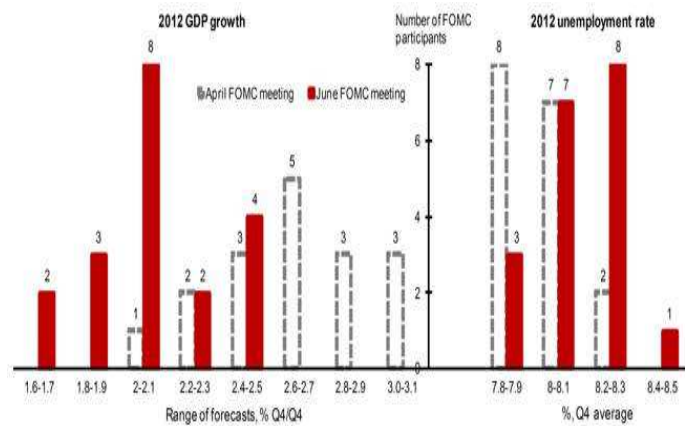


IL QUADRO MACRO

STATI UNITI

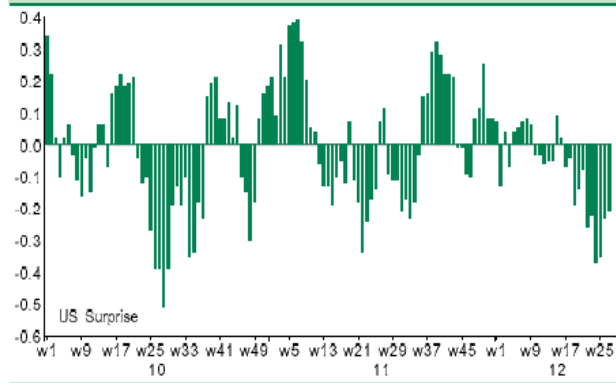
I dati negativi sulla bilancia commerciale per il mese di maggio sono stati la classica goccia che ha fatto traboccare il vaso, già colmo dopo le brutte sorprese su consumi e investimenti delle scorse settimane, e che ha portato alcune case di investimento a rivedere al ribasso le aspettative sulla crescita del secondo trimestre. Le nuove revisioni sono ora per una variazione trimestrale annualizzata all'incirca del 1,5%, rispetto al 2% ipotizzato qualche settimana fa. Questo dovrebbe portare la crescita media dell'anno di qualche decimo di punto al di sotto del 2% valore di riferimento del consenso da almeno sei mesi.

Le previsioni del FOMC nei meeting di Aprile e giugno



Stando alle minute rilasciate questa settimana anche i membri del FOMC hanno rivisto al ribasso le aspettative sulla crescita e al rialzo quelle sulla disoccupazione. Tra i motivi citati vi è anche l'evidenza aneddotica che alcuni piani di investimento siano posticipati a causa delle incertezze determinate dal "fiscal cliff".

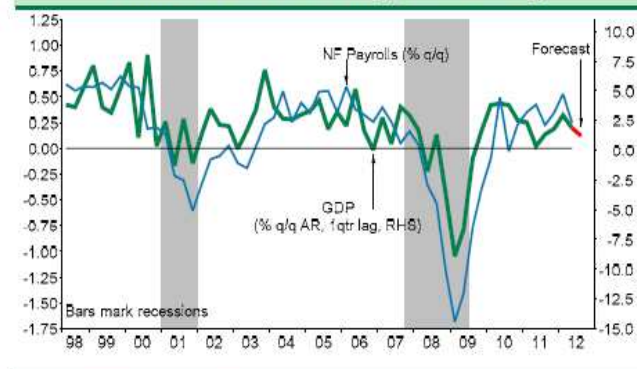
Chart 1: US Surprise Indicator



Source: Reuters EcoWin Pro

Nel complesso le minute mostrano una maggior consapevolezza della probabile necessità di estendere ed ampliare lo sforzo quantitativo, tuttavia il wording del FOMC e le minute stesse non sembrano aver sufficientemente preparato i mercati per un intervento già ad agosto. Bernanke potrebbe usare il simposio di Jackson Hole di fine agosto per preparare i mercati, ad una probabile azione a settembre. Visto che i due precedenti QE si erano focalizzati sui titoli di Stato, l'oggetto degli acquisti potrebbe essere un mix di Treasury e obbligazioni legate al mercato immobiliare (MBS).

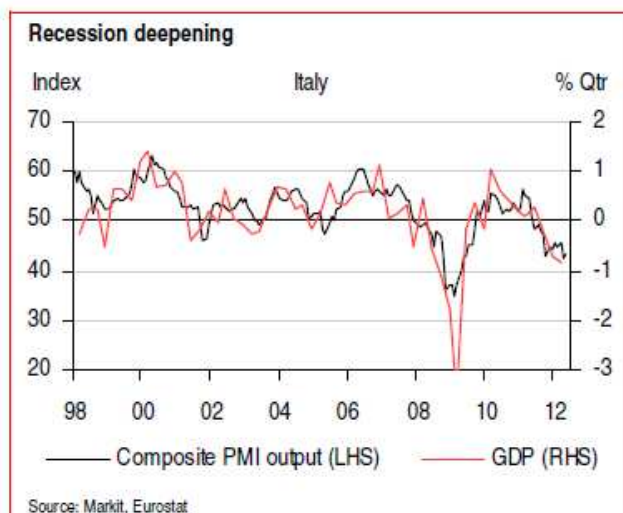
Chart 2: Slow Economy, Slow Hiring



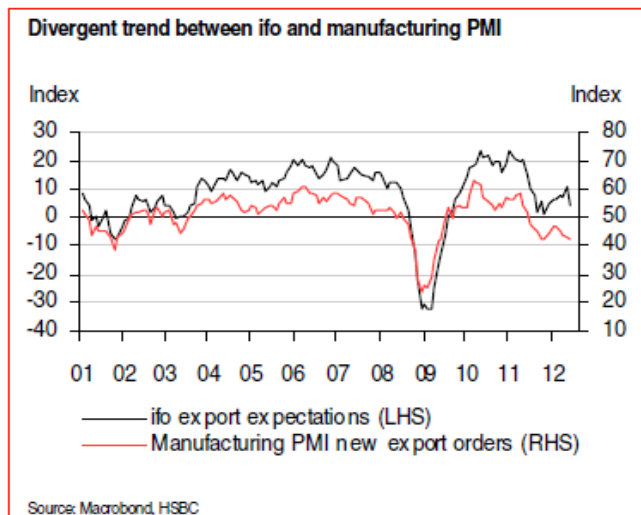
Source: Reuters EcoWin Pro



AREA EURO



Dal punto di vista ciclico non si segnalano variazioni di rilievo nello scenario aggregato, anche se a livello di singolo paese il centro Studi di Confindustria ha rivisto ulteriormente al ribasso, al -2,4% le previsioni di contrazione per l'economia italiana.



Gli unici due fattori positivi su cui può contare l'economia europea in questo momento sono di natura esogena e si identificano nell'indebolimento del cambio e nella riduzione del prezzo del petrolio (in dollari). Queste due variabili potrebbero far sentire i loro effetti positivi sull'economia reale nella

seconda metà dell'anno, con un possibile miglioramento di modesta entità negli indicatori anticipatori dei prossimi mesi.

Ritornando all'Italia, come dovrebbe andare il prodotto interno nel secondo, terzo e quarto trimestre dell'anno perché il PIL 2012 diminuisca del 2,4% rispetto al 2011 come dice Squinzi? E cosa dovrebbe succedere invece perché si avveri la previsione del governo? C'è poi anche una terza ipotesi intermedia, ricavata dalla frase "l'economia dovrebbe diminuire di poco sotto i due punti percentuali" recentemente pronunciata dal governatore della Banca d'Italia, Ignazio Visco. La tabella indica una sequenza di Pil trimestrali coerenti con le tre differenti previsioni annuali.

	Per avere una crescita del Pil 2012 sul Pil 2011 pari a:	Il Pil trimestrale del:		
		2012-q2	2012-q3	2012-q4
		Deve crescere di:		
Ipotesi "Confindustria"	-2,4	-0,8	-0,7	-0,7
Ipotesi "DEF"	-1,2	-0,2	+0,3	+0,3
Ipotesi "Bankitalia"	-1,9	-0,5	-0,4	+0,0

* Dati in punti percentuali

Dalla tabella si traggono tre conclusioni:

- 1) Confindustria avrà ragione se in tutti e tre i rimanenti trimestri 2012 l'economia continuerà ad andare più o meno come nel primo trimestre 2012. Forse è questo che il presidente di Confindustria intende quando dice: "nella seconda parte dell'anno faccio fatica a vedere miglioramenti". Se davvero l'evoluzione trimestrale dell'economia sarà quella indicata, l'attuale recessione diventerà lunga - almeno - sei trimestri, con un calo cumulato di PIL pari a circa 4 punti percentuali fino alla fine del 2012. Nella grande recessione 2008-09, il PIL dell'Italia diminuì di circa il 7% ma in "soli" 5 trimestri. In questo caso, avremmo una recessione più prolungata, ma meno intensa, almeno nel 2011-12, e un grande punto di domanda per il 2013
- 2) L'ipotesi Monti di crescita a -1,2 è molto ottimistica. Perché l'ipotesi Monti si verifichi, occorre che già nel trimestre appena concluso il calo del PIL sia stato solo marginale, per poi diventare positivo già dal terzo trimestre 2012. Dati peggiori di -0,2% nel secondo trimestre 2012 sono



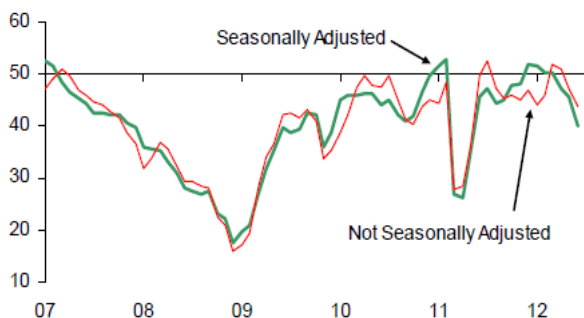
incompatibili con un -1,2 nel 2012, a meno di ipotizzare davvero improbabili accelerazioni di crescita nel secondo semestre 2012.

3) Con i dati disponibili di produzione industriale e tenendo per buona la previsione del Csc per il mese di giugno 2012 (-1,3% su maggio), la riduzione della produzione industriale nel secondo trimestre 2012 sarebbe pari a 1,7% rispetto al primo trimestre dell'anno. Un meno 1,7 di produzione industriale - sulla base dell'esperienza storica - potrebbe corrispondere ad una crescita del PIL del secondo trimestre di -0,5%, cioè un dato peggiore di quello implicito nella previsione del governo, ma decisamente migliore di quello implicito nelle previsioni di Confindustria. L'ipotesi della Banca d'Italia nella tabella potrebbe essere compatibile con un -0,5 nel secondo trimestre, associato ad un terzo trimestre anch'esso negativo e un PIL piatto nel quarto trimestre. Anche in questo caso il ritorno alla crescita sarebbe rimandato al 2013.

GIAPPONE

Source: EJCS, BNP Paribas

**Chart 5: Economy Watchers Survey
Current conditions DI**



Source: Cabinet Office, BNP Paribas

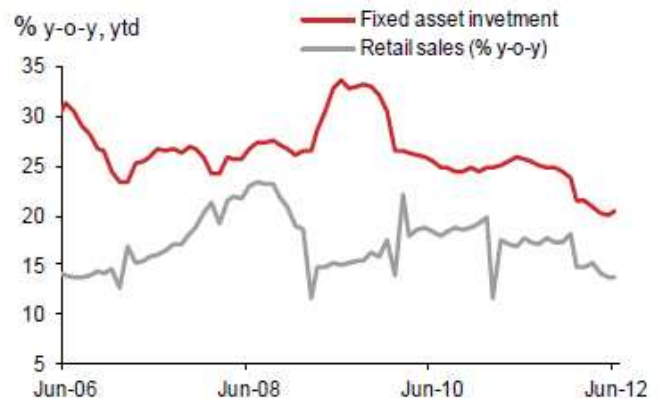
La fase di espansione dell'economia giapponese a seguito della ricostruzione post terremoto dovrebbe continuare anche nel secondo trimestre dell'anno. In questa fase più che sull'export l'economia

nipponica sembra poggiare sulla dinamica favorevole sulla domanda interna grazie all'effetto volano positivo delle spese per la ricostruzione. Gli indicatori anticipatori però, come l'Economy watchers survey indicano una perdita di momentum (come mostra il grafico sotto riportato). Questo dovrebbe, purtroppo, riportare il ciclo giapponese più in fase con quello mondiale, che appare in deterioramento.

MERCATI EMERGENTI

I dati relativi all'economia cinese hanno segnalato una crescita del GDP del secondo trimestre del 7.6%, in decelerazione rispetto al 8.1% precedente. Ad una lettura più approfondita emerge il carattere "pianificato" dell'economia cinese: le componenti maggiormente governabili centralmente sono, infatti, in ripresa, come gli investimenti in infrastrutture (soprattutto nella rete ferroviaria dopo le dichiarazioni del premier Wen) e come i nuovi prestiti (dopo i due abbassamenti successivi dei tassi ufficiali).

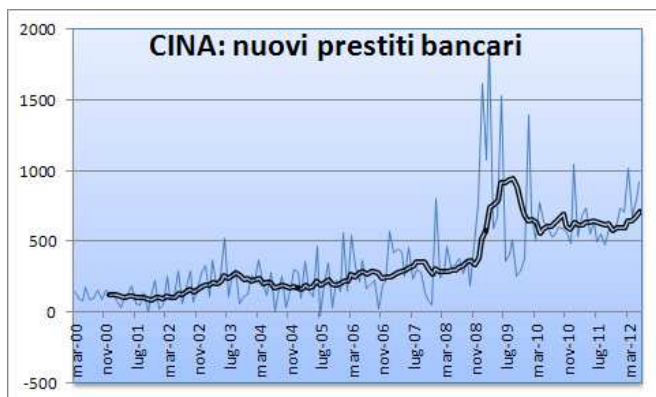
CINA



Non bisogna in ogni caso sottovalutare la vitalità sottostante dell'economia come evidenziato dalle vendite al dettaglio in crescita del 13.7% (rispetto ad una aspettativa di +13.4%), così come altri indicatori di economia reale come le importazioni di

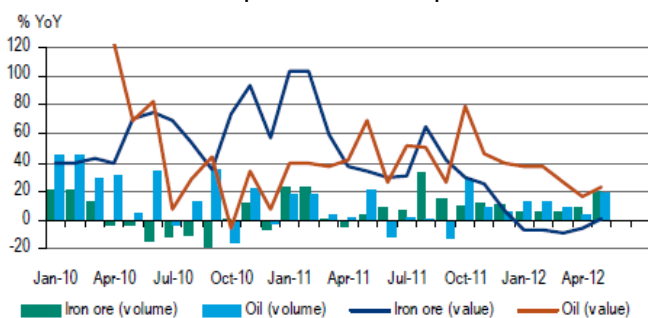


materie prime che sia in volumi che in valori sono state in ripresa nel mese di giugno.



Tutto questo ci porta a confermare lo scenario di base che vede la Cina in rallentamento, ma con un'azione delle autorità molto incisiva sia per quanto riguarda la politica monetaria che fiscale, proprio in un momento in cui la crescita si è avvicinata pericolosamente a quell'obiettivo minimo del 7.5% alla vigilia di un passaggio di testimone politico molto delicato.

CINA: Import di materie prime



Nel resto dei paesi emergenti registriamo ancora debolezza dell'export (-3.2% a Taiwan in giugno) e pronta azione delle Banche Centrali che in Cile, Perù e Indonesia hanno mantenuto i tassi invariati mentre in Brasile e Corea li hanno abbassati dopo i dati deludenti su vendite al dettaglio nel primo caso ed export nel secondo.

I MERCATI

OBBLIGAZIONI

BOND	13 lug	06-lug	15-giu	30 dic 11
USA 10Y	1.49	1.55	1.58	1.88
USA 2Y	0.25	0.27	0.27	0.24
GER 10Y	1.24	1.33	1.44	1.83
GER 2Y	-0.05	-0.01	0.07	0.14
Euribor 3m	0.49	0.55	0.66	1.36
Euro\$ 3m	0.46	0.46	0.47	0.58
Itrax Crossover	668	684	675	755

Settimana di "risk off" sul mercato dei titoli di Stato, con cali dei rendimenti a scadenza, anche significativi, per i Treasury ed i Bund, a cui hanno fatto da contraltare allargamenti degli spread per i BTP e per i Bonos. La fase di estrema avversione al rischio la si evince dal rendimento negativo sui titoli a due anni tedesco.

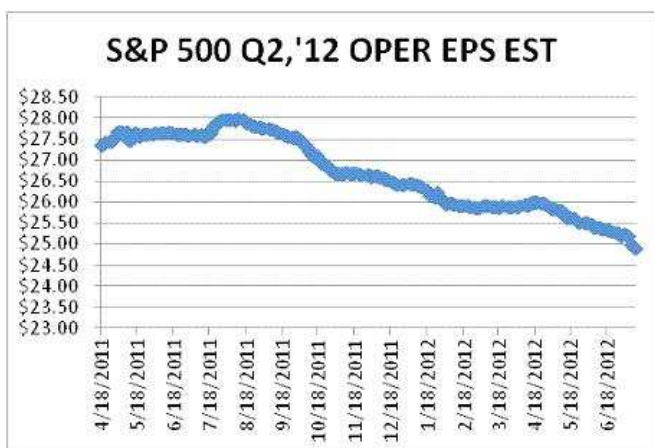
AZIONI

EQUITY	13 lug	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
S&P 500	1334.76	-1.47%	-0.60%	6.14%
Stoxx 600	254.50	0.04%	4.21%	4.07%
Eurostoxx50	2233.78	-0.08%	2.41%	-3.57%
Topix	746.34	-3.30%	2.72%	2.43%
FTSE Asia exJp	415.74	-2.61%	0.55%	2.54%
FTSE Emer Mkt	461.27	-2.19%	0.17%	0.25%
VIX	18.33	123.00%	-2.78	-5.07
V2X	23.19	-2.39	-10.54	-0.87

E' iniziata la reportistica sul secondo trimestre in America ma le poche società che hanno riportato rendono le statistiche aggregate ancora poco significative. Al contempo però gli analisti hanno provveduto in questi ultimi giorni a limare ulteriormente le stime per il trimestre chiuso. Secondo i dati di S&P infatti, la crescita del 2Q12 rispetto a 2Q11 è ora stimata a meno dell'1%, rispetto al +6% previsto a inizio anno. Il trend di revisione al ribasso delle stime, parallelamente, prosegue anche in Europa, dove il

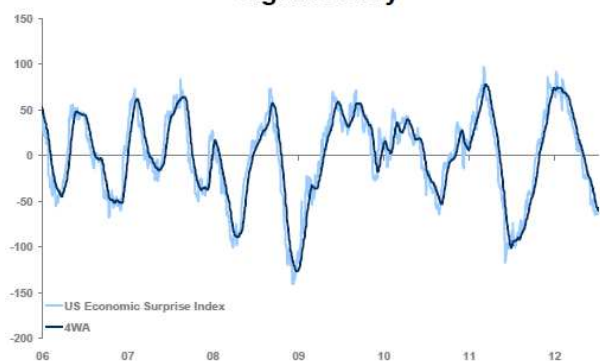


peggioramento delle stime di crescita macro e il difficile contesto della dinamica creditizia hanno portato le stime di crescita degli utili già sostanzialmente a zero.



Se da un lato questo non giova all'*earning momentum*, dall'altro però favorisce il confronto dei consuntivi rispetto alle stime. Questo in linea di principio potrebbe essere di sostegno ai mercati; gli investitori sono infatti molto nervosi in queste settimane e se accanto ai dati macro/politici sull'Europa, sul *soft patch* USA (*fiscal cliff* prospetticamente) e sul rallentamento asiatico, si dovesse vedere anche una *reporting season* deludente si avrebbero poche motivazioni di investimento nel breve.

Economic Surprise Index has slowed down significantly



Guardando al complesso degli indicatori, in effetti, uno dei pochi elementi giudicato positivo da alcuni operatori è la forte convergenza del consenso su un quadro macro poco incoraggiante nel breve, con il rischio che se i dati macro, soprattutto asiatici e statunitensi, dovessero dare segnali di ripresa si potrebbe assistere a una rapida inversione del *sentiment*.

Sui mercati emergenti, nell'ultima settimana si è assestata la revisione al ribasso delle aspettative di crescita, facendo venire meno uno dei motivi di pressione al ribasso dei listini dei principali mercati emergenti, soprattutto nei confronti dei mercati sviluppati. Continua peraltro l'estrema debolezza del Brasile, appesantito dai forti legami con l'Europa per il tramite della Spagna.



Sul lato dei flussi, dopo alcuni mesi di forti uscite, nelle ultime settimane il trend si è invertito, lasciando ipotizzare ulteriori riprese.

VALUTE

CURRENCY	13 lug	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
EUR / USD	1.2177	-0.9%	-3.6%	-6.0%
EUR / YEN	96.57	-1.2%	-2.9%	-3.2%
USD / YEN	79.30	-0.4%	0.7%	3.0%

È continuata anche questa settimana la debolezza dell'euro nei confronti delle principali divise. Più che di forza dollaro infatti occorre parlare di debolezza



euro, in quanto i cali della nostra valuta sono stati significativi verso una pluralità di divise.

MATERIE PRIME

Significativo rialzo dell'indice delle materie prime grazie soprattutto alla buona performance del comparto energetico. Stabile l'oro.

COMMODITY	13 lug	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
OIL	86.89	2.9%	3.4%	-12.1%
CRB Index	292.6	2.0%	7.5%	-4.2%
Gold	1583	0.3%	-2.7%	0.4%
Silver	27.27	0.9%	-4.9%	-3.3%
Copper	347	2.0%	2.7%	1.3%
Gas	2.89	4.2%	17.2%	-3.2%

PROSSIMA SETTIMANA

	USA	EMU	EM. MKT	EARNINGS
Lunedì 16	Vendite al dettaglio.			USA: Citigroup EU: H&M
Martedì 17	Inflazione; fiducia mercato immobiliare.	GER: ZEW.		USA: Ko, JnJ, GS, Intc, Yahoo EU: Rio Tinto
Mercoledì 18	Permessi alla costruzione.			USA: Ibm, Axp, Bac EU: ASML; BHP
Giovedì 19	Sussidi alla disoccupazione; indicatore anticipatore.			USA: Ms, Goog, Amd EU: Novartis
Venerdì 20				USA: Ge EU: Vod

