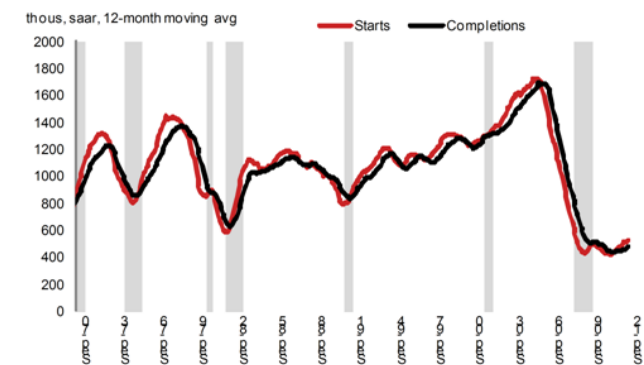


**IL QUADRO MACRO**

**STATI UNITI**

Figure 1: Starts vs completions



Source: Census Bureau; Nomura

Ciò che sta emergendo dai dati americani delle ultime settimane è un modesto miglioramento delle componenti domestiche della domanda, consumi, mercato immobiliare e fiducia dei consumatori a cui si accompagna una perdita di vigore del settore manifatturiero legata soprattutto al calo del commercio internazionale.

Tale tendenza necessita ancora delle conferme dai dati sulla bilancia commerciale, i quali dovrebbero mostrare un ritorno, in piccola scala, degli Stati Uniti nel ruolo di “consumatore di ultima istanza”. Sarebbe cioè una ripetizione delle dinamiche pre-crisi, anche se l’entità dei numeri non è tale da dare per acquisito il perdurare di tale contesto anche per i prossimi trimestri. Infatti nel consenso, che non aveva previsto il sorgere di un simile fenomeno, non vi è l’indicazione di un peggioramento duraturo della bilancia commerciale USA.

Figure 2: Builder sentiment vs single-family starts



Source: National Association of Home Builders, Nomura

Chart 1: Consumers Showing Resilience

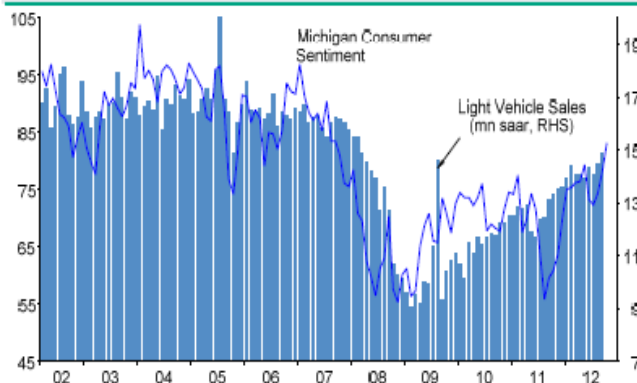
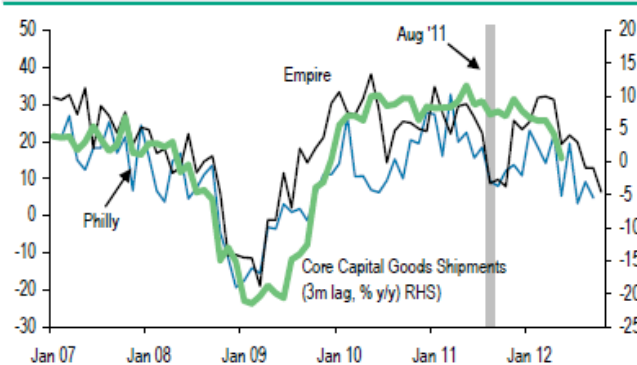


Chart 2: Regional Surveys Point to Weak Capex



Source: Reuters Ecowin Pro



Grazie ai positivi dati sui consumi sopra citati alcuni commentatori hanno rivisto al rialzo le stime su questa grandezza di contabilità nazionale (ora in accelerazione rispetto al +1.5% del Q2) ad un tasso leggermente al di sopra del 2%. Questo dovrebbe altresì permettere al PIL del terzo trimestre di mantenere la “velocità di crociera” attualmente in essere del 2%. Da notare che la casa di investimento Nomura stima che le vendite legate all’iPhone5 dovrebbero incrementare il PIL di 0,1% in Q3 e 0,2% in Q4. Evento decisamente raro che un singolo prodotto modifichi la spesa per consumi della prima economia del mondo.

## AREA EURO

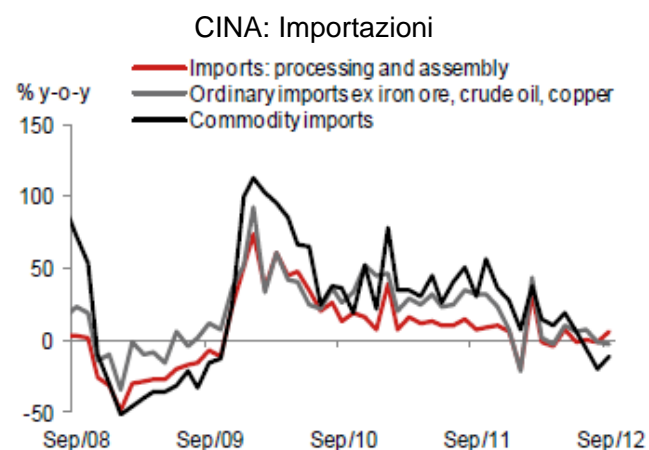


Dal punto di vista macro non vi sono dati di rilievo da commentare. Il sondaggio ZEW sulla fiducia degli operatori finanziari tedeschi è risultato in aumento, coerentemente con la riduzione dello stress sui mercati finanziari illustrato nei due grafici riportati.



## PAESI EMERGENTI

L’economia cinese in settembre ha dato alcuni importanti segnali di ripresa. Se la fotografia del PIL nel trimestre estivo consegna ancora un rallentamento del ritmo di crescita al 7.4%, le evidenze che arrivano dai dati dell’ultimo mese fanno intravedere una timida ripresa del ciclo economico. Le importazioni stabili (drenate da consumi interni ancora sotto tono) hanno fatto da contraltare ad esportazioni più forti soprattutto da parte dei partner asiatici, a fronte di una dinamica degli ordinativi intermedi in accelerazione.



Gli interventi di natura fiscale hanno avuto un impatto positivo sugli investimenti infrastrutturali



che hanno spinto al rialzo (+20.5%) il totale degli investimenti diretti in settembre. Questo scenario, inquadrato anche da un'inflazione pienamente sotto controllo (+1.9%) spinge le autorità monetarie a mantenere lo status quo; tassi invariati e continue iniezioni di liquidità tramite il canale bancario sembra essere la strategia collaudata dalla Banca Centrale per fronteggiare una crescita economica che si è pericolosamente avvicinata alla soglia minima di crescita del 7.5% definita dal governo centrale.

## I MERCATI

### OBBLIGAZIONI

BOND	19 ott	12-ott	21-set	30 dic 11
USA 10Y	1.81	1.66	1.75	1.88
USA 2Y	0.29	0.26	0.26	0.24
GER 10Y	1.62	1.45	1.60	1.83
GER 2Y	0.11	0.04	0.04	0.14
Euribor 3m	0.20	0.21	0.23	1.36
Euro\$ 3m	0.32	0.33	0.37	0.58
Itrax Crossover	482	541	521	755

Settimana decisamente favorevole per le asset class di rischio a cui non sono risultati estranei gli spread dei periferici (Italia e Spagna) ed i titoli corporate, che hanno fatto registrare significativi restringimenti. Di conseguenza i mercati obbligazionari "sicuri", come quello tedesco e americano hanno fatto registrare delle perdite, concentrate soprattutto sulle parti a lunga della curva. Le determinanti di questo aumento della propensione al rischio da parte degli investitori sono state da un lato i dati moderatamente positivi sulla crescita negli USA e le aspettative circa possibili passi avanti della politica nel trovare una soluzione ai problemi dell'area euro segnatamente sul "fronte" greco, degli aiuti alla Spagna e sul tema dell'unione bancaria.

### AZIONI

EQUITY	19 ott	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
S&P 500	1457.34	2.01%	-0.19%	15.88%
Stoxx 600	275.34	2.19%	-0.16%	12.60%
Eurostoxx50	2562.11	3.77%	-0.58%	10.60%
Topix	754.39	5.02%	-0.26%	3.54%
FTSE Asia exJp	461.26	1.46%	1.29%	13.77%
FTSE Emer Mkt	503.92	1.04%	0.52%	9.52%
VIX	15.03	-1.11	1.05	-8.37
V2X	19.96	-1.93	0.71	-4.10

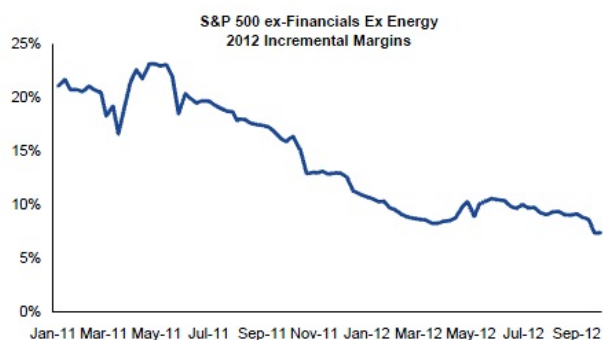
25 anni fa il modo finanziario si paralizzò nel giorno tristemente noto come il Lunedì Nero (Black Monday). Quel giorno nel lontano 1987 il Dow Jones scese del 22.61% in una seduta segnando la peggior perdita in un solo giorno della storia dei mercati finanziari. A distanza di anni nessuno è ancora riuscito a spiegare cosa successe realmente in quell'occasione e quel giorno rimane uno dei più affascinanti misteri della storia dei mercati.

Tornando ai nostri tempi, la situazione è decisamente più tranquilla. I mercati hanno concluso una settimana relativamente positiva grazie alle notizie provenienti dall'Europa. Il mercato azionario americano è rimasto sostenuto nella prima parte della settimana dai risultati delle banche d'affari e dai dati macro un po' più incoraggianti. A ben vedere dalla trimestrale di Goldman Sachs, e non solo, gran parte della performance è stata conseguita grazie all'aiuto della FED: infatti il miglioramento è dovuto soprattutto alla divisione "Fixed Income, Currencies and Commodities" dove il fatturato è aumentato del 28% dal III trimestre del 2011 raggiungendo quota 2.22 mld \$. In particolare sono esplosi i ricavi dei muti, dei prodotti del credito e di quelli legati ai tassi, che tipicamente si comportano bene in un ambiente di generale restringimento degli spread sul credito a seguito degli interventi delle banche centrali.



Nella seconda parte della settimana, tuttavia, i risultati di alcune aziende tecnologiche hanno contribuito a far cambiare direzione ai mercati: Google, per esempio, ha visto le proprie azioni perdere l'8% in un sol giorno, complice anche un errore nella tempistica di pubblicazione dei dati, che comunque sono risultati più bassi rispetto alle attese. Lo stesso giorno Microsoft ha riportato utili in discesa su vendite più basse delle attese citando debolezza del mercato dei PC. Per lo stesso motivo AMD ha annunciato un piano di taglio della propria forza lavoro di circa il 15%.

Exhibit 8  
**2012 Margins Have Been Materially Reset and Are Now at Lowest Levels since Beginning of 2011**



Source: Factset, Morgan Stanley Research

Più in generale questa stagione reportistica confermerà il fatto che i profitti stanno crescendo a ritmi sempre minori: negli ultimi anni, infatti, sono cresciuti più dei fatturati, grazie all'aumento della produttività, ma questo ritmo non è sostenibile nel lungo periodo. Secondo Morgan Stanley, infatti, l'inversione del trend è visibile da qualche tempo nei risultati delle società dello S&P 500, che hanno visto i loro margini incrementali ridursi notevolmente già nel corso dell'anno passato. In particolare questa stagione reportistica è stata preceduta da una fase di revisione al ribasso delle

guidance delle società sugli utili come non se ne vedeva da tempo. Ma la cosa particolare è che in realtà i ricavi si sono mantenuti su livelli ragionevoli. Una chiave di lettura può essere quella che l'inflazione dei costi sia tale che per mantenere gli utili costanti ci sia bisogno di una crescita delle vendite di almeno 1-2%.

## VALUTE

CURRENCY	19 ott	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
EUR / USD	1.3058	0.8%	0.4%	0.8%
EUR / YEN	103.57	2.1%	1.9%	3.8%
USD / YEN	79.31	1.2%	1.5%	3.0%

Le considerazioni fatte a proposito del mercato obbligazionario possono estendersi anche alla dinamica contingente del mercato dei cambi, dove vi sono state variazioni di una certa entità. Al contrario della scorsa settimana la valuta debole è risultata essere lo yen, che ha perso terreno nei confronti del dollaro mentre questo si indeboliva sull'euro.

## MATERIE PRIME

L'aumento della propensione al rischio ha finito per penalizzare le parti considerate bene rifugio, come i metalli preziosi, senza però influenzare positivamente le commodity il cui prezzo è più correlato con il ciclo economico.

COMMODITY	19 ott	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
OIL	92.12	0.3%	-0.8%	-6.8%
CRB Index	308.7	0.7%	-0.1%	1.1%
Gold	1732	-1.6%	-2.5%	9.9%
Silver	32.29	-4.3%	-6.9%	14.6%
Copper	370	0.0%	-2.3%	7.7%
Gas	3.58	-0.8%	24.2%	19.8%

## PROSSIMA SETTIMANA



	<b>USA</b>	<b>EMU</b>	<b>EM. MKT</b>	<b>EARNINGS</b>
<b>Lunedì 22</b>				US: TXN, Yahoo EU: Philips
<b>Martedì 23</b>		EMU: fiducia dei consumatori.		US: UTX, 3M EU: Kpn, Stm
<b>Mercoledì 24</b>	Preliminare Markit ISM; Vendita nuove case; FOMC.	EMU: preliminari PMI. GER: IFO.	CINA: flash pmi	US: AT&T, Boeing, Eli Lilly EU: Sap, Heineken Peugeot, Nordea
<b>Giovedì 25</b>	Sussidi alla disoccupazione; ordinativi beni durevoli.	EMU: M3.		US: Apple, colgate, P&G, Dow, Intl Paper, Chubb EU: Credit Suisse, Axa, Novartis, BASF, Sanofi, Rho
<b>Venerdì 26</b>	PIL Q3; fiducia consumatori.	ITA: fiducia imprese.	COREA: Gdp	

#### 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.