani – nella conference di giovedì a margine dei risultati ha fornito elementi più confortanti del previsto in termini di qualità del credito in bilancio e soprattutto sulla possibilità di incrementare gli impieghi a famiglie e imprese. Il progressivo quadro di stabilizzazione e ritorno a qualche forma di maggiore "normalità" sono stati confermati in settimana (come evidenziato nel paragrafo dei bond) per la prima volta da inizio anno anche dal movimento sui governativi a lunga scadenza, soprattutto negli USA e in misura minore anche in Germania.

Tassi 10y Treasury USA



Tassi 10y Bund tedeschi



Se la correlazione fra l'andamento del rendimento dei titoli decennali e i mercati azionari è generalmente negativa, in questa fase la risalita dei rendimenti è da leggere proprio come "normalizzazione" del contesto, visto che i rendimenti reali rimangono ancora negativi sia negli USA che nei paesi *core* della zona euro.

Quella dei tassi (sebbene sia certamente un movimento da confermare nelle prossime settimane) era una delle ultime *asset class* che non era stata toccata dal ritorno della propensione al rischio da inizio anno.

Ancora sotto tono le performance dei mercati azionari emergenti rispetto a quelli industrializzati; in particolare l'area asiatica questa settimana ha sottoperformato, appesantita, per motivi diversi, da Cina e India. La prima è stata influenzata dal dipanarsi del Congresso annuale del Partito Comunista Cinese (con le esternazioni sulla necessità delle riforme politiche oltre che economiche per evitare di "ricadere l'errore della Rivoluzione Culturale"), dalla corsa alla successione dell'attuale Premier Wen Jiabao (è stato letteralmente fatto fuori il candidato della sinistra del partito Bo Xilai), ma soprattutto dalle dichiarazioni dello stesso Premier nel discorso conclusivo che ha sottolineato ancora la fragilità del mercato immobiliare e la necessità di mantenere attive le azioni di sostegno e controllo del mercato e delle società operanti sullo stesso. L'India, che a parità di politiche monetarie accomodanti ha avuto

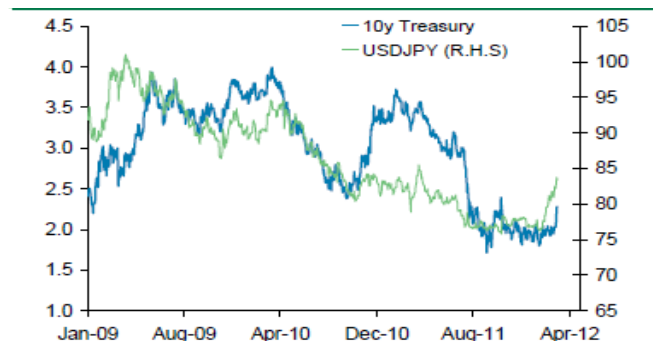


performance diametralmente opposte al Brasile (+1,26% quest'ultimo, -0,12% la prima), continua ad essere frenata da una dinamica inflattiva ancora non del tutto domata (anche se le ultime letture sono più rassicuranti) e soprattutto dalle attese per la presentazione della politica fiscale. Il budget è stato presentato a mercati chiusi ed è stato un budget realista (gli obiettivi dovrebbero essere facilmente raggiungibili) e soprattutto a sostegno dell'economia con un obiettivo di deficit per il 2012 pari al 5,9% del Pil, per scendere al 5,1% nell'anno successivo.

VALUTE

CURRENCY	16 mar	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
EUR / USD	1.3178	0.4%	0.3%	1.7%
EUR / YEN	109.82	1.5%	5.1%	10.1%
USD / YEN	83.33	1.1%	4.8%	8.2%

Il quadro moderatamente più ottimista con il quale la FED ha descritto il contesto macro americano ha sostenuto il dollaro. In particolare il movimento è risultato di una certa entità nei confronti dello yen (anche per il cambio di impostazione apparentemente intrapreso dalla banca del Giappone). Il movimento è avvenuto in concomitanza con un aumento dei tassi negli USA più marcato che in Giappone.



Le politiche monetarie aggressive, portate avanti da alcune delle principali Banche Centrali dei paesi emergenti (in special modo Brasile e India) stanno volutamente indebolendo il cambio (nell'ultimo mese la rupia indiana ha perso il 2% e il real brasiliano il 4,5%); si stanno così centrando i due obiettivi principali che sono quelli di stimolare la crescita interna per via dei tassi bassi e di sostenere la competitività dell'export grazie a una valuta più debole.

MATERIE PRIME

COMMODITY	16 mar	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
OIL	105.91	-1.4%	2.6%	7.2%
CRB Index	317.1	-0.2%	-0.1%	3.8%
Gold	1656	-3.4%	-3.9%	5.1%
Silver	32.64	-4.8%	-1.9%	15.8%
Copper	392	1.8%	5.8%	14.2%
Gas	2.31	-0.8%	-14.1%	-22.9%

Ancora una settimana negativa per l'indice della materie prime, con calo generalizzati su tutti i principali comparti. In controtendenza il rame, forse la commodity più legata al ciclo economico.



PROSSIMA SETTIMANA

	USA	EMU	EARNINGS
Lunedì 19	Fiducia mercato immobiliare		
Martedì 20	Permessi alla costruzione		EU: Mediaset – Banco Pop – Terna
Mercoledì 21		EMU: inflazione.	EU: Generali -
Giovedì 22	Sussidi alla disoccupazione Leading indicator	Indice PMI Fiducia Consumatori	
Venerdì 23	.		EU : A2A

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.