

Situazione Macroeconomica

GDP ATTESO IN CRESCITA NEL 2010

STATI UNITI

CONGIUNTURA: 2° TRIMESTRE CONSECUTIVO DI CRESCITA

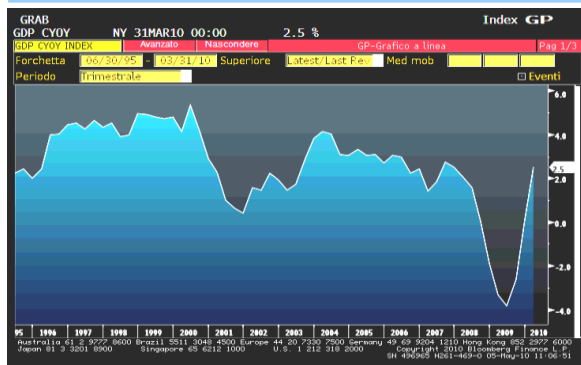
Il GDP statunitense, in base alla prima stima rilasciata a fine aprile, è cresciuto del 3.2% in termini annualizzati nel corso del primo trimestre dell'anno.

Dopo l'aumento del 5.6% registrato nell'ultimo trimestre del 2009, il ciclo economico americano appare ora posizionarsi su un percorso di crescita moderato e sostenibile.

Il dato del primo trimestre del 2010 è stato ancora influenzato positivamente dalla variazione delle scorte, dagli investimenti aziendali ed anche dai consumi che, seppur aumentati ad un tasso di crescita contenuto, sono saliti al ritmo maggiore dal primo trimestre del 2007.

Più in dettaglio, le aziende hanno accumulato scorte per il primo trimestre dopo due anni, mentre per quanto riguarda gli altri elementi del GDP, la spesa pubblica federale è diminuita dell'1.8% e la bilancia commerciale ha aumentato il proprio deficit.

Gráfico 1: Andamento tendenziale GDP in USA



Fonte: Bloomberg

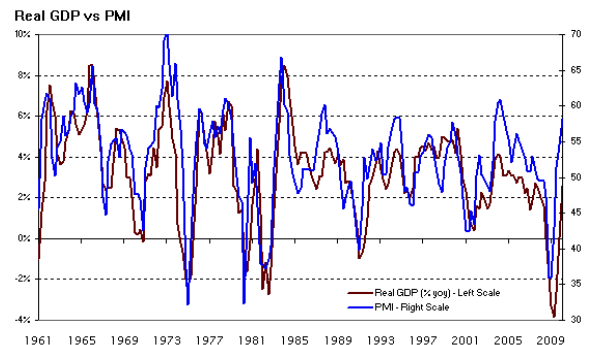
In prospettiva, è possibile ipotizzare un andamento del GDP nel secondo trimestre

dell'anno in linea con quanto registrato nei primi tre mesi.

L'indice PMI del settore manifatturiero è infatti salito in aprile a 60.4 punti rispetto ai 59.6 evidenziati in marzo, con le componenti del dato complessivo relative ai nuovi ordini, alla produzione ed all'occupazione che hanno registrato ulteriori aumenti.

Analizzando le passate relazioni tra indice PMI ed andamento del GDP è quindi ipotizzabile una prosecuzione del momento positivo del ciclo anche nei prossimi trimestri.

Gráfico 2: Correlazione PMI e GDP negli USA



Fonte: Stone & McCarthy Research

INFLAZIONE: TASSO DI INFLAZIONE POSITIVO

Il tasso di inflazione negli Stati Uniti in marzo ha evidenziato una leggera crescita pari allo 0.1% in termini congiunturali, mentre il dato CORE, al netto delle componenti energetiche ed alimentari, è rimasto invariato.

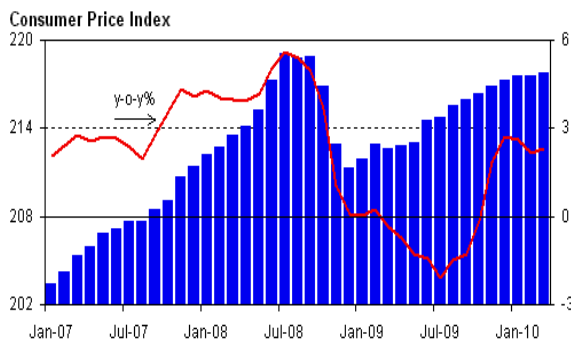
In termini tendenziali, il tasso di inflazione è passato al 2.3% di marzo rispetto al 2.1% di febbraio.

E' interessante analizzare, all'interno del dato complessivo relativo all'inflazione, l'andamento dei prezzi delle commodities,

aumentato di quasi il 5% in termini tendenziali - soprattutto per effetto dei prezzi energetici - e quello dei servizi ai privati, saliti di appena lo 0.6%.

Il livello dei prezzi al consumo appare contenuto e non rappresentare una potenziale minaccia all'evoluzione del ciclo economico, considerando il basso utilizzo della capacità produttiva installata.

Grafico 3: Andamento inflazione in USA



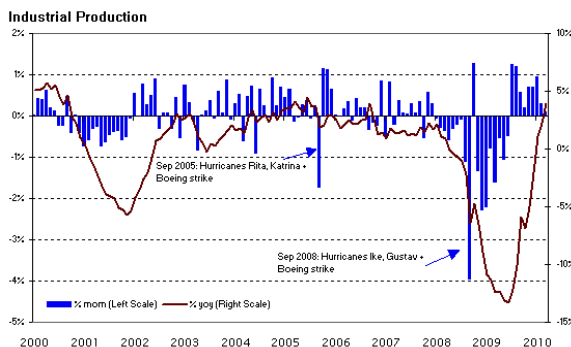
Fonte: Stone & McCarthy Research

PRODUZIONE INDUSTRIALE: ULTERIORE RIALZO

La produzione industriale è salita dello 0.1% in marzo, dopo che il dato del mese di febbraio è stato rivisto positivamente da un incremento dello 0.1% allo 0.3%.

Il fattore alla base della crescita contenuta della produzione industriale è l'andamento del settore delle utilities, la cui produzione è diminuita nel mese del 6.4%, mentre la produzione manifatturiera è salita dello 0.9% e quella del settore minerario del 2.3%.

Grafico 4: Produzione industriale degli USA

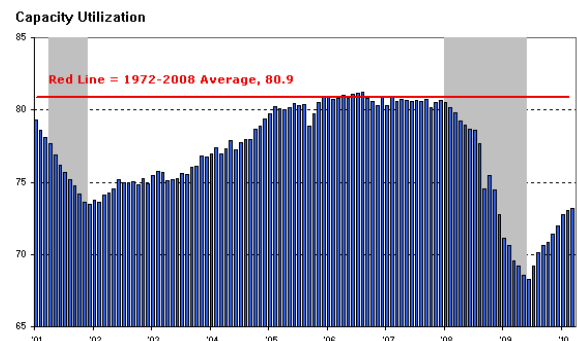


Fonte: Stone & McCarthy Research

In termini tendenziali, la produzione industriale risulta in crescita del 4.0% rispetto allo 2.2% registrato in febbraio.

Il grado di utilizzo degli impianti è salito, passando da 73.0% di febbraio al 73.2% di marzo, restando comunque ben al di sotto di quella che è la media di lungo periodo - pari ad 80.9 tra il 1972 ed il 2008 - confermando quindi la bassa possibilità di incremento dei prezzi per i produttori.

Grafico 5: Utilizzo capacità produttiva in USA

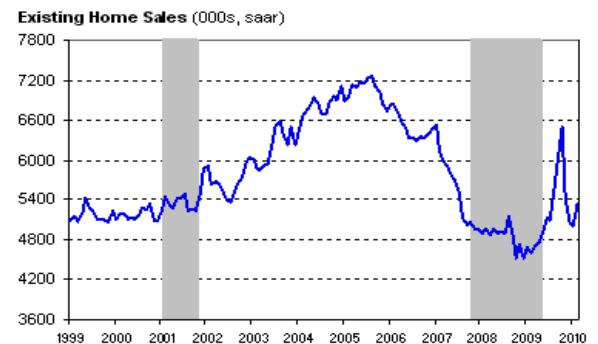


Fonte: Stone & McCarthy Research

SETTORE IMMOBILIARE: VENDITE IMMOBILIARI IN RIPRESA

Le vendite di case esistenti hanno registrato nel mese di marzo una crescita del 6.8% arrivando a 5.35 milioni di unità in termini annualizzati, livello più elevato degli ultimi quattro mesi.

Grafico 6: Andamento vendite case negli USA



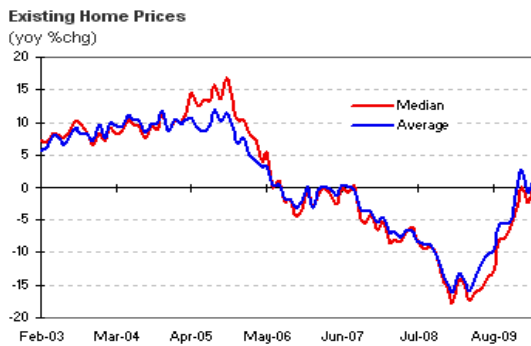
Fonte: Stone & McCarthy Research

Sarà interessante capire l'evoluzione del settore immobiliare nei prossimi mesi - dopo la scadenza quindi delle agevolazioni fiscali concesse agli acquirenti che,

scadenti al 30 novembre 2009, sono state poi prorogate al 30 aprile 2010 - in un contesto in cui l'alto tasso di disoccupazione, i bassi redditi e le stringenti condizioni creditizie potrebbero esercitare un'influenza negativa sul settore.

Le scorte di case esistenti disponibili alla vendita sono leggermente salite in aprile, mentre i prezzi immobiliari hanno proseguito il trend di crescita iniziato qualche mese fa.

Grafico 7: Andamento prezzi immobiliari USA



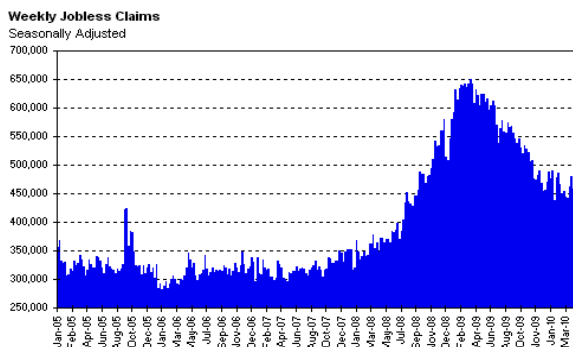
Fonte: Stone & McCarthy Research

L'indagine sulla fiducia degli operatori del settore immobiliare ha evidenziato un deciso incremento in aprile raggiungendo i massimi dal mese di settembre 2009, mentre le registrazioni di nuove vendite sono incrementate del 5.3% in marzo.

MERCATO DEL LAVORO: SUSSIDI DISOCCUPAZIONE IN DISCESA

Le richieste di sussidi di disoccupazione settimanali continuano nella loro discesa ed a fine aprile erano pari 448 mila unità.

Grafico 8: Richieste sussidi disoccupazione



Fonte: Stone & McCarthy Research

Questo indicatore potrebbe confermare quindi quanto già molti economisti desumono dall'analisi mensile sul mercato del lavoro, che in quattro degli ultimi cinque mesi ha evidenziato una ripresa con la creazione di nuovi occupati.

Il tasso di disoccupazione potrebbe quindi già aver raggiunto il proprio picco per questo ciclo economico durante il mese di ottobre del 2009 al 10.1%.

AREA EURO

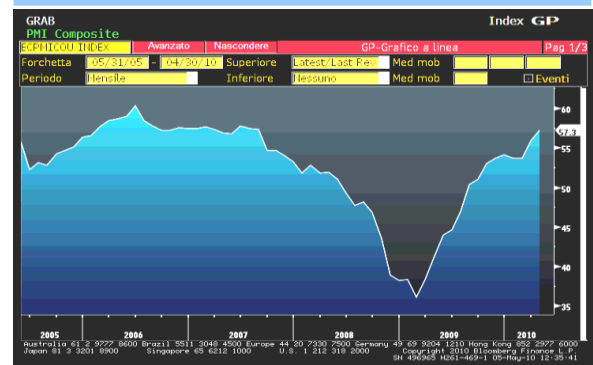
CONGIUNTURA: INDICI PMI AI MASSIMI DEL CICLO

Al pari di quanto verificatosi negli Stati Uniti, anche per l'area Euro l'indice PMI manifatturiero (l'analogo europeo dell'indice ISM americano) ha registrato un aumento, confermandosi sopra la soglia dei 50 punti ed attestandosi a 57.6 di aprile rispetto al 56.6 di marzo.

A livello di singola nazione, il dato relativo alla Germania ha registrato un livello di 61.5 punti, in aumento rispetto ai 61.3 di febbraio, il dato della Francia si è stabilizzato evidenziando un valore di 56.6 mentre l'Italia è passata dai 53.7 punti di marzo ai 54.3 di aprile.

I recenti dati potrebbero indicare come la crescita economica possa essere proseguita anche nel primo trimestre del 2010, anche grazie alla recente debolezza dell'Euro che potrebbe dare un'ulteriore spinta alla domanda estera. La stima preliminare sull'andamento del GDP dell'area Euro è atteso per il 12 maggio.

Grafico 9: Andamento indice PMI area Euro



Fonte: Bloomberg

Anche il dato relativo all'indagine sul PMI del settore dei servizi ha continuato la propria espansione raggiungendo in aprile, a livello europeo, un livello di 55.6 punti dai 55.5 registrati in marzo.

La Commissione Europea ha alzato le proprie stime relativamente alla crescita dell'area Euro nel corso del 2010 dal precedente 0.7% allo 0.9%.

PRODUZIONE INDUSTRIALE: CRESCITA CHE PROSEGUE

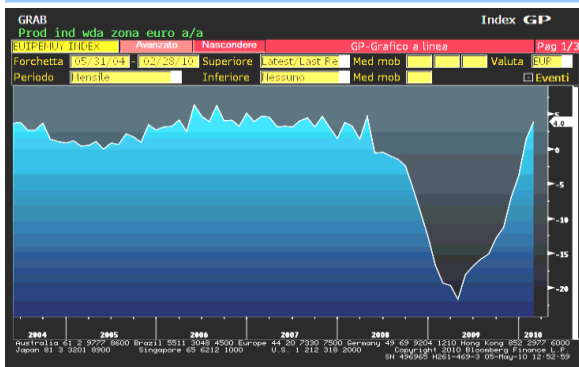
La produzione industriale dell'area Euro è ulteriormente cresciuta in febbraio, registrando un aumento dello 0.9% rispetto a gennaio, oltre quindi le attese degli economisti che pronosticavano un incremento minore e pari allo 0.1%.

Alla base della crescita di febbraio vi sono i settori dei beni intermedi (+ 1.5%) come l'acciaio ed i componenti per le autovetture.

In termini tendenziali, la produzione industriale risulta in aumento del 4.1% rispetto al mese di febbraio 2009.

Tra i principali paesi, la Germania e la Spagna hanno registrato un decremento dello 0.1%, mentre la Francia e l'Italia un andamento senza variazioni rispetto al mese precedente (0%).

Grafico 10: Produzione industriale area Euro



Fonte: Bloomberg

Sarà interessante capire quale sarà l'andamento della produzione industriale una volta che le misure di sostegno di carattere fiscale e monetario verranno gradualmente eliminate dal sistema. Appare comunque evidente come la

ripresa della produzione industriale europea sia collegata direttamente con il progresso e la crescita dei commerci internazionali.

INFLAZIONE: MASSIMI DA DICEMBRE 2008

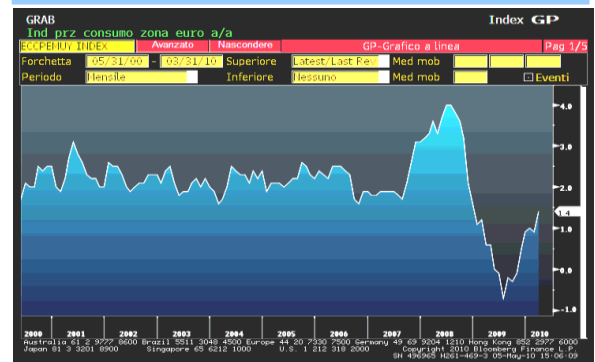
Il tasso di inflazione armonizzato europeo è cresciuto in aprile ad un tasso tendenziale pari dell'1.5%, in leggero aumento rispetto all'1.4% registrato in marzo.

Tale dato rappresenta il livello maggiore dal mese di dicembre 2008, seppur rimanga ancora al di sotto della soglia prefissata dalla Banca Centrale Europea di avere un tasso di inflazione prossimo al 2%.

Nonostante i dettagli del dato non siano ancora disponibili fino a metà maggio, è ipotizzabile che l'aumento sia direttamente da collegarsi all'andamento dei prezzi dei beni alimentari ed energetici.

In prospettiva, l'alto livello di capacità produttiva non utilizzata, una ripresa economica solo graduale ed un alto tasso di disoccupazione che limita le pressioni salariali fanno ipotizzare un percorso di crescita dell'inflazione contenuto e comunque entro i livelli prefissati dalle Autorità monetarie.

Grafico 11: Andamento inflazione area Euro



Fonte: Bloomberg

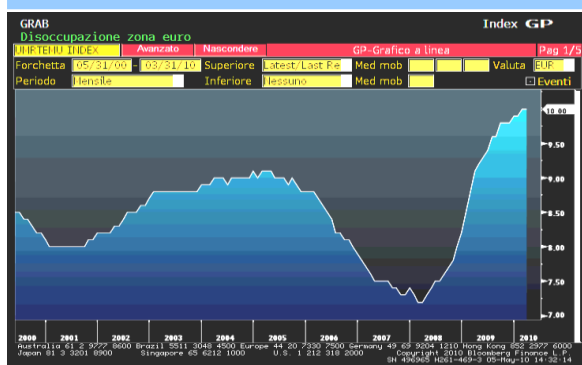
MERCATO DEL LAVORO: TASSO DISOCCUPAZIONE AL 10%

Il tasso di disoccupazione nell'area Euro per il mese di marzo è rimasto inalterato continuando a rimanere al 10.0%,

segnando il massimo dal mese di agosto del 1998.

L'andamento del mercato del lavoro e del relativo tasso di disoccupazione varia notevolmente tra i paesi dell'area Euro, con la Germania caratterizzata dal 7.3%, l'Italia dall'8.8%, la Francia dal 10.1% fino ad arrivare al 19.1% della Spagna.

Grafico 12: Tasso disoccupazione area Euro



Fonte: Bloomberg

ITALIA

CONGIUNTURA: DISOCCUPAZIONE AI MASSIMI DAL 2002

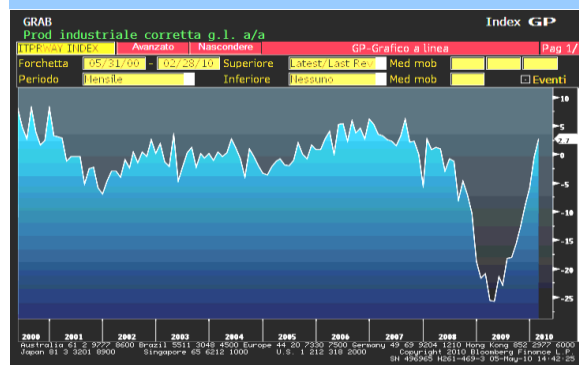
La produzione industriale italiana è rimasta inalterata nel mese di febbraio dopo che il dato di gennaio è stato rivisto da una prima stima di un incremento del 2.6% ad un aumento dell'1.9%.

La disoccupazione continua a crescere in Italia ed in marzo ha registrato il livello più alto dal 2002 con un tasso pari all'8.8%, che arriva fino al 27.7% se si considera la disoccupazione giovanile.

L'inflazione di aprile in Italia si è attestata all'1.5% sulla spinta dei prezzi dei carburanti. La dinamica dei prezzi energetici fa sentire inoltre i propri effetti anche sui prezzi alla produzione, saliti in marzo dello 0.5% rispetto a febbraio e dell'1.7% in termini tendenziali.

In base alle ultime elaborazioni della Commissione Europea, l'economia dell'Italia è attesa crescere dello 0.8% nel 2010 e dell'1.4% nel 2011.

Grafico 13: Produzione industriale Italia



Fonte: Bloomberg

Politiche Monetarie – Banche Centrali

TASSI ECB FERMI FINO AL 2011 ?

FEDERAL RESERVE

I tassi di interesse negli Stati Uniti continuano a rimanere ai minimi storici, all'interno del range compreso tra lo 0 e lo 0.25%.

Nell'ultimo comunicato successivo al FOMC, il comitato periodico chiamato a decidere in materia di tassi di interesse, la Federal Reserve ha riconosciuto i progressi dell'attività economica negli Stati Uniti ma ha continuato ad indicare che i tassi di interesse rimarranno ai livelli attuali per un periodo di tempo ancora prolungato.

La Fed quindi da un lato riconosce i progressi del mercato del lavoro, dei consumi e degli investimenti aziendali ma contemporaneamente continua a ritenere la ripresa moderata ed accompagnata da un tasso di inflazione basso.

Molto probabilmente la Banca Centrale americana focalizzerà le proprie prossime mosse nel cercare di normalizzare la liquidità presente sul mercato prima di intraprendere un percorso di aumento dei tassi di interesse.

Gli operatori continuano ad attendersi la prima mossa sui tassi per l'ultimo trimestre dell'anno, con la possibile indicazione in tal senso che potrebbe arrivare dal comunicato di politica monetaria (FOMC) previsto in giugno.

ECB

I tassi di interesse per l'eurozona continuano a restare ai minimi storici, con il tasso di rifinanziamento che è stato mantenuto all'1% anche dopo l'ultima riunione ECB dell'8 aprile.

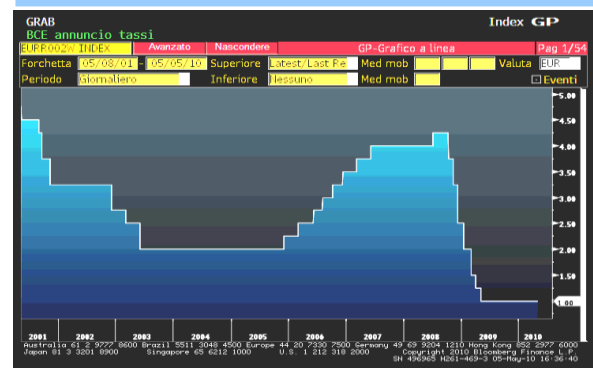
La ECB è attesa al mantenimento degli attuali tassi ufficiali fino al 2011 e

comunque dopo aver effettuato il graduale ritiro dell'eccesso di liquidità dal mercato.

Le operazioni di rifinanziamento saranno mantenute a tasso fisso ed a totale allocazione per le durate più brevi (una settimana ed un mese) almeno fino all'ultimo trimestre dell'anno, anche se le recenti tensioni sui mercati finanziari potrebbero ulteriormente posticipare la fine di tale tipologia di rifinanziamenti.

Le condizioni creditizie continuano a rimanere particolarmente difficili nell'area Euro, come confermato dagli ultimi dati sulla massa monetaria M3 e dall'andamento del credito nei confronti delle imprese non finanziarie.

Gráfico 14: Tassi ECB negli ultimi dieci anni



Fonte: Bloomberg

Una notizia particolarmente importante ha riguardato la decisione della ECB di accettare, nelle proprie operazioni di rifinanziamento, i titoli di Stato della Grecia per un periodo indefinito ed indipendentemente dal rating (il rating dei titoli di Stato della Grecia sono stati recentemente abbassati sotto l'investment grade da parte di S&P).

Mercati finanziari

EFFETTO GRECIA SUI PAESI PERIFERICI AREA EURO

MERCATO AZIONARIO

Il mese di aprile è stato caratterizzato da un andamento con oscillazioni contenute per i principali indici azionari, con lo S&P500 statunitense che è salito nel mese dell'1.5%, il Nikkei giapponese è leggermente diminuito (- 0.3%), mentre lo Stoxx600 europeo è sceso dell'1.4%.

MERCATO CORPORATE BOND

Il mese di aprile è stato caratterizzato da un incremento notevole di emissioni high yield (emittenti con rating sotto l'investment grade), che ha raggiunto i 33.7 bio USD a livello globale, segnando il record per il mese di aprile.

Il mercato è stato caratterizzato anche da un ampliamento degli spread, cioè dall'extra rendimento richiesto dagli investitori rispetto ai titoli statali per detenere obbligazioni societarie, soprattutto nei confronti delle aziende situate in paesi con problematiche nei propri conti pubblici.

MERCATO INTERBANCARIO

I tassi di interesse sul mercato interbancario continuano a rimanere su livelli storicamente molto bassi con l'euribor 3M su livelli inferiori allo 0.7% (media di marzo pari a 0.651%), considerando l'eccesso di liquidità ancora presente nel sistema dopo le numerose operazioni effettuate dalla ECB.

MERCATO TITOLI DI STATO EUROPEI

Il focus degli operatori continua a rimanere concentrato sui titoli di Stato europei con la differenziazione sempre più marcata tra l'andamento dei tassi tra i vari paesi dell'eurozona.

Le notizie inerenti la Grecia si sono susseguite nelle varie giornate di aprile e dopo vari incontri ed ipotesi, è stato trovato un accordo per il finanziamento

della Grecia da parte di FMI e Commissione Europea per 110 miliardi di Euro nei prossimi tre anni. Dal canto suo, la Grecia dovrà mettere in atto una serie di misure di politica fiscale molto importanti per far rientrare i propri conti pubblici.

L'aiuto da parte delle Autorità internazionali è divenuto inevitabile dopo che, a fronte dell'abbassamento del merito di credito da parte di S&P, la possibilità per il paese di finanziarsi sul mercato era diventata impossibile, dopo che i tassi sui titoli della Grecia erano schizzati fino a raggiungere anche il 15% sulla scadenza a due anni a fine aprile.

Il timore che il la crisi greca contagi altri paesi dai conti pubblici non in ordine ha seminato un vero e proprio panico sui mercati finanziari alla fine di aprile ed inizio maggio con lo spread dei titoli portoghesi, spagnoli, irlandesi ed anche italiani in deciso aumento rispetto ai bund tedeschi.

In particolare, lo spread del Portogallo ha raggiunto quasi i 300 bp sulla scadenza a dieci anni, quello della Spagna ai massimi dal debutto dell'Euro a 133 bp.

Saranno molto importanti gli andamenti delle aste dei titoli statali nei prossimi mesi con gli operatori che saranno focalizzati nelle analisi dei rendimenti dei titoli che verranno offerti, dalla loro richiesta e dall'andamento dello spread rispetto ai titoli tedeschi.

MERCATO VALUTARIO

Nel frattempo, a causa dei problemi della Grecia e degli altri paesi europei, l'Euro perde inevitabilmente terreno nei confronti dell'USD sui mercati valutari, passando in pochi giorni da quotazioni vicine a 1.36 di metà aprile ad 1.28 di inizio maggio.