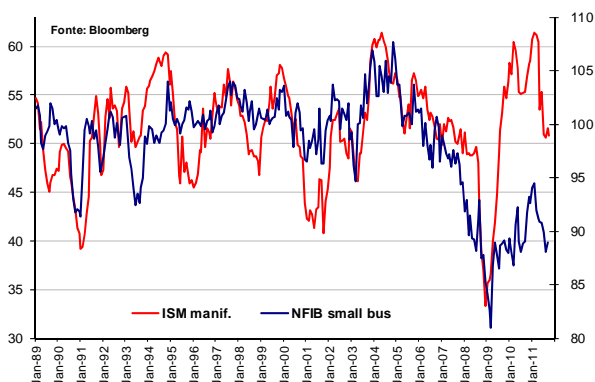
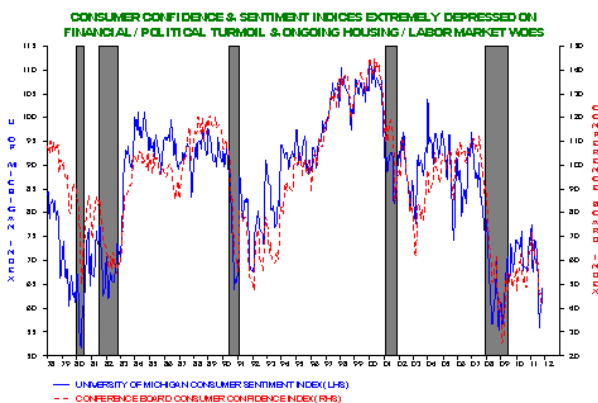


**IL QUADRO MACRO**

**STATI UNITI**



Questa settimana gli avvenimenti politici italiani hanno influenzato in maniera rilevante i principali mercati finanziari, non solo obbligazionari e non solo europei.



I dati americani non sono stati numerosi e non hanno alterato lo scenario di riferimento. Si è registrato un aumento della fiducia dei piccoli imprenditori, che però rimane su livelli molto contenuti e tali da segnalare per quella parte dell'economia un contesto recessivo. Anche per la fiducia dei consumatori i livelli sono molto depressi, seppur in moderato rialzo, però qui vale la constatazione che sono oramai parecchi mesi che si osserva una divergenza

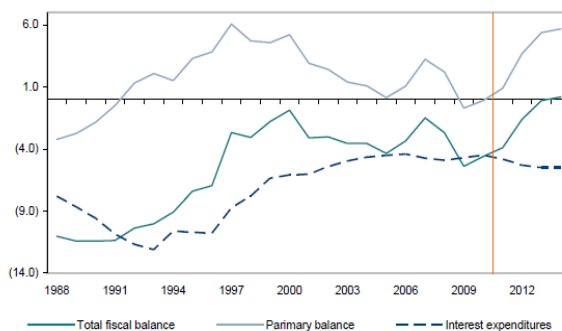
tra ciò che le famiglie dicono nei sondaggi e ciò che fanno in termini di spesa.

**AREA EURO**

Dal punto di vista degli indicatori congiunturali anche per l'area euro non si segnalano novità di rilievo.

L'Italia e la sostenibilità dei suoi conti pubblici sono diventati il tema centrale dei mercati finanziari nella settimana appena conclusasi. Un paese come il nostro, che si porta dal passato un debito pubblico al 120% del PIL ha commesso l'errore negli ultimi anni di azzerare il saldo primario (la differenza tra entrate ed uscite al netto degli interessi) e di aver perso nel corso degli ultimi mesi la fiducia dei mercati internazionali.

Figure 4: The government's objectives are ambitious but historically attainable  
Fiscal balance, primary balance and interest charge (% of GDP)



Source: Eurostat

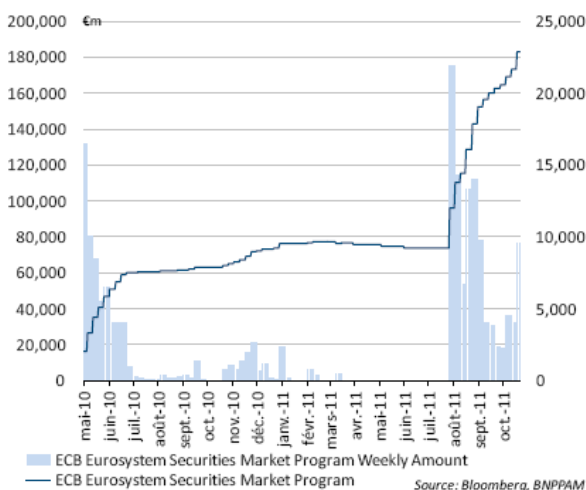
L'Italia ha i fondamentali tali da non poter essere considerata irreversibilmente un paese non solvibile. Storicamente (si veda il grafico sopra riportato) il paese è stato capace di generare il surplus primario necessario ad impedire una spirale incontrollata di espansione del debito pubblico. È questa la variabile chiave sui cui si può agire nel breve termine per invertire la traiettoria del debito. Occorrono poi misure per fare ripartire la



crescita economica, ma appare realistico assumere che queste possano far sentire i loro effetti benefici solo tra qualche anno. Nel mentre l'altra variabile sui cui si può agire è la fiducia degli investitori, e quindi sul tasso di interesse di mercato a cui vengono rinnovati i nostri titoli. A questo fine un Esecutivo credibile ai mercati e ai partner europei nel perseguire le misure di riordino dei conti e di rilancio della crescita è fondamentale.

Qualora i provvedimenti presi andassero nella giusta direzione, ma la paura dei mercati non dovesse attenuarsi, e quindi lo spread rimanere su livelli non sostenibili per i conti pubblici italiani, rimarrebbe la carta che molti invocano come decisiva: l'acquisto massiccio di titoli di Stato da parte della BCE al fine di arrestare un'ondata di panico in grado di trasformare una crisi di liquidità momentanea in una di solvibilità.

**Il bilancio della BCE e gli acquisti di titoli di Stato "periferici"**



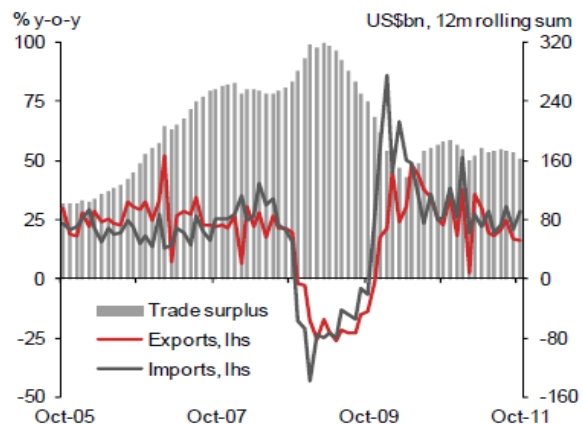
Tale opzione è stata a più riprese esclusa sia dal direttivo della banca centrale, che della Germania. Tuttavia, in uno scenario di estrema tensione sul nostro debito (e di conseguenza anche su quello degli altri paesi "non core" e forse anche sulla Francia) e di ritrovata credibilità delle nostre promesse ai partner internazionali non è da escludere che vi possa essere l'ennesima inversione ad U della BCE. L'azione potrebbe essere giustificata all'elettorato germanico con l'asserzione che si è intervenuti per salvare un paese credibilmente solvibile, ma oggetto di sfiducia da parte dei mercati, impedendo che il progetto

europeo possa essere affossato da un momento di "irrazionalità" degli investitori. Il primo passo però è che l'Italia, attraverso un esecutivo credibile, si riconquisti la fiducia dei partner europei, ed anche quella dei mercati per evitare di accrescere ulteriormente ed irreversibilmente lo stress sui titoli del proprio debito pubblico.

## ASIA

I segnali che giungono dalle economie emergenti continuano ad essere incoraggianti. Le politiche monetarie si sono confermate in settimana a sostegno della crescita, con Polonia, Sud Africa, Malesia e Corea che hanno mantenuto i tassi invariati e l'Indonesia che ha proceduto ad una inaspettata riduzione. In Brasile le vendite al dettaglio anche se inferiori alla lettura precedente, sono state superiori alle aspettative; l'economia sta rallentando, ma non così velocemente come temuto. In Cina la settimana è stata ricca di dati: da un lato produzione industriale e vendite al dettaglio in lieve moderazione ma sempre compatibili con ritmi di crescita del PIL del 9%, dall'altro l'inflazione che a ottobre si è stabilizzata su ritmi di crescita del 5,5% yoy (dai picchi superiori al 6%) in accoppiata con una dinamica dei prezzi alla produzione in forte rallentamento (+5% in ottobre vs +6,5% il mese precedente).

## CINA: Trade Balance



Il dato più incoraggiante è stato la bilancia commerciale che, a fronte di una frenata dell'export, ha evidenziato una forte tenuta dei



consumi interni con le importazioni che sono cresciute nel mese del 39,1% yoy. Solidità dell'economia e moderazione dell'inflazione dovrebbero permettere alla Banca Centrale di proseguire nel sentiero di allentamento della politica monetaria. L'unica voce fuori dal coro continua ad essere l'India; l'inatteso tonfo della produzione industriale in settembre stona rispetto al quadro economico asiatico. A questo punto appare sempre più difficile l'operato dell'autorità monetaria stretto tra una frenata dell'economia più marcata del previsto e una dinamica inflattiva ancora non del tutto sopita.

### INDIA: Produzione Industriale



La prossima settimana sarà importante valutare la tenuta dell'export cinese, delle vendite al dettaglio brasiliane e dell'azione coordinata di una serie di banche centrali tra cui Sud Africa, Malesia, Corea e Polonia.

## I MERCATI

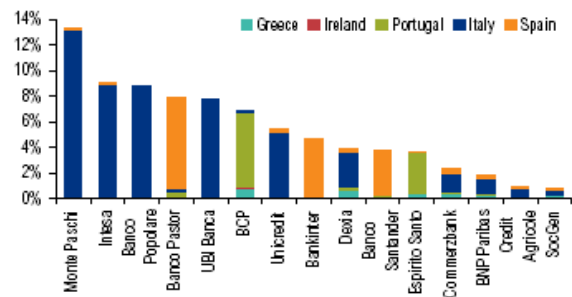
### EQUITY

EQUITY	11 nov	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
S&P 500	1255.91	0.21%	2.56%	-0.14%
Stoxx 600	239.09	-0.28%	0.24%	-13.31%
Eurostoxx50	2309.41	0.78%	-1.96%	-17.31%
Topix	729.13	-3.04%	-2.63%	-19.66%
FTSE Asia exJp	424.92	-2.98%	2.03%	-14.02%
FTSE Emer Mkt	486.58	-1.55%	3.14%	-16.80%
VIX	32.81	2.65	4.57	15.06
V2X	39.24	-2.26	4.30	15.18

L'allargamento degli spread sul debito pubblico riporta l'attenzione sul problema delle banche

italiane. Ovviamente gli istituti finanziari del nostro paese sono molto esposti ai titoli governativi che pesano tra il 5% del totale degli asset per Unicredit e il 13% per Montepaschi. Ma i problemi delle banche italiane non finiscono qui. Secondo RBS, infatti, sono più indietro rispetto ai loro concorrenti europei sul processo di deleveraging.

**Italian banks are long Italy government bonds**  
Banks government bond holdings, % of total assets



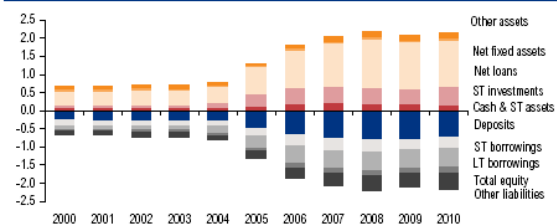
Source: RBS Credit Strategy, EBA

C'è da dire che le banche italiane partono da un livello di totale degli asset più basso rispetto alla media europea e non hanno mai avuto un'esposizione così elevata al settore immobiliare. Tuttavia i loro bilanci non si sono mai ridotti dall'inizio della crisi, e anzi gli istituti hanno continuato ad aumentare la detenzione di titoli di stato almeno fino alla fine dell'anno scorso. Inoltre circa un quinto del debito delle banche italiane dovrà essere rifinanziato entro il 2012 e la loro dipendenza dal mercato interbancario è ancora troppo elevata. Ciò ha fatto scaturire una guerra sui depositi che ha indotto molti ad aumentare i tassi riconosciuti alla clientela e indirettamente ha contribuito a diminuire i margini di interesse e ad aumentare la dipendenza di alcuni istituti dal finanziamento a breve scadenza.



**Italian bank balance sheets remain as large as in 2008**

Aggregate bank assets and liabilities, €tn



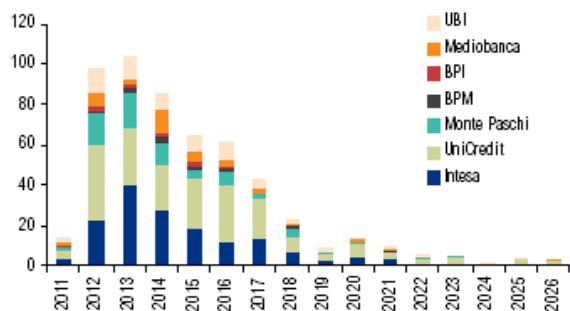
Source: RBS Credit Strategy, Bloomberg

Come se non bastasse l'aumento dei margini richiesti da LCH sui titoli di stato italiani, ha l'effetto di acuire i problemi di liquidità per quelle banche che sono maggiormente esposte e che hanno difficoltà a reperire capitali. Secondo una ricerca della casa di brokeraggio Bernstein, per esempio, l'impatto dell'annuncio dell'aumento dei margini da parte di LCH avrà un impatto di circa 5 mld € sul sistema. Infine il pericolo di recessione in Italia sta diventando sempre più concreto e questo si sta già riflettendo sul livello della qualità del credito. Come si può notare dai risultati di Intesa San Paolo, che forse è la banca che meglio rappresenta l'intero settore italiano, i crediti problematici sono aumentati del 4% rispetto al

trimestre precedente e dell'8% da inizio anno e si attestano attualmente a oltre il 10% dei prestiti totali. In questo contesto non stupisce che i prezzi dei titoli siano vicini o in certi casi sotto i minimi e che le banche stiano cercando in tutti i modi di evitare di effettuare gli aumenti di capitale richiesti dall'EBA nell'ultimo stress test.

**A fifth of Italian bank debt matures before 2012**

Total outstanding amounts, €bn



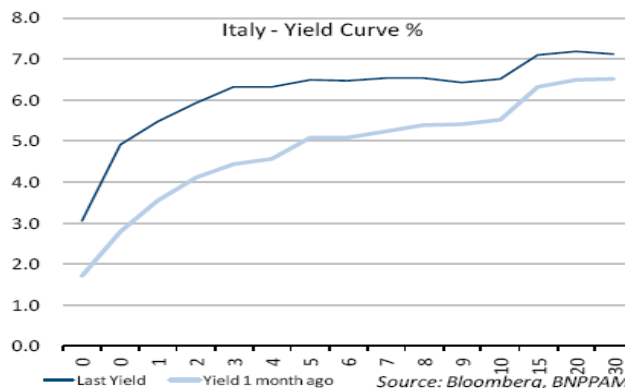
Source: RBS Credit Strategy, Bloomberg

**BOND**

BOND	11 nov	04-nov	14-ott	31 dic 10
USA 10Y	2.06	2.03	2.25	3.29
USA 2Y	0.23	0.22	0.27	0.59
GER 10Y	1.85	1.82	2.20	2.96
GER 2Y	0.38	0.40	0.66	0.86
Euribor 3m	1.46	1.49	1.57	1.01
Euro\$ 3m	0.46	0.44	0.40	0.30
Itrax Crossover	758	713	738	437

L'analisi puntuale dei livelli dei tassi riportata nella tabella non coglie la volatilità osservatasi in settimana soprattutto sulle parti a lunga della curva. Ancora maggiore è stata la volatilità sui titoli e quindi sullo spread italiano rispetto al bund. Per quanto riguarda i titoli di Stato italiani l'agenda politica decisa a Roma è diventata la variabile chiave per determinarne l'andamento. Se, come sembra, la classe politica italiana ha compreso che

non vi sono altre alternative in tempi brevi ad un governo di larghe intese a guida Monti, è ragionevole assumere che il proseguimento dell'azione politica lungo questa linea determinerà ulteriori e significativi restringimenti del differenziale di rendimento con i titoli tedeschi.



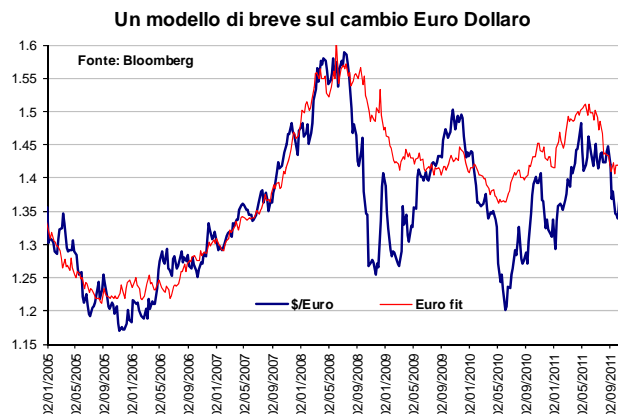
Source: Bloomberg, BNPPAM



## CURRENCY

CURRENCY	11 nov	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
EUR / USD	1.3682	-0.8%	-1.2%	2.4%
EUR / YEN	105.74	-1.9%	-1.3%	-2.6%
USD / YEN	77.29	-1.1%	-0.1%	-4.8%

La relativa tenuta dell'euro in una settimana in cui il mercato ha prezzato con una certa probabilità il default dell'Italia, la terza economia dell'aggregato, ed uno dei paesi fondatori della moneta unica, ha lasciato sorpresi parecchi osservatori. Il perché i timori sull'Italia non si siano trasmessi in maniera significativa alla moneta unica è un interrogativo legittimo che potrebbe venir risolto anche da un recupero, "in ritardo", del dollaro sull'euro. Tuttavia un'altra delle variabili che storicamente ha guidato il cambio, il differenziale dei tassi, è risultata più coerente con quanto visti sul mercato valutario.



## COMMODITIES

COMMODITY	11 nov	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
OIL	98.12	4.1%	13.0%	7.4%
CRB Index	318.8	-0.5%	0.5%	-4.2%
Gold	1771	0.7%	5.5%	24.8%
Silver	34.20	-0.1%	6.7%	10.7%
Copper	341	-4.3%	0.2%	-23.2%
Gas	3.60	-4.9%	-2.9%	-18.3%

L'indice aggregato CRB delle materie prime è risultato poco variato in quanto vi sono state ampie variazioni nelle sue componenti ma di segno opposto.

## PROSSIMA SETTIMANA

	USA	EMU	EARNINGS
<b>Lunedì 14</b>			
<b>Martedì 15</b>	Vendite al dettaglio	EMU: PIL Q3	
<b>Mercoledì 16</b>	Inflazione; fiducia mercato immobiliare.	EMU: inflazione;	
<b>Giovedì 17</b>	Sussidi alla disoccupazione; permessi alla costruzione.		
<b>Venerdì 18</b>	Indicatore anticipatore		



### **Movimenti di portafoglio**

Sulle linee Bilanciata ed Aggressiva abbiamo chiuso la posizione sulle commodity e investito il ricavato sul mercato azionario americano.

In questo modo abbiamo concentrato gli investimenti su un mercato sostenuto da una buona redditività e incrementato marginalmente l'esposizione al dollaro.

Sulla linea Flessibile aumentiamo l'esposizione al mercato azionario tramite l'acquisto di Fds America e Glb Equity.

**Attenzione. Il presente documento ha una finalità meramente informativa e non vuole essere considerato un'indicazione o una raccomandazione per l'investimento.**