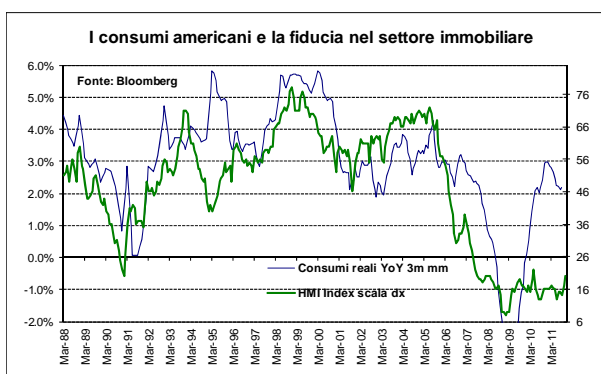


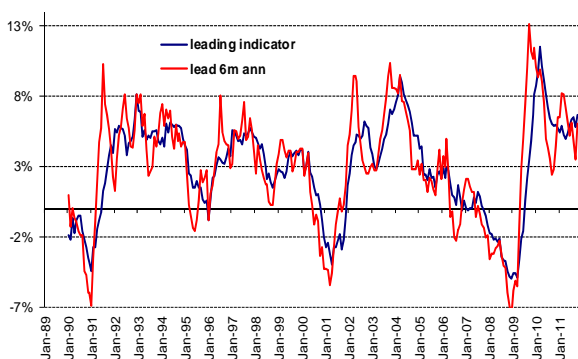
IL QUADRO MACRO

STATI UNITI

Le tensioni in Europa continuano ad influenzare la dinamica dei mercati finanziari. Come già la settimana scorsa, le statistiche macro americane, risultate nel complesso moderatamente positive, non hanno avuto un ruolo rilevante nel guidare i movimenti delle principali asset class.

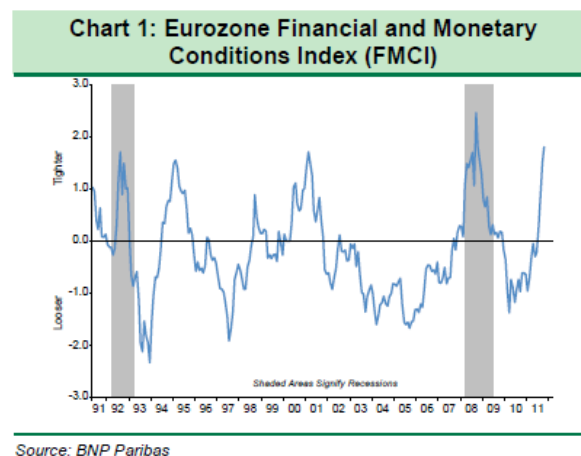


Le vendite al dettaglio, risultate al di sopra delle attese, ed i sussidi alla disoccupazione, in calo rispetto alla scorsa settimana, rafforzano l'aspettativa che per il trimestre in corso i consumi delle famiglie e quindi l'economia USA stiano continuando a crescere ad un ritmo simile a Q3. Anche gli indicatori anticipatori ECRI e leading indicator danno segnali in questa direzione.



AREA EURO

Nelle ultime settimana si è manifestata con una certa chiarezza la divergenza tra gli indicatori congiunturali USA (sia sondaggi che dati di economia reale) ed europei. Mentre oltre Atlantico le modeste prospettive di crescita non hanno subito revisioni al ribasso, in Europa gli indicatori puntano verso sud ed il processo di revisione non appare ancora giunto al termine. Uno dei fattori che più pesa sulle fiducie è la situazione di restrizione delle condizioni monetarie (grafico sotto riportato) dovute al contemporaneo calo delle borse e risalita dei tassi, senza che vi sia un supporto significativo da parte del cambio.

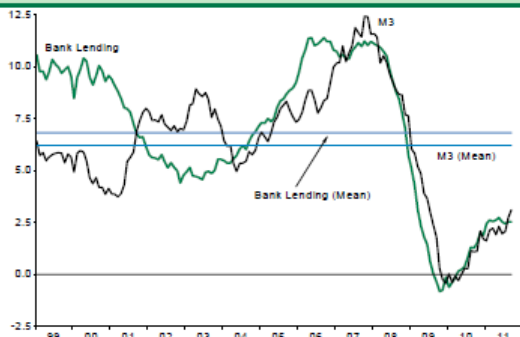


Sui mercati però l'evidenza macro gioca un ruolo quasi di secondo piano. In settimana il contagio sui titoli del debito pubblico si è esteso con una certa intensità anche ai paesi tripla A, Francia in testa, che hanno visto i loro spread verso i Bund raggiungere nuovi massimi assoluti. Le misure fiscali per mettere in ordine in conti pubblici varate dai pesi più esposti sono viste dai mercati come una condizione necessaria alla risoluzione della crisi, ma non sufficiente a rimuovere le incertezze. Quello che molti commentatori ipotizzano come antidoto



efficace per arrestare l'ondata di vendite sui titoli pubblici è una maggiore unità politica, tema affrontato in questi giorni dalla classe dirigente tedesca con positive dichiarazioni di intenti. I tempi per convincere gli elettorati dei pesi virtuosi che una qualche forma di condivisione dei sacrifici con i cittadini della "periferia" sia una condizione ineludibile per il mantenimento dell'euro non saranno certo brevi. E per questo che da più parti si guarda alla BCE come il prestatore di ultima istanza in grado di colmare il vuoto attualmente lasciato dalla politica.

Chart 2: M3 & Private Sector Lending (% y/y)



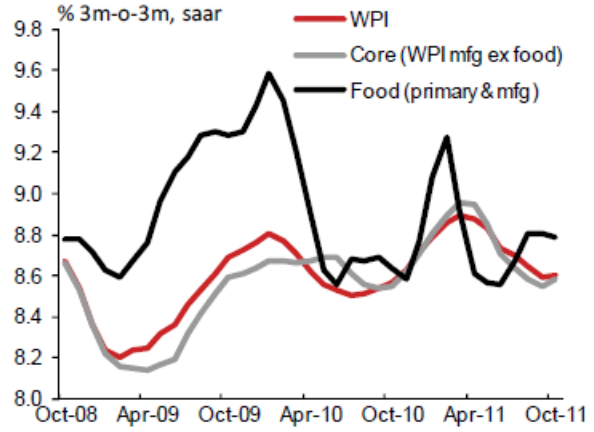
Source: Reuters EcoWin Pro, ECB

ASIA

In una settimana povera di rilevazioni macroeconomiche ha assunto particolare importanza il dato relativo ai prezzi all'ingrosso in India; in ottobre non si è ancora materializzato il tanto agognato rallentamento delle dinamiche inflattive. I prezzi crescono in modo sostenuto (+9,73%) in linea con la lettura precedente e al di sopra delle aspettative di +9,65%. Le autorità monetarie continuano, per cui, ad essere strette tra un'economia reale che sta rallentando e una dinamica dell'inflazione che non si placa, con la politica fiscale ferma a causa di una impasse politica senza fine. Un altro quadro, invece, continua a delinearsi in Cina. Il Ministero delle Finanze sta mettendo a punto una riforma della politica fiscale che dovrebbe esentare da alcune imposte gran parte delle piccole e medie imprese per la durata di 3 anni; la reattività del Governo in aggiunta all'atteggiamento della Banca Centrale dovrebbero garantire che il

rallentamento (per ora sempre compatibile con una crescita dell'economia dell'8,5%) sia di impatto limitato e di breve durata.

INDIA: trend dell'Inflazione



In Russia le evidenze del PIL del terzo trimestre e della produzione industriale di ottobre sono stati migliori delle aspettative (+4,8% e +3,6% rispettivamente), contribuendo ad avvalorare lo scenario di moderato rallentamento economico. Il via libera all'ingresso del paese degli zar nel WTO (che deve essere ratificato dalla conferenza dell'Organizzazione Mondiale del Commercio a metà dicembre) ha ulteriormente rasserenato gli animi sul paese. Oltre ad un contributo sostanziale alla crescita economica, che dovrebbe, a seconda delle stime, pesare dal 2% a 4% del PIL, l'ingresso nel WTO dovrebbe essere un ulteriore volano per gli investimenti esteri nel paese e il suo sviluppo in generale.

I MERCATI

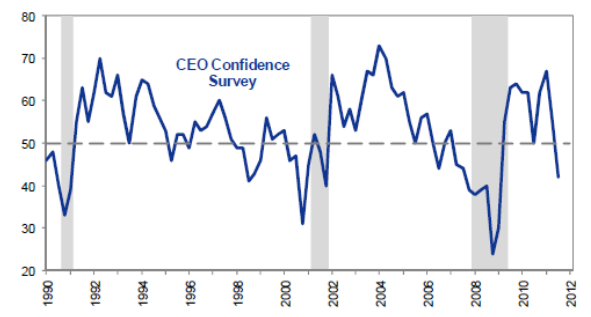
EQUITY

EQUITY	18 nov	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
S&P 500	1216.13	-3.78%	-1.79%	-3.30%
Stoxx 600	233.20	-3.23%	-2.40%	-15.45%
Eurostoxx50	2249.94	-3.22%	-3.75%	-19.44%
Topix	719.98	-1.25%	-3.26%	-20.67%
FTSE Asia exJp	410.37	-3.67%	0.33%	-16.96%
FTSE Emer Mkt	471.54	-3.55%	2.09%	-19.37%
VIX	34.51	4.47	3.19	16.76
V2X	38.07	-1.46	-2.67	14.01



Come già evidenziato prima in questa fase non sono tanto le statistiche macro a guidare in misura significativa l'andamento dei mercati quanto piuttosto le prospettive di evoluzione della crisi dei debiti sovrani in Europa. L'impatto dell'incertezza sullo scenario ha iniziato ad impattare anche sulle fiducie delle imprese americane. Nonostante i numeri dell'ultimo trimestre chiuso fossero ancora buoni (anche se con meno sorprese rispetto alle stime) la raccolta delle dichiarazioni dei CEO a margine degli annunci sugli utili evidenzia infatti un significativo detrimento nella fiducia del top management sull'evoluzione dei business nei prossimi trimestri.

Business executive confidence

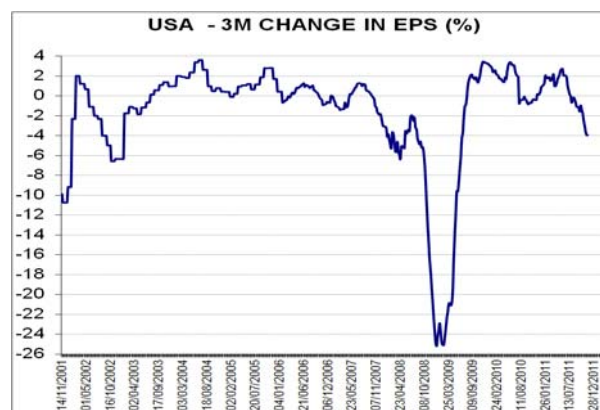


Source: Conference Board via Haver and Goldman Sachs Global ECS Research.

La maggior preoccupazione è sulla tenuta dei margini (che sono attualmente ai massimi) stante la difficoltà nel trasferire gli incrementi dei costi di produzione sui prezzi finali di vendita. L'incertezza sta quindi nuovamente orientando il focus del top management sulla gestione del contingente, con indicazioni di ulteriori tagli dei costi e rinvii degli investimenti.

Il fenomeno al momento ha ancora dimensioni piuttosto contenute e non tali da cambiare la prospettiva di un'ulteriore crescita degli utili per il prossimo anno.

Ciò che invece si rileva è che gli analisti continuano nel processo di revisione al ribasso delle stime di crescita, che d'altronde ancora solo qualche mese fa erano nell'ordine del 16-18% per il 2012. Le ultime previsioni si attendono invece una leggera contrazione degli EPS nell'ultimo trimestre di quest'anno rispetto a quello appena chiuso e una crescita nell'ordine del 10-11% per il 2012, con i settori finanziario, industriale e della tecnologia a fare da traino. Per quest'ultima le attese sono confortate da un tono più positivo delle *guidance* del top management che ritiene le società del settore possano avvantaggiarsi dell'elevata diversificazione internazionale dei ricavi e da una domanda dei mercati emergenti ancora tonica.



BOND

BOND	18 nov	11-nov	21-ott	31 dic 10
USA 10Y	2.00	2.06	2.22	3.29
USA 2Y	0.27	0.23	0.27	0.59
GER 10Y	1.97	1.89	2.11	2.96
GER 2Y	0.47	0.40	0.66	0.86
Euribor 3m	1.47	1.46	1.59	1.01
Euro\$ 3m	0.49	0.46	0.42	0.30
Itrax Crossover	760	727	729	437

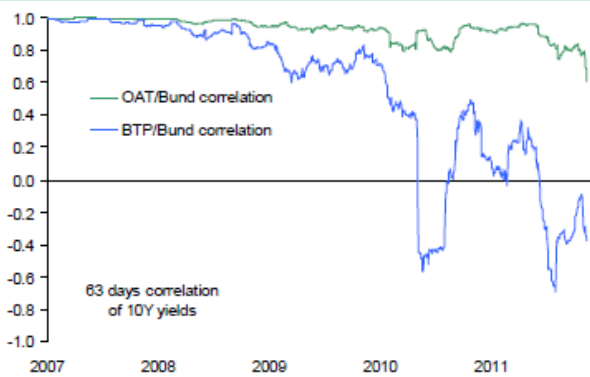
Sul mercato obbligazionario l'evento più rilevante della settimana è stato l'estendersi in misura significativa a paesi come la Francia (e non solo) dei timori sui titoli del debito pubblico.

Questo ha determinato non solo un allargamento degli spread tra i rendimenti dei governativi sopra menzionati e la carta tedesca, ma anche, come mostrano i due grafici riportati, ad una riduzione delle correlazioni nei prezzi ed un aumento diffuso della volatilità per tutti gli strumenti del debito europeo. Anche da questi segnali di natura tecnica



si coglie la situazione di fragilità dei mercati obbligazionari europei, con gli operatori in preda a dubbi anche per economie con il massimo del merito creditizio. La crisi europea sembra ora nuovamente evolversi verso tematiche di natura sistemica dopo aver cavalcato per settimane il tema Italia. Ciò ci rende sempre più possibilisti verso l'eventualità che debba giungere il sostegno da parte di un prestatore di ultima istanza in grado di fronteggiare una crisi di liquidità-fiducia che rapidamente si sta propagando a paesi sicuramente solvibili.

Chart 2: AAA/Bund correlation dropping



Source: BNP Paribas

CURRENCY

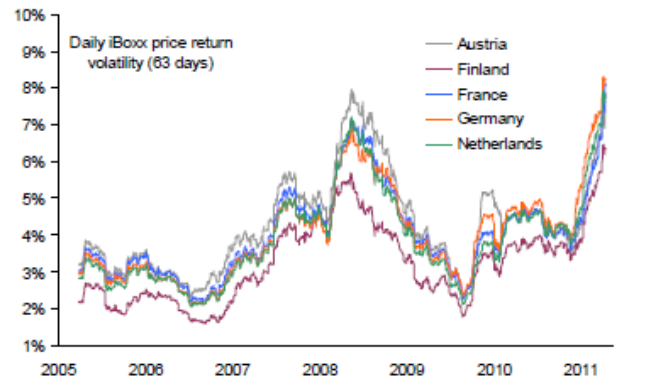
CURRENCY	18 nov	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
EUR / USD	1.3579	-1.2%	-2.3%	1.6%
EUR / YEN	104.12	-1.9%	-1.7%	-4.0%
USD / YEN	76.68	-0.7%	0.5%	-5.6%

COMMODITIES

COMMODITY	18 nov	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
OIL	99.92	0.9%	14.3%	9.3%
CRB Index	316.3	-1.2%	1.7%	-5.0%
Gold	1723	-3.6%	4.9%	21.5%
Silver	32.06	-7.6%	2.1%	3.7%
Copper	339	-2.1%	5.3%	-23.7%
Gas	3.41	-4.8%	-6.0%	-22.5%

PROSSIMA SETTIMANA

Chart 3: AAA volatility rising



Source: BNP Paribas

L'estensione dell'avversione al rischio da parte degli investitori ai paesi "core" al di fuori della Germania ha pesato sull'euro, che ha perso terreno sia contro dollaro che contro yen. Il cambio euro dollaro rimane poco variato rispetto alle quotazioni di inizio anno, ed in linea con il differenziale dei tassi tra Treasury e Bund.

L'indice aggregato CRB delle materie prime è risultato in calo, soprattutto a causa del ribasso dei metalli preziosi. Questi a loro volta hanno reagito negativamente all'apprezzamento del dollaro.



	USA	EMU	EARNINGS
Lunedì 21	Vendita case esistenti		
Martedì 22		EMU: fiducia consumatori;	
Mercoledì 23	Ordinativi beni durevoli; redditi e consumi personali; fiducia consumatori; sussidi alla disoccupazione.	EMU: indici PMI;	
Giovedì 24		GER: indice IFO;	
Venerdì 25			

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