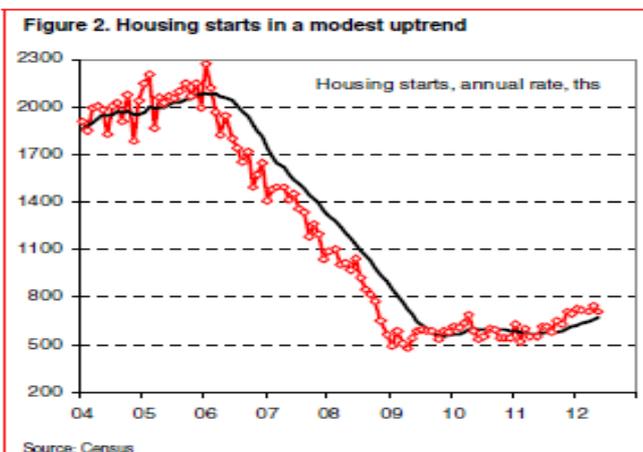


**IL QUADRO MACRO**

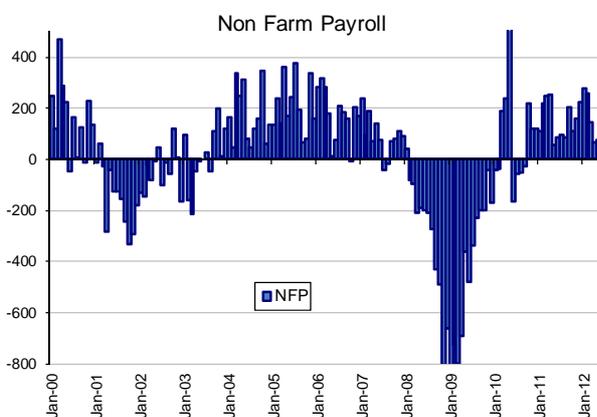
**STATI UNITI**



A inizio anno gli aspetti positivi dell'economia americana erano soprattutto da ricercarsi in una certa vitalità del settore manifatturiero (si veda il grafico sopra riportato) e in segnali di stabilizzazione sul mercato immobiliare. Dopo sei mesi il settore manifatturiero sembra aver perso una parte considerevole del momentum positivo, mentre i segnali che giungono dal settore immobiliare sono divenuti via via più chiari nel delineare l'uscita di questo comparto dalla pluriennale recessione, come mostra il grafico qui riportato.

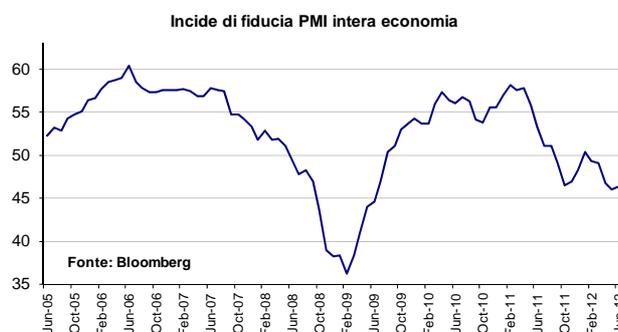


Nel complesso però, dato il peso relativo diverso dei due settori, l'economia non sembra ancora aver raggiunto una velocità di crescita tale da poter portare ad una riduzione significativa nel numero dei disoccupati. Come dimostrano i dati recenti sul mercato del lavoro. Nel complesso le statistiche mostrano un rallentamento significativo nel ritmo delle assunzioni, non un ritorno ai licenziamenti.

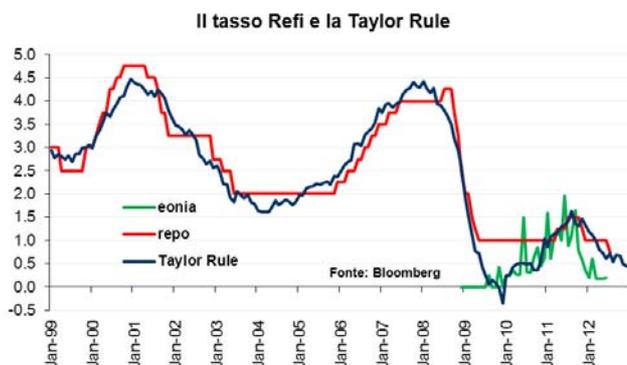


Questo contesto dovrebbe però essere sufficiente a muovere la FED verso nuove misure di stimolo quantitativo ovvero sia il cosiddetto QE3.

**AREA EURO**



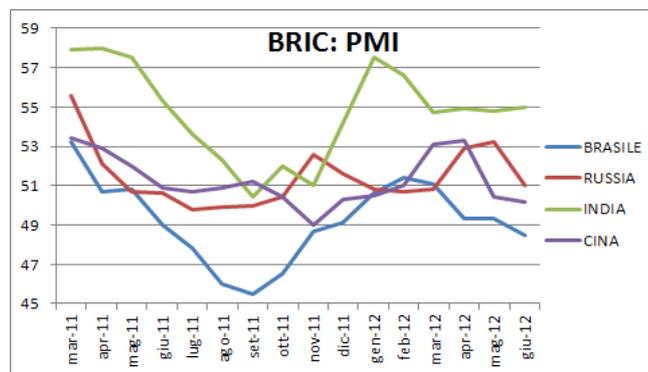
L'indicatore composite PMI dopo parecchi mesi di contrazione ha fatto registrare una stabilizzazione nella lettura di luglio. Parlare di svolta dopo un solo dato dell'esito favorevole appare prematuro. L'ipotesi più ottimistica che si può formulare è che non ci siano ulteriori accelerazioni nel tasso di contrazione dell'attività in Europa. Già questo sarebbe un segnale positivo in quanto proprio recentemente si era evidenziato come gli effetti della recessione nella periferia stiano avendo un impatto negativo anche sui sondaggi di fiducia e sui dati di economia reale dei paesi "core" (Germania e Francia in primis). E' proprio sulla base di questi sviluppi dal lato della crescita che la BCE ha deciso di ridurre il costo del denaro di 25 p.b. nel meeting del 5 luglio. Come mostra il grafico sotto riportato tale riduzione, ad anche un'ulteriore mossa nei prossimi mesi di 25 p.b. appare giustificato dalla dinamica sfavorevole dei fondamentali.



Tuttavia la reazione dei mercati non è stata favorevole in quanto la banca centrale sembra aver dato la percezione di aver esaurito le risorse per quanto riguarda l'uso di strumenti convenzionali, e di non essere pronta a perseguire con risolutezza la strada degli stimoli quantitativi. Purtroppo la BCE ha nuovamente dato l'impressione di essere pronta ad usare ogni mezzo solo nel caso in cui si materializzino nuovi stress sui mercati, non mostrando la volontà di porre in essere misure per prevenire gli episodi di stress sui mercati.

## MERCATI EMERGENTI

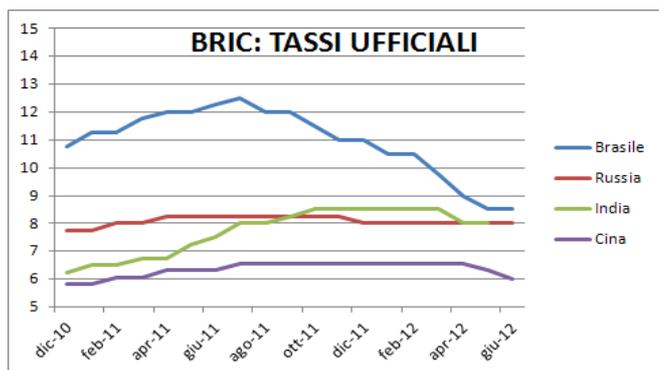
Lo scenario macroeconomico dei principali paesi emergenti, così come delineato dagli indici anticipatori PMI, si sta stabilizzando su livelli che sono a cavallo tra l'espansione e la contrazione economica; se il Brasile buca al ribasso la soglia di 50, gli altri paesi si mantengono al di sopra con l'India stabilmente in zona di espansione. Le componenti legate alla domanda globale, però, sono in peggioramento, prefigurando un contributo negativo anche per le prossime letture e sostenendo lo scenario che vede quali attori principali, le autorità sia di politica fiscale che monetaria con la loro azione a sostegno della crescita.



Ed è in questo quadro che si inserisce il secondo taglio nel giro di un mese da parte della PBoC che ha portato i tassi ufficiali al 6%. Un'azione così incisiva da parte della Banca Centrale cinese ha stupito i mercati che erano più propensi ad interventi di natura fiscale; l'economia cinese sta rallentando pericolosamente sul limite di quel ritmo di crescita dell'8% che è identificato da molti come la crescita minima indispensabile per mantenere la pace sociale, per cui è comprensibile l'attivismo delle autorità. Considerando il lag temporale di 6 mesi che intercorre tra allentamenti monetari e ripercussioni sull'economia reale, è lecito aspettarsi



un miglioramento economico in Cina nel corso del 4Q12, anche se il trend in ripresa già ora dei nuovi prestiti potrebbe far trasparire un punto di minimo nel trimestre in corso.

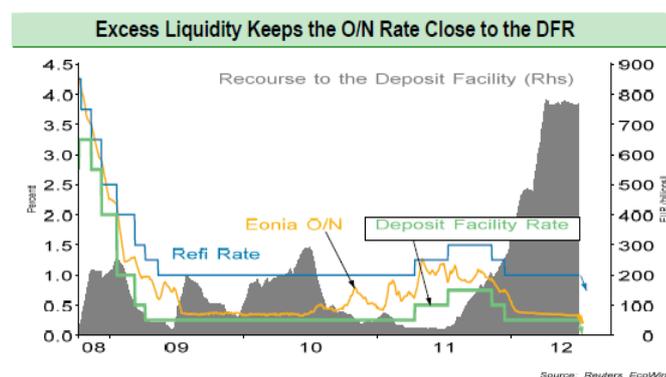


## I MERCATI

### OBBLIGAZIONI

BOND	06 lug	29-giu	08-giu	30 dic 11
USA 10Y	1.56	1.64	1.64	1.88
USA 2Y	0.28	0.30	0.27	0.24
GER 10Y	1.32	1.58	1.33	1.83
GER 2Y	-0.02	0.12	0.04	0.14
Euribor 3m	0.55	0.65	0.66	1.36
Euro\$ 3m	0.46	0.46	0.47	0.58
Itrax Crossover	664	662	696	755

Il summit europeo della scorsa settimana non è stato percepito dai mercati obbligazionari come un punto di svolta definitivo per la crisi del debito. Sia per i BTP che per i Bonos spagnoli gli spread rimangono su livelli poco al di sotto dei massimi di periodo. Il processo negoziale tra i vari partner europei richiederà del tempo, così come gli effetti delle manovre sulla finanza pubblica e sulla regolamentazione dei mercati. Pertanto la dinamica di riduzione degli spread sarà con tutta probabilità graduale e intervallata da fasi di ritorno della volatilità.



Grazie all'eccesso di liquidità voluto dalla BCE il tasso overnight determinato dalle controparti private è più vicino al tasso di remunerazione dei depositi presso la BCE (deposit facility rate) che non al tasso ufficiale. Con la riduzione del primo a zero è verosimile che osserveremo un'ulteriore modesta discesa anche dell'overnight.

### AZIONI

EQUITY	06 lug	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
S&P 500	1367.58	0.40%	3.16%	8.75%
Stoxx 600	255.62	1.77%	5.66%	4.53%
Eurostoxx50	2259.92	-0.21%	5.41%	-2.44%
Topix	771.83	0.23%	7.54%	5.93%
FTSE Asia exJp	427.42	1.76%	5.71%	5.42%
FTSE Emer Mkt	472.84	1.12%	4.83%	2.77%
VIX	17.50	42.00%	-3.73	-5.90
V2X	24.54	-0.41	-5.83	0.48

Dopo la buona partenza sulla scia del vertice dei leader europei, i mercati azionari nella seconda parte della settimana hanno assunto un atteggiamento più riflessivo, dominato dai dati macro sull'andamento della crescita, non solo europea ma a livello mondiale. Se da un lato, infatti, il contemporaneo allentamento monetario di BCE, BoE e PBoC è accolto in modo positivo, come segno della volontà delle autorità di supportare l'economia, nondimeno i mercati hanno posto l'accento sull'altra faccia della medaglia, ovvero uno stato di salute della crescita fragile che richiede nuovi stimoli e con tempistiche, come nel

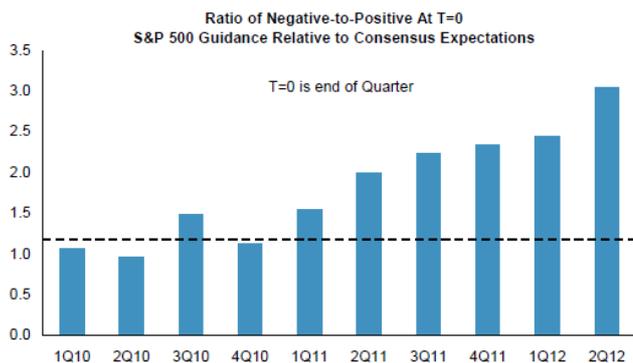


caso della Cina, molto ravvicinate. Questa lettura ha prevalso, appunto, nel corso dell'ultima parte della settimana con un ritracciamento dai massimi dei primi giorni.

Oltre al flusso di dati macro, nelle settimane prossime l'attenzione dei mercati sarà rivolta anche sulla reportistica del 2Q, il cui avvio è previsto lunedì 9 con i numeri di Alcoa.

Gli analisti societari, parallelamente a *guidance* e pre-annunci che sono più negativi dei trimestri precedenti hanno rivisto al ribasso le stime sugli utili, sia per il trimestre in corso, sia per i prossimi.

Exhibit 8  
**Negative Preannouncements Are At Multi-Period Highs**



Source: Factset, Morgan Stanley Research

La crescita attesa degli EPS del 2Q12 rispetto allo scorso anno è infatti scesa a circa l'1,3%, rispetto al 4% di due mesi fa. Analogamente la crescita sequenziale, rispetto al primo trimestre dell'anno, è scesa a meno del 4% rispetto al 7% stimato a metà maggio.

Al momento la revisione delle stime riguarda in modo principale il secondo e il terzo trimestre dell'anno, con numeri per il quarto ancora in buona crescita, un po' anche in analogia con il consenso macro che vede i due trimestri centrali dell'anno in rallentamento con una ripresa nell'ultima parte.

La revisione delle stime degli analisti societari ha portato le stime di crescita utili, ora al 7,4% YoY,

sempre più vicino al consenso degli strategist top-down, la cui previsione è intorno al 6% di crescita.

In queste prossime settimane di reportistica sarà importante vedere i numeri effettivi ma soprattutto analizzare le indicazioni del top management per i prossimi trimestri e capire se le principali fonti di preoccupazione siano più legate al perdurare della crisi in Europa o al rallentamento in atto nella crescita degli emergenti.

FY2012 ESTIMATE	Q112	Q212	Q312	Q412	FY12	FY12	FY12
Consumer Discretionary	4,91	5,21	5,61	6,54	22,3	\$ 10,1	7%
Consumer Staples	5,06	5,46	5,74	5,89	22,2	\$ 10,7	4%
Energy	11,52	12,04	11,88	12,18	47,6	\$ 13,8	-1%
Financials	3,93	3,99	4,20	4,51	16,6	\$ 15,1	2%
Health Care	8,35	8,51	8,60	8,56	34,0	\$ 12,8	9%
Industrials	5,48	5,96	6,12	6,33	23,9	\$ 10,4	14%
Information Technology	8,27	8,57	8,95	11,22	37,0	\$ 22,2	18%
Materials	4,23	4,62	3,92	3,85	16,6	\$ 3,3	3%
Telecom Services	1,90	1,89	1,90	1,52	7,2	\$ 2,2	5%
Utilities	2,98	2,62	4,10	2,52	12,2	\$ 3,1	-2%
<b>S&amp;P500</b>	<b>24,24</b>	<b>25,19</b>	<b>26,23</b>	<b>27,94</b>	<b>103,6</b>	<b>\$ 103,7</b>	<b>7,4%</b>
<b>S&amp;P500 ex Financials</b>						<b>\$ 88,6</b>	<b>8,3%</b>

FY2013 ESTIMATE	Q113	Q213	Q313	Q413	FY13	FY13	FY13
Consumer Discretionary	5,63	6,29	6,61	7,46	26,0	\$ 11,8	17%
Consumer Staples	5,37	6,03	6,24	6,40	24,0	\$ 11,6	9%
Energy	12,83	13,53	14,15	14,17	54,7	\$ 15,9	15%
Financials	4,67	4,87	4,91	5,18	19,6	\$ 17,8	18%
Health Care	8,93	9,13	9,43	9,35	36,8	\$ 13,8	8%
Industrials	6,00	6,77	6,93	7,18	26,9	\$ 11,8	13%
Information Technology	9,79	10,02	10,39	12,26	42,5	\$ 25,5	15%
Materials	5,44	5,89	4,81	4,54	20,7	\$ 4,1	24%
Telecom Services	2,10	2,20	2,22	1,95	8,5	\$ 2,5	17%
Utilities	3,12	2,71	4,19	2,53	12,6	\$ 3,2	3%
<b>S&amp;P500</b>	<b>27,50</b>	<b>29,06</b>	<b>30,10</b>	<b>31,40</b>	<b>118,1</b>	<b>\$ 118,0</b>	<b>13,8%</b>
<b>S&amp;P500 ex Financials</b>						<b>\$ 100,2</b>	<b>13,0%</b>

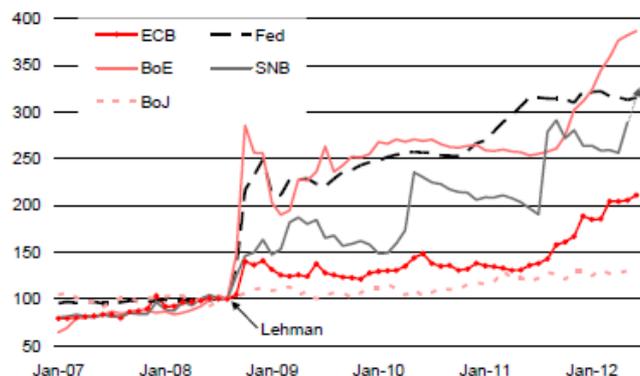
**VALUTE**

CURRENCY	06 lug	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
EUR / USD	1.2331	-2.5%	-1.3%	-4.9%
EUR / YEN	98.16	-2.8%	-1.1%	-1.6%
USD / YEN	79.60	-0.3%	0.2%	3.4%

L'unica variabile che forse ha reagito come da attese rispetto alla decisione della BCE è risultato essere l'euro, che ha perso terreno nei confronti del cambio con il dollaro. Al momento il deterioramento dei dati macro anche negli USA e l'aumento delle probabilità di un'ulteriore espansione del bilancio da parte della FED non ha pesato negativamente sulla dinamica della valuta americana.



Central bank balance sheets, Index (Aug-2008=100)



Andamenti opposti per le valute emergenti; se l'Asia sembra risentire positivamente del recente meeting europeo, seguendo l'apprezzamento del USD nei confronti dell'€, le valute dell'Est Europa continuano ad essere estremamente deboli sia nei confronti dell'€ che soprattutto rispetto al USD.

## MATERIE PRIME

COMMODITY	06 lug	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
<b>OIL</b>	84.80	-0.2%	0.8%	-14.2%
<b>CRB Index</b>	290.0	2.0%	6.3%	-5.0%
<b>Gold</b>	1590	-0.5%	0.1%	0.8%
<b>Silver</b>	27.28	-0.9%	-4.2%	-3.2%
<b>Copper</b>	343	-1.8%	4.4%	-0.1%
<b>Gas</b>	2.94	4.2%	28.1%	-1.5%

Continua la fase positiva sull'indice delle principali materie prime. Il movimento è dovuto soprattutto alla parte energetica, mentre i metalli più legati al ciclo economico hanno fatto registrare performance negative.

## PROSSIMA SETTIMANA

	USA	EMU	EM. MKT	EARNINGS
<b>Lunedì 9</b>	Fiducia piccole imprese.	FRA: fiducia imprenditori.	CINA: Cpi, Ppi	USA: Alcoa
<b>Martedì 10</b>			CINA: Trade balance	EU: Marks & Spenser
<b>Mercoledì 11</b>			BRASILE: Banca Centrale	
<b>Giovedì 12</b>	Sussidi alla disoccupazione.	EMU: prod. Industriale.		EU: Carrefour
<b>Venerdì 13</b>	Fiducia consumatori.		CINA: GDP, Retail Sales, IP	USA: JPMorgan, Wells Fargo, Google

## 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.

