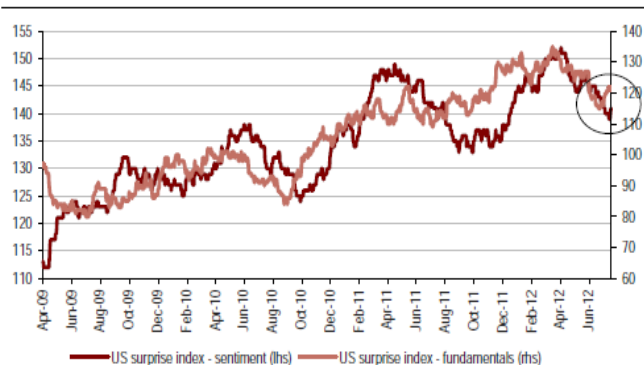


IL QUADRO MACRO

STATI UNITI

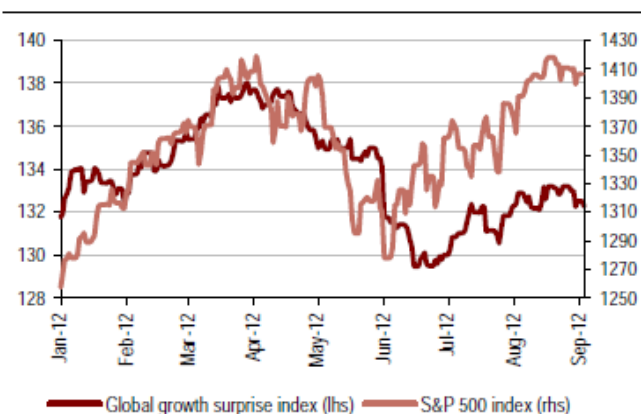
US surprise index - fundamental data versus confidence data



Durante il mese di agosto il flusso di dati macro ha sostanzialmente riconfermato le tendenze presenti all'inizio dell'estate: l'economia americana continua a muoversi lungo un sentiero di crescita decisamente contenuto (intorno al 2%) sorretta in principal modo dalla dinamica dei consumi. Le sorprese positive nel corso dell'anno sono giunte dal settore immobiliare, il cui effetto sul PIL aggregato però, piuttosto che manifestarsi attraverso i dati sull'investimento in edilizia, componente oramai modesta dell'economia, si è reso esplicito nella dinamica dei consumi delle famiglie. Appare invece confermata la stagnazione del settore manifatturiero, dopo che per parecchi trimestri quest'ultimo era stato uno degli elementi trainanti della ripresa, a cui si associa una perdita di momentum nell'espansione degli investimenti. Se questi sono i tratti salienti che descrivono l'economia USA nel corso del 2012, recentemente si è osservato un miglioramento rispetto alle attese dei dati di economia reale, mentre continuano a deludere gli esiti dei sondaggi anticipatori. Tali dinamiche al momento appaiono marginali e non mutano il quadro di riferimento sopra esposto, che a nostro avviso rende probabile l'avvio di un nuovo programma di stimolo monetario non

convenzionale da parte della FED (QE3) nel corso dei prossimi mesi.

Global growth surprise index versus US S&P 500



Anche i dati del mercato del lavoro di venerdì 7 settembre confermano tale aspettativa, anche se la crescita media mensile dell'occupazione nel terzo trimestre dovrebbe essere leggermente superiore a quanto osservatosi nel secondo, e questo dovrebbe impedire una risalita del tasso di disoccupazione.

AREA EURO

Table 1: Contributions to GDP growth in 2012 Q2 by expenditure component
Percentage point

Component	Contribution
Household and NPISH final consumption expenditure	-0.1
Government final consumption expenditure	0.0
Gross fixed Capital Formation	-0.2
Change in Inventories	-0.2
Exports	0.6
Imports	-0.4

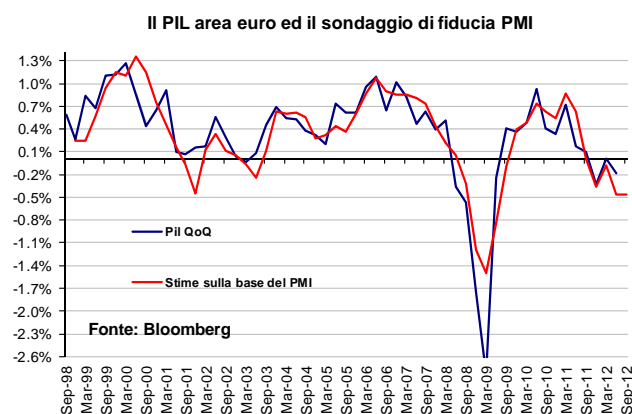
Source: RBS, Eurostat

La scomposizione dei dati sul PIL europeo del secondo trimestre (si veda la tabella sopra riportata) mostra che il calo dell'attività dello 0,2% è totalmente attribuibile alla contrazione degli investimenti. Tale risultanza è in linea con il



sondaggio delle BCE sulle condizioni del sistema creditizio da cui si evince che la bassa domanda di crediti da parte delle aziende alle banche è dovuta in modo preponderante alla riduzione del "funding" da destinare all'investimento.

Per quanto riguarda le prospettive a breve dell'area euro gli indicatori anticipatori segnalano un'elevata probabilità che il PIL nel terzo trimestre si contragga nuovamente con la possibilità di una variazione leggermente più marcata di quella fatta registrare nel secondo, come mostra il grafico sotto riportato.



PAESI EMERGENTI

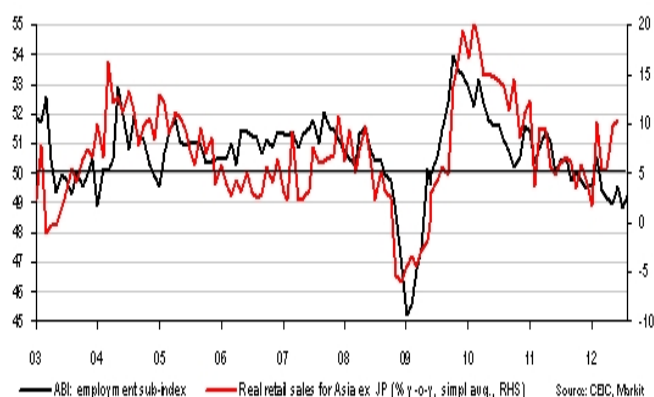


La situazione economica dei principali paesi emergenti è considerevolmente peggiorata nel corso dell'estate. Il deterioramento per ora è legato alla dinamica dell'export che sta risentendo delle

difficoltà dei paesi sviluppati, anche se si mantiene ben al di sopra dei livelli di minimo toccati durante la crisi del 2008/9.

Le componenti maggiormente legate alla domanda interna sembrano in ripresa ma, considerata la correlazione tra mercato del lavoro (in deterioramento) e quest'ultima, appare verosimile attendersi un peggioramento anche delle vendite al dettaglio nei prossimi mesi.

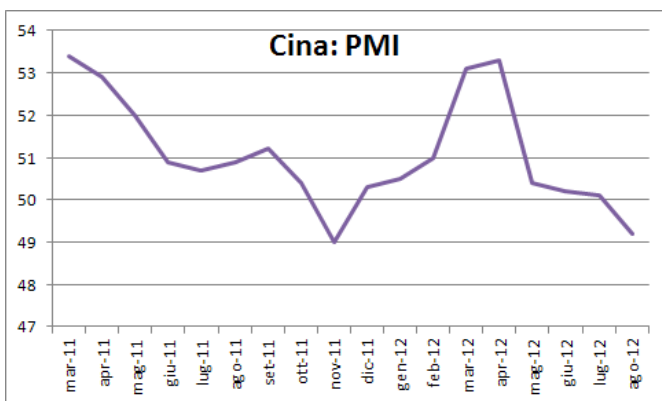
Asia: Occupazione e Vendite al Dettaglio



Come evidenziato dalle ultime letture degli indici anticipatori PMI le prospettive nei principali paesi emergenti sono meno costruttive: più stabili in quei paesi maggiormente slegati dal ciclo economico mondiale come l'India, poco sopra la soglia che delimita la crescita dalla contrazione economica in quei paesi sensibili all'andamento delle materie prime (Russia), in ripresa ma sempre in territorio di contrazione in Brasile e in peggioramento al di sotto del 50 in Cina.

In questo scenario le aspettative circa un forte e pronto intervento delle autorità di politica fiscale e monetaria sono alte. In Cina le iniezioni di liquidità sono ricorrenti e i piani di intervento governativo si stanno dispiegando nel campo delle infrastrutture a livello regionale; in Brasile sono stati annunciati interventi a sostegno dei consumi interni e delle piccole imprese.





In considerazione dell'intervallo temporale che intercorre mediamente prima che si abbiano i primi affetti sull'economia reale, è lecito aspettarsi una stabilizzazione delle economie non prima del quarto trimestre.

I MERCATI

OBBLIGAZIONI

BOND	07 set	31-ago	10-ago	30 dic 11
USA 10Y	1.62	1.55	1.66	1.88
USA 2Y	0.24	0.22	0.26	0.24
GER 10Y	1.52	1.33	1.39	1.83
GER 2Y	0.03	-0.04	-0.07	0.14
Euribor 3m	0.27	0.28	0.35	1.36
Euro\$ 3m	0.41	0.42	0.44	0.58
Itrax Crossover	535	592	589	755

Sul mercato obbligazionario l'evento più rilevante delle ultime settimane, ma forse di tutto il 2012, sono state le comunicazioni di Draghi il giorno 6 settembre. La Bce ha inaugurato l'era Omt (Outright Market Transactions). Si tratta dell'atteso piano di acquisto di titoli sovrani sul mercato secondario per "salvaguardare l'omogeneità del meccanismo di trasmissione della politica monetaria nell'area euro". Il piano è pienamente in linea con le aspettative della vigilia. La motivazione generale che giustifica l'Omt è quella di rimuovere il "tail risk", cioè il rischio catastrofico legato alla

mancanza di fiducia sull'area euro. Da questo punto di vista, è cruciale che la Bce abbia messo definitivamente piede nell'arena, mostrando che esiste una istituzione veramente pan-europea che si preoccupa della sopravvivenza della moneta unica obiettivo non sempre perseguito con fermezza dai governi nazionali.

Il piano Omt ha cinque caratteristiche: 1) è ex-ante illimitato nella sua portata; 2) gli acquisti di titoli saranno pienamente sterilizzati: cioè mantenendo la base monetaria (l'aggregato sotto stretto controllo della banca centrale) invariata; 3) sarà limitato all'acquisto di titoli con scadenza uno-tre anni; 4) la Bce rinuncia allo status di creditore privilegiato; 5) la sua attuazione impone al paese membro che vi accede di partecipare a un piano di "stabilizzazione macroeconomica" deciso con l'Esm (European Stability Mechanism) e per il quale è benvenuto, dice la Bce, anche il monitoraggio del Fondo monetario.

Il primo, il secondo ed il quarto punto sono positivi. In pratica, però, non è affatto chiaro attraverso quali canali la Bce sterilizzerà i propri interventi. È sorprendente che la Bce non abbia fornito dettagli al riguardo, lo sarebbe meno se, come noi pensiamo, l'intento di sterilizzare sia solo di facciata, dato che con i finanziamenti a quantità illimitata (full allotment) di fatto è la domanda che crea l'offerta di base monetaria. Ma è l'ultimo punto, quello sulla condizionalità, il più importante e delicato del piano Omt. Dando aiuti a Paesi ma legandoli al rispetto di precise condizioni, la Bce deve entrare in temi economici che vanno molto al di là di quelli che competono alla politica monetaria. L'indipendenza della Banca centrale dai governi è un concetto chiave della costruzione della moneta unica che viene dalla tradizione tedesca ed è motivato dal successo della Bundesbank nel dopoguerra. La condizionalità, invece, implica una relazione stretta tra politiche monetarie e di bilancio e mette a repentaglio l'indipendenza. In questo senso è un paradosso che sia proprio la Germania, sostenitrice storica della separazione tra banca



centrale e governo, a chiedere un impegno di Francoforte sul fronte delle politiche di bilancio nazionali.

Per la Spagna e per l'Italia (ma anche per Portogallo ed Irlanda) la mossa della BCE ha indubbi effetti positivi. Significa guadagnare tempo per perseguire le politiche di contenimento del debito e non essere alla mercé dei mercati. Ma ci sono anche dei rischi. Primo, il programma può funzionare solo se gli investitori percepiranno che il processo decisionale che lo accompagna non sarà caotico e connotato da una divisione all'interno del consiglio Bce tra Europa forte e Europa debole. Con il dissenso esplicito e persistente della Bundesbank questo è possibile.

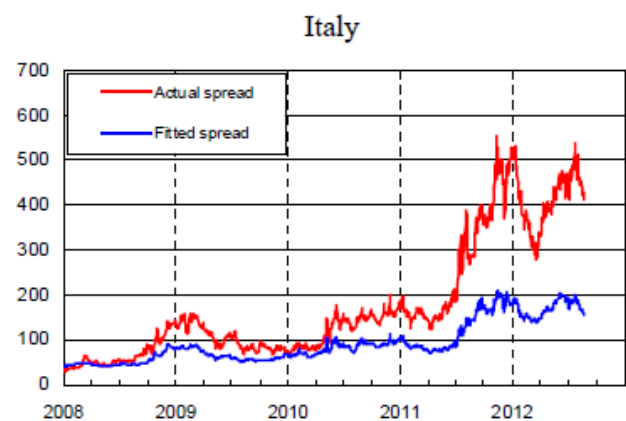
Inoltre la politica monetaria può aiutare, ma non risolve il problema di Paesi che rimangono intrappolati in una crescita negativa e non riescono a riformarsi. Draghi ha fatto la sua parte, ma ora spetta ai governi.

Indubbiamente però l'evento ha ridefinito i termini del problema per quanto concerne la crisi del debito Sovrano nell'area euro. Infatti se implementato correttamente l'Omt impedisce che le profezie dei mercati si possano auto avverare, ma non elimina la possibilità che uno o più stati nazionali non proseguano con il dovuto rigore il processo di risanamento delle finanze pubbliche. Tale rischio potrà diminuire solo con il passare del tempo.

Estimates of the Italian yield spreads vis-à-vis Germany consistent with fundamentals:
Summary of the results (1)

Main determinants of the spread	Frequency of the data	Time horizon		
		2 years	5 years	10 years
Debt-to-GDP ratio	Daily	91	109	122
Debt-to-GDP ratio (nonlinear)	Quarterly	164	203	212
Fiscal/macro indicators (CDS model)	Daily	124	143	155
Fiscal/macro consensus expectations	Monthly	116	215	260
Fiscal/macro indicators ("wake-up call" model)	Monthly	-	-	80-270 (2)
Financial indicators (average value)	Daily	168	193	215
Fiscal/macro consensus expectations and financial indicators	Monthly	182	272	272
Fiscal/macro indicators and financial accounts	Yearly	-	-	112-301 (3)
Fiscal/macro indicators and contagion	Annual	-	-	80-408 (4)
Memo:				
Actual BTP-Bund spread (21 August 2012)	Daily	300	413	410
Actual BTP-Bund spread (June 2012)	Monthly	414	493	449
Actual BTP-Bund spread (2012 Q1)	Quarterly	289	371	382

La mossa di Draghi trova "legittimazione" anche in una serie piuttosto corposa di lavori empirici che mostrano come il valore di equilibrio del differenziale tra i nostri BTP ed i Bund per una pluralità di scadenze (non solo il decennale) sia decisamente inferiore ai valori di mercato (si veda la tabella sopra riportata che tratta l'ultimo lavoro in materia prodotto dalla Banca d'Italia). Avvalorando quindi la tesi di chi sostiene che vi sia ancora spazio per una riduzione degli spread sulla base dei fondamentali di finanza pubblica italiana.



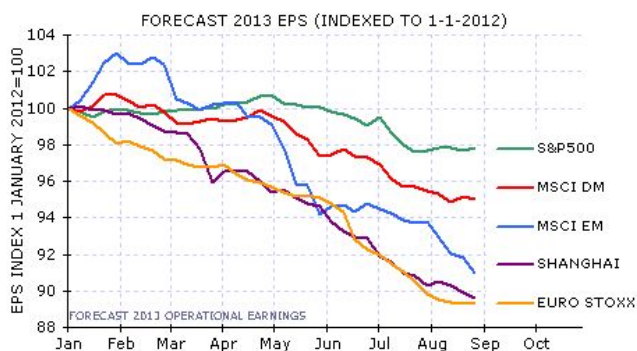
Il grafico sopra riportato da una misura dello scostamento tra lo spread effettivo di mercato (prima dei recenti ribassi innescati dalla BCE) ed il valore dello spread compatibile con i fondamentali italiani.

AZIONI

EQUITY	07 set	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
S&P 500	1435.39	2.05%	2.10%	14.14%
Stoxx 600	272.24	2.26%	0.87%	11.33%
Eurostoxx50	2537.48	3.96%	4.72%	9.54%
Topix	735.17	0.48%	-1.56%	0.90%
FTSE Asia exJp	436.74	1.13%	-1.10%	7.72%
FTSE Emer Mkt	483.33	2.46%	-0.81%	5.05%
VIX	14.86	-261.00%	0.12	-8.54
V2X	22.01	-3.70	-0.74	-2.05



Archiviato un agosto positivo sulle borse azionarie dei paesi sviluppati, anche i primi giorni di settembre stanno confermando il trend di crescita soprattutto sugli indici dei paesi periferici europei. E pensare che le premesse erano tutt'altro che rosee a fine luglio, quando i soliti problemi europei erano riemersi con tale prepotenza da costringere il presidente della BCE Draghi a comunicare al mercato che l'Euro non è in discussione e che la BCE è pronta a fare tutto il necessario per difenderlo. A ben vedere sono state proprio le attese di politiche monetarie e fiscali accomodanti in giro per il mondo a tenere alte le speranze degli investitori. Altrimenti sarebbe difficile spiegare tale risultato in un contesto di dati macroeconomici non incoraggianti in giro per il mondo e il conseguente ciclo di revisioni al ribasso delle attese di crescita utili per l'anno in corso. Tanto più che la maggior revisione delle stime è stata proprio sul mercato europeo, dove gli utili attesi sull'anno in corso sono stati ridotti di oltre il 10% e tra i settori più colpiti ci sono i finanziari che al contrario sono tra quelli che hanno guadagnato di più nell'ultimo periodo.



Il rally di agosto è stato accompagnato da volumi bassi e la volatilità è scesa su livelli molto contenuti, ma gli indicatori di sentiment non sono in territorio di guardia. Al contrario i Put/Call ratio e il Bull/Bear Index sono ritornati un po' indietro in agosto segnalando meno compiacenza per il rischio nonostante la salita dei mercati. Dall'analisi dei flussi di mercato si direbbe che gli investitori continuano a preferire le obbligazioni alle azioni.

Tutto ciò fa pensare che il rally abbia ancora spazio per continuare se le banche centrali non deluderanno le aspettative del mercato. Tuttavia va evidenziato che il sostegno dell'economia reale potrebbe venir meno visto che mancano i catalyst che hanno aiutato lo scorso anno (discesa prezzo del petrolio, ripresa dal terremoto in Giappone, benefici fiscali sugli investimenti) e anzi potrebbero affacciarsi alcune nubi all'orizzonte (elezioni negli Stati Uniti, fiscal cliff ...).

SPX Volume, SPX



Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research

Il peggioramento del quadro economico dei paesi emergenti ha offuscato il rinnovato clima di fiducia che ha pervaso i mercati azionari internazionali. Ne è scaturita una sottoperformance relativa che ha colpito i mercati più esposti al commercio internazionale (Cina) isolando, per contro, quelli più "chiusi" (India). Le aspettative di crescita degli utili sono peggiorate anch'esse, posizionandosi ad esempio di poco al di sopra dello zero in Cina e in territorio ampiamente negativo (-9%) in Brasile.

VALUTE

CURRENCY	07 set	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
EUR / USD	1.2787	1.7%	4.0%	-1.3%
EUR / YEN	99.84	1.4%	3.8%	0.2%
USD / YEN	78.08	-0.3%	-0.2%	1.5%



Nel corso del mese di agosto sul cambio euro dollaro si è abbattuta la “tempesta perfetta”. Da un lato da le indiscrezioni prima e le parole della BCE poi hanno portato ad una maggior ottimismo sull'euro, dall'altro il combinato di dati americani non particolarmente brillanti e le parole di Bernanke accrescendo le probabilità del QE3 hanno incrementato il pessimismo sul dollaro. L'effetto complessivo è stata una rivalutazione dell'euro sul dollaro nell'ultimo mese di circa il 4%.

MATERIE PRIME

Il movimento di “risk on” conseguente agli sviluppi positivi della crisi europea si è esteso alle materie

prime per le quali si sono avuti rialzi generalizzati nel corso dell'ultimo mese.

COMMODITY	07 set	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
OIL	95.29	-1.2%	2.6%	-3.6%
CRB Index	309.9	0.1%	2.7%	1.5%
Gold	1734	3.1%	7.0%	10.9%
Silver	33.51	6.9%	19.1%	20.3%
Copper	364	5.2%	7.1%	5.8%
Gas	2.70	-3.7%	-2.7%	-9.8%

PROSSIMA SETTIMANA

	USA	EMU	EM. MKT	EARNINGS
Lunedì 10		ITA: PIL Q2.	CINA: M2.	
Martedì 11	fiducia piccole imprese.	EMU: produzione industriale.	INDIA: prod. Ind.	
Mercoledì 12		GER: Corte Costituzionale su ESM.	BRASILE: vendite al dettaglio.	
Giovedì 13	Sussidi alla disoccupazione; FOMC.			
Venerdì 14	Inflazione; vendite al dettaglio; fiducia dei consumatori.	EMU: inflazione.		

Movimenti

Sulla linea Prudente, Bilanciata e Aggressiva effettuiamo un ribilanciamento della componente obbligazionaria attraverso l'acquisto di Fds Euro impiegando la liquidità a disposizione.

Il movimento si giustifica alla luce delle decisioni prese dalla BCE che rendono meno attraente l'investimento sulle parti a breve della curva europea.

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.