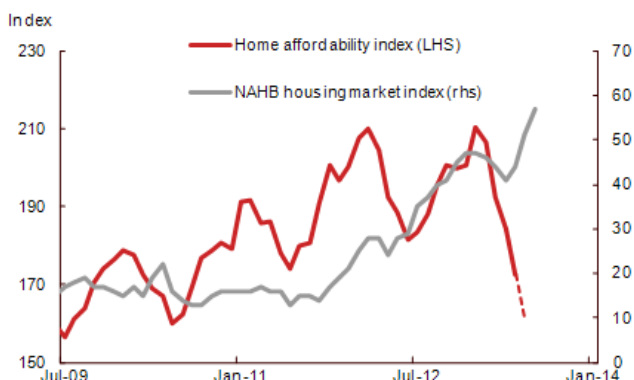


**IL QUADRO MACRO**

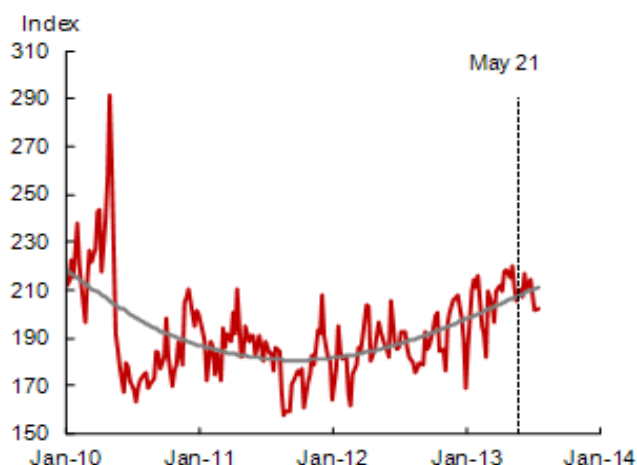
**STATI UNITI**

**Home affordability index and the NAHB housing market index**



L'esito dei dati diffusi in settimana è risultato misto, dato che le vendite al dettaglio hanno deluso le attese, e rafforzato l'aspettativa di una decelerazione del PIL in Q2 rispetto al Q1, il leading indicator non ha fatto registrare progressi, e per contro la fiducia del mercato immobiliare ha fatto registrare un nuovo massimo post recessione.

**Mortgage loan applications for purchase**

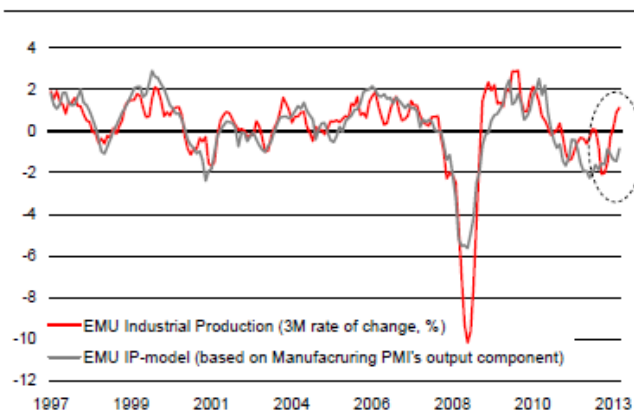


Sui mercati però ancora una volta hanno pesato le dichiarazioni di Bernanke. Il tono delle audizioni ai legislatori americani è stato accolto positivamente dai mercati con rialzi sia del mercato azionario sia di quello obbligazionario. Bernanke ha infatti ripetuto per l'ennesima volta che la funzione di reazione della FED non è mutata e che la FED baserà la politica monetaria sugli obiettivi di crescita ed inflazione senza includere la stabilità del sistema finanziario tra gli input per la decisione. Ha riaffermato che se l'esito dei dati macro sarà coerente con le aspettative vi sarà una riduzione nel ritmo di acquisti di obbligazioni, verosimilmente prima della fine dell'anno, ma che questo non deve meccanicamente tradursi in maggiori aspettative di rialzo dei tassi a breve. Il tutto in un contesto in cui riduzione e rimozione del QE e decisioni sui tassi rimangono legati all'evoluzione futura dei dati macro.

**AREA EURO**

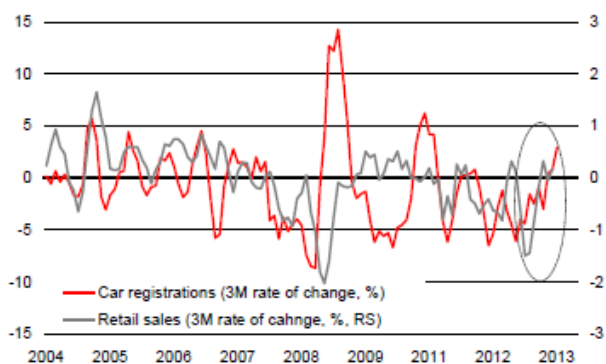
Non vi sono novità per quanto riguarda lo scenario macroeconomico dell'area euro in quanto non sono state diffuse statistiche di particolare rilievo.

**EMU: OUTPUT AND SENTIMENT HEADING NORTH...**

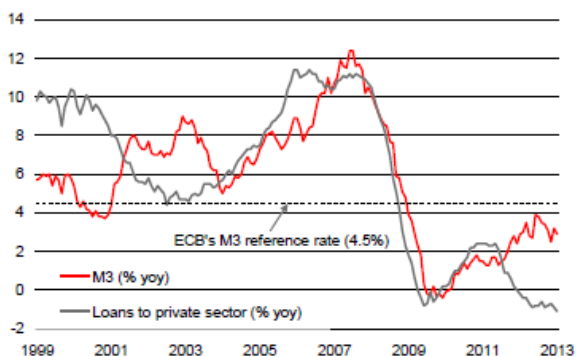


Le letture più recenti di alcune statistiche di economia reale sono state al rialzo ed in linea con il messaggio degli indicatori anticipatori, permane invece critica la dinamica del credito nell'eurosistema e in particolare nei paesi più colpiti dalla crisi dei debiti sovrani.

**...AND CONSUMPTION TO FOLLOW**



**CREDIT GROWTH STILL SUBDUED**



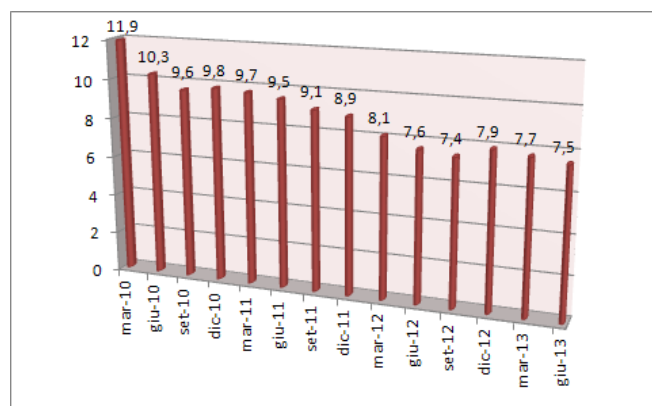
Source: Bloomberg,

**PAESI EMERGENTI**

Alcune conferme del minor tasso di crescita cinese sono giunte dalla pubblicazione dei dati relativi al GDP del 2Q che è uscito in linea con le aspettative al +7,5%, insieme a produzione industriale e investimenti in leggera frenata. Le dichiarazioni del Premier Li successive alla pubblicazione dei dati, sono andate nella direzione di sottolineare la

volontà politica di voler “stabilizzare” l’economia e non di volerla “sostenere”, indice del fatto che dovremo aspettarci per il prossimo futuro dei ritmi di crescita più vicini al 7% che al 7,5%.

**CINA: GDP**



Per quanto riguarda le politiche monetarie, continuano gli interventi per stabilizzare i cambi e per evitare la fuga dei capitali internazionali. La RBI (Banca Centrale indiana) ha contemporaneamente implementato misure di restringimento monetario sulla liquidità domestica da un lato (per calmierare l’inflazione) e ha innalzato le quote detenibili da investitori esteri in alcuni settori economici quali telecomunicazioni, difesa e assicurazioni (per incentivare l’afflusso di capitali stranieri e stabilizzare il cambio). L’azione delle principali Banche Centrali non è però univoca: se la tendenza è quella di restringere le politiche monetarie per sostenere i cambi, vi sono, però, alcuni esempi che vanno in controtendenza: la Governatrice della Banca Centrale russa ha infatti varato un QE domestico atto a mantenere i tassi bassi per sostenere l’economia a fronte di un cambio relativamente stabile rispetto al Usd. Come si può vedere all’interno della compagine dei mercati emergenti passiamo da atteggiamenti restrittivi come il Brasile ad atteggiamenti diametralmente opposti come la Russia.



## I MERCATI

### OBBLIGAZIONI

BOND	19 lug	12-lug	21-giu	31 dic 12
USA 10Y	2,52	2,58	2,53	1,76
USA 2Y	0,31	0,34	0,37	0,25
GER 10Y	1,52	1,56	1,73	1,32
GER 2Y	0,08	0,10	0,26	-0,02
Euribor 3m	0,22	0,22	0,22	0,19
Euro\$ 3m	0,26	0,27	0,27	0,31
Itrax Crossover	403	434	501	482

Le ulteriori rassicurazioni della FED sulla condotta del QE e sul corso futuro della politica monetaria hanno avuto un impatto sul Treasury moderatamente positivo. Del clima di rinnovata propensione al rischio hanno beneficiato soprattutto i corporate bond europei, mentre gli spread sui governativi della periferia sono rimasti sostanzialmente stabili.

### AZIONI

EQUITY	19 lug	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
S&P 500	1689,37	0,55%	6,09%	18,45%
Stoxx 600	299,09	0,98%	6,67%	6,94%
Eurostoxx50	2705,26	1,14%	6,11%	2,63%
Topix	1211,98	0,83%	10,24%	40,96%
FTSE Asia exJp	454,79	0,18%	4,56%	-5,76%
FTSE Emer Mkt	477,08	1,14%	5,98%	-9,17%
VIX	13,77	-0,07	-5,13	-4,25
V2X	17,43	-1,64	-6,61	-3,92

Settimana positiva, ancora una volta soprattutto per il tono delle banche centrali. La reportistica americana sta procedendo per ora bene (hanno riportato circa il 30% delle società in termini di mkt cap) ma la spinta principale ai listini è provenuta dalle parole di Bernanke nell'audizione di metà anno al Congresso. Il tono moderatamente

costruttivo sulla crescita americana e accomodante sul fatto che la progressiva riduzione del QE non è con il pilota automatico ma semmai proprio correlata all'andamento dell'economia, ha spinto l'indice S&P500 a registrare nuovi massimi, sia intraday che in chiusura. Inoltre, giovedì la BCE ha comunicato una revisione degli scarti applicati al collaterale per i prestiti alle banche dell'Eurozona e nei dettagli si è aperto un primo – per ora timido – spiraglio per la collateralizzazione anche dei prestiti alle SME da parte delle banche. Questo ha contribuito alla positività degli indici europei nel corso della stessa giornata.

Tornando alla reportistica, come detto, negli USA sta procedendo tutto sommato in modo positivo. Oltre l'85% delle società sinora ha riportato in linea o meglio delle attese con una dimensione media di sorpresa sugli utili di poco meno del 3%. Il dato al netto dei risultati deludenti di alcuni big della tecnologia come Google, Microsoft, Intel e IBM sarebbe nell'ordine del 5-6%. La tecnologia questo trimestre pare infatti segnare il passo, soprattutto per i dati sulle vendite di PC che risultano in flessione a doppia cifra. Ciò è in parte compensato dall'andamento dei ricavi di altri servizi, come il *clouding*, che però non sono stati sufficienti per raggiungere le stime degli analisti.

Particolarmente positivi sono stati gli annunci del settore finanziario con le principali banche che hanno riportato profitti superiori delle attese, trainati dal miglioramento della qualità del credito, dalla crescita delle operazioni di rifinanziamento dei mutui nonché delle divisioni di investment banking.



**Andamento reportistica Q2 – S&P500**

Source: Equity Index Name: SPX Range: Current Season Periodicity: Quarter  
 CQ2 Ending: May 16, 2013 - Aug 15, 2013

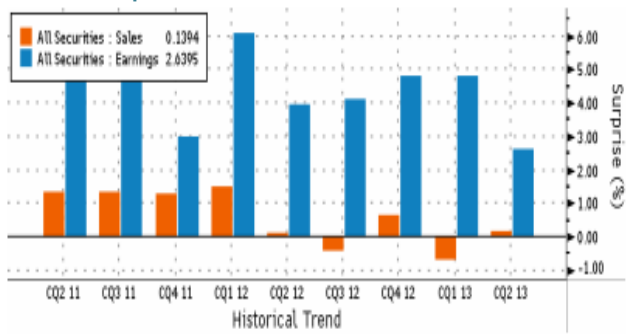
Industry (ICB)	Reported	Sales Surprise	Earnings Surprise
1) All Securities	90 / 499	0.09%	2.66%
2) > Oil & Gas	2 / 41	5.15%	-8.11%
3) > Basic Materials	4 / 25	1.00%	-0.12%
4) > Industrials	14 / 75	-0.80%	2.68%
15) > Consumer Goods	13 / 59	-0.92%	-1.41%
6) > Health Care	8 / 48	-0.01%	5.65%
7) > Consumer Services	13 / 73	-1.96%	-0.10%
8) > Telecommunications	1 / 6	-0.13%	0.83%
9) > Utilities	0 / 32		
20) > Financials	23 / 85	2.90%	8.81%
21) > Technology	12 / 55	-1.67%	-3.96%

FY2013 ESTIMATE	Q113	Q213	Q313	Q413	FY13	FY13 %	FY13
Consumer Discretionary	5,55	6,07	6,41	7,00	25,0	12%	\$ 11,4
Consumer Staples	5,43	5,77	6,23	6,58	24,0	6%	\$ 11,6
Energy	11,18	11,34	11,94	12,17	46,6	5%	\$ 13,5
Financials	5,21	4,87	4,82	5,11	20,0	22%	\$ 18,1
Health Care	8,14	8,79	9,05	9,01	35,0	11%	\$ 13,1
Industrials	5,48	6,08	6,32	6,63	24,5	10%	\$ 10,7
Information Technology	8,20	8,26	8,75	11,10	36,3	11%	\$ 21,8
Materials	4,48	4,18	3,56	3,78	16,0	9%	\$ 3,2
Telecom Services	2,10	2,16	2,59	2,06	8,9	164%	\$ 2,7
Utilities	2,54	2,70	4,11	2,52	11,9	-1%	\$ 3,1
<b>S&amp;P500</b>	<b>25,77</b>	<b>26,38</b>	<b>27,72</b>	<b>29,44</b>	<b>109,3</b>	<b>12,6%</b>	<b>\$ 109,2</b>
Crescita YoY %	6,3%	3,7%	15,5%	27,2%			
Crescita QoQ %	11,3%	2,4%	5,1%	6,2%			

In Europa la reportistica è ancora in una fase assolutamente iniziale, avendo riportato meno del 10% delle società. Le prime indicazioni sono comunque al momento positive.

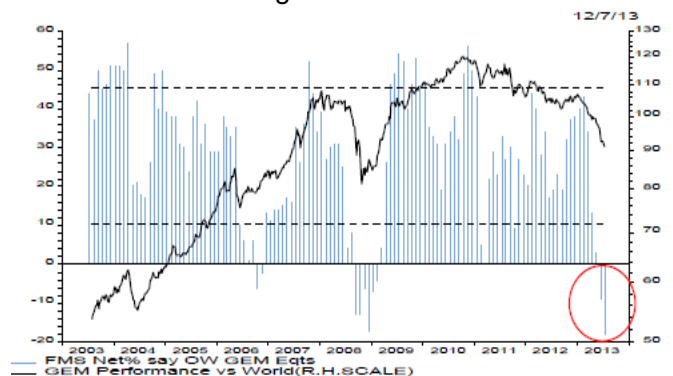
In attesa che la stagione reportistica dei paesi emergenti prenda il via (non prima della fine del mese) hanno riportato solo alcune società indiane del settore della consulenza. Il quadro parziale che ne emerge è di uno stato di salute più che soddisfacente, con progressione di fatturato e utile netto al di sopra delle aspettative degli analisti. In parallelo prosegue, sull'onda di dati macro non incoraggianti, il disimpegno degli investitori dai mercati azionari emergenti: il posizionamento, a questo punto, pur non fornendo segnali di inversione, si è posizionato su livelli pari a quelli della crisi 2008/2009, forse difficilmente comprimibile ulteriormente.

**Historical Analysis**



Se la reportistica americana dovesse chiudersi su questi livelli avremmo una crescita, del primo semestre di quest'anno rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, di circa il 5%. Per il secondo semestre la comparazione dovrebbe essere più semplice e quindi permettere di realizzare un tasso di crescita più elevato, tuttavia le stime degli analisti *bottom-up* appaiono ancora un po' generose. La crescita attesa per l'anno è infatti ancora nell'ordine del 13%, che vorrebbe dire una crescita di circa il 20% nella seconda metà dell'anno. Se la crescita dell'economia si manterrà su un percorso di graduale accelerazione il processo di revisione delle stime potrebbe non essere così acuto e soprattutto potrebbe non generare particolare apprensione per gli investitori.

**Mercati Emergenti: Posizionamento**



## VALUTE

CURRENCY	19 lug	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
EUR / USD	1,3108	0,3%	-0,1%	-0,6%
EUR / YEN	131,49	1,4%	2,4%	14,9%
USD / YEN	100,31	1,1%	2,5%	15,6%

Mentre sui mercati i commenti degli operatori hanno riguardato la relativa forza dell'euro rispetto al dollaro anche a fronte di una prospettiva di due cicli non sincroni della politica monetaria, si è assistito ad un ritorno dello yen sopra quota 100 contro dollaro. Tra le motivazioni che alcuni hanno addotto per la relativa forza della valuta europea vi sono quelle relative alla dimensione dei bilanci delle banche centrali, Con quello americano prospettato in espansione almeno per altri sei mesi e quello europeo in contrazione da almeno sei mesi. Inoltre la recessione della periferia sta facendo dell'area euro un esportatore netto e questo, in termini di domanda offerta di valuta è un sostegno alla divisa europea. Infine, anche guardando il differenziale dei tassi il movimento a favore del dollaro si è manifestato solo sulle scadenze a lunga, mentre su quelle a breve (due anni) in sostegno dal differenziale dei tassi è risultato piuttosto contenuto.

## MATERIE PRIME

COMMODITY	19 lug	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
OIL	109,11	3,0%	16,5%	18,8%
CRB Index	291,7	1,8%	4,9%	-1,1%
Gold	1293	0,5%	-0,3%	-22,8%
Silver	19,48	-2,3%	-3,2%	-35,8%
Copper	314	-0,4%	1,5%	-14,0%
Gas	3,78	3,8%	0,3%	12,9%

La marcia indietro di Bernanke, con le sue affermazioni molto più soft circa la fine del QE, ha mantenuto interesse sul mercato dell'oro che si appresta a concludere la quarta settimana

consecutiva di rialzi. I fautori del metallo giallo ragionano sul fatto che se i tassi non saliranno troppo in fretta e l'uscita dagli acquisti di bond da parte della Fed seguirà un percorso molto graduale, il rialzo dei tassi reali nel breve-medio periodo non dovrebbe essere tale da minarne l'attrattività. Questi ragionamenti sono assolutamente coerenti con l'ultima indagine Bloomberg sulle attese degli investitori che attribuiscono una probabilità del 41% all'aumento dei tassi entro la fine del 2014, contro un 53% stimato solo dieci giorni fa.

Contemporaneamente la domanda di oro fisico continua ad essere molto tonica, soprattutto da parte dei paesi asiatici, ed ha mandato in "backwardation" il mercato future Comex (prezzo del contratto corrente più alto del contratto con scadenza successiva).

Forte apprezzamento anche sul gas naturale. Ad influire il rapporto diffuso dall'EIA (Energy Information Administration) questa settimana e che ha riportato un aumento delle scorte di 58 Mill/mc contro attese di 64 mill/mc, con il livello assoluto a -13,1% rispetto allo stesso periodo dello scorso anno e a -1,2% sulla media a 5 anni. Sono condizioni di squilibrio importante tra domanda e offerta conseguenti a condizioni climatiche particolarmente calde in molti stati americani. Anche l'intonazione ancora molto positiva del comparto petrolifero ha sicuramente esercitato effetti sulla dinamica dei prezzi.

Segnaliamo che prosegue il rafforzamento maggiore del petrolio WTI rispetto al Brent, essendo saliti questa settimana rispettivamente del 3% e del 1,5% circa.

## PROSSIMA SETTIMANA

	<b>USA</b>	<b>EMU</b>	<b>EM. MKT</b>	<b>EARNINGS</b>
<b>Lunedì 22</b>	Vendite di case.			USA: MCD EU: PHIA
<b>Martedì 23</b>		EMU: fiducia dei consumatori.		USA: AAPL, T, UPS, MO, UTX
<b>Mercoledì 24</b>	Preliminare PMI.	EMU: Indici PMI.	CINA: flash PMI	USA: LLY, F, BA, V EU: DAI, GSK
<b>Giovedì 25</b>	Sussidi alla disoccupazione; Ordinativi a beni durevoli.	GER: IFO. EMU: M3.	COREA: GDP BRASILE: Tasso di Disoccupazione	USA: 3M, CL, GM, IP EU: CSGN, BAS, ROG, LUX, RNO, MC, BT
<b>Venerdì 26</b>	Fiducia dei consumatori.			EU: LG, FP

### 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.