

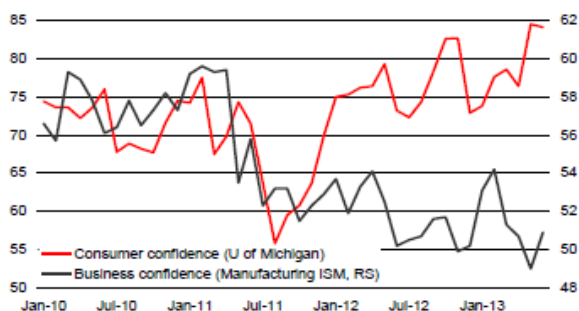
IL QUADRO MACRO

STATI UNITI

In una settimana non particolarmente ricca dal punto di vista dell'evidenza macro le parole della FED hanno ancora condizionato in misura significativa la dinamica dei mercati finanziari.

MIND THE GAP: CONSUMER VS. BUSINESS SENTIMENT

Consumer and business confidence

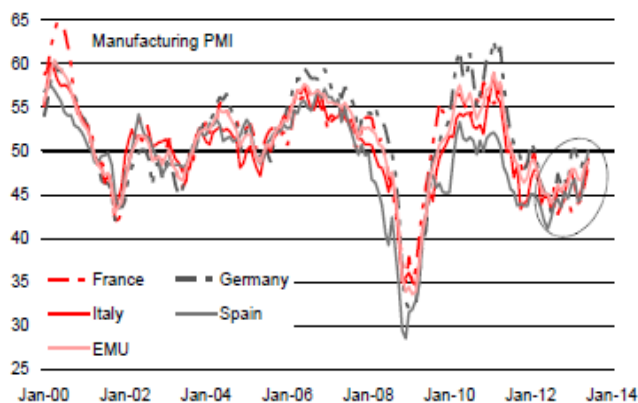


Le minute dell'ultimo comitato di politica monetaria (FOMC) ci descrivono un consenso meno univoco nel pensare all'imminenza di un miglioramento del mercato del lavoro sulla scia di una accelerazione dell'attività economica. Inoltre dal dibattito sono emerse voci più prudenti, che preferirebbero aspettare una maggior evidenza economica prima di dare avvio alla fase di riduzione degli acquisti. Questo tipo di considerazioni mettono in forse la data di settembre come momento di annuncio del "tapering" e non aiutano a chiarificare di quanto verranno ridotti gli acquisti di titoli obbligazionari sul mercato aperto. Tuttavia nella FED non sembrano esserci ripensamenti tali da poter rimettere in discussione il fatto che nei prossimi mesi (settembre o dicembre) verrà ridotto il QE. Il processo sembra ora dipendere in misura maggiore dall'esito dei dati più di quanto fosse prima ipotizzabile. Dove invece le minute sembrano essere perfettamente allineate alle dichiarazioni

precedenti è sul concetto che la riduzione prima, e la fine poi, del QE non implicano automaticamente l'avvio di una fase di rialzo dei tassi, passaggio che il mercato invece meccanicamente associa. Se la risalita dei tassi continuerà probabilmente sentiremo ancora la banca centrale stressare questo punto. Tuttavia non sarà facile indurre i mercati ad un ripensamento sul tema in quanto la FED ha fatto del tasso di disoccupazione la variabile chiave della condotta della politica monetaria convenzionale e non. Per questo alcuni commentatori parlano della possibilità che la FED debba abbassare la soglia del tasso di disoccupazione al di sotto della quale alzare i tassi di interesse, portandola al 6% dall'attuale 6,5%.

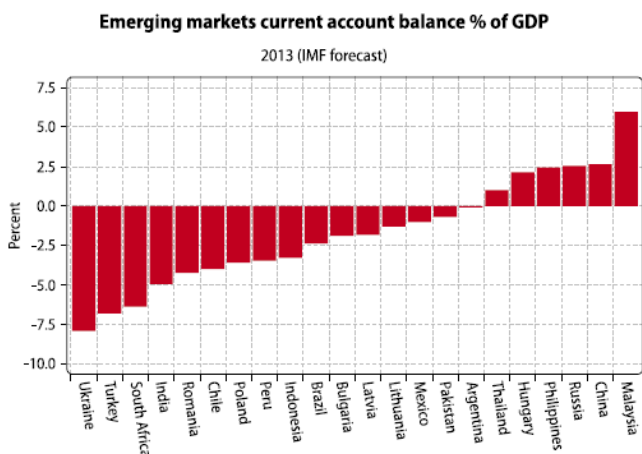
AREA EURO

Anche per l'area euro la settimana non è stata ricca di statistiche macroeconomiche. I dati sulla produzione industriale hanno mostrato il persistere della recessione in Italia e, a livello aggregato, un'attenuazione del tasso di contrazione dell'attività economica. Il tutto è avvenuto in linea con quanto anticipato dagli indici PMI per cui gli sviluppi economici si mantengono in linea con lo scenario ipotizzato.



PAESI EMERGENTI

I dati cinesi di recente pubblicazione hanno confermato lo scenario di rallentamento oltre le aspettative della principale economia asiatica. L'inflazione un po' più alta del previsto (+2.7% yoy in giugno) e il forte arretramento delle dinamiche di import/export (export -3.1% yoy in giugno) non delineano certo un quadro costruttivo sulle prospettive della crescita economica cinese, tanto che i commentatori iniziano a mettere in forse l'obiettivo di crescita del PIL del 7.5% nel 2013.



Per quanto riguarda le politiche monetarie abbiamo assistito all'ennesimo rialzo dei tassi da parte del Brasile (portandoli all'8.5%) e dell'Indonesia (+0.5% al 6.5%, superando le aspettative). Le aspettative di diminuzione del QE3 stanno riducendo la liquidità in circolazione, rendendo, di conseguenza, più difficoltoso il reperimento di capitali per ribilanciare il saldo negativo della bilancia commerciale di molti paesi emergenti. Ed è appunto in questo quadro che si inseriscono politiche monetarie più restrittive, per ora volte a frenare le fiammate inflazionistiche, ma con la finalità non ultima di rendere più stabili i flussi di capitale.

I MERCATI

OBBLIGAZIONI

BOND	12 lug	05-lug	14-giu	31 dic 12
USA 10Y	2.53	2.74	2.13	1.76
USA 2Y	0.32	0.39	0.27	0.25
GER 10Y	1.55	1.72	1.51	1.32
GER 2Y	0.09	0.11	0.13	-0.02
Euribor 3m	0.22	0.22	0.21	0.19
Euro\$ 3m	0.27	0.27	0.27	0.31
Itrax Crossover	427	456	452	482

Le minute della FED, dal tono più accomodante del previsto, hanno avuto un ovvio impatto sui Treasury. Il movimento è stato più ampio sulla parte a lunga, dove il ritracciamento delle ultime giornate è stato di circa 20 punti base. Sui tassi a lunga tedeschi il ribasso è stato più contenuto, come era stato del resto il movimento di rialzo. È proseguita la fase positiva, di restringimento, degli spread sui corporate, mentre il downgrade dell'Italia, unitamente ad una situazione politica ancora piena di incertezze hanno determinato una fase di volatilità nello spread BTP-Bund.

AZIONI

EQUITY	12 lug	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
S&P 500	1675.41	2.67%	2.99%	17.47%
Stoxx 600	297.02	3.02%	2.02%	6.20%
Eurostoxx50	2678.00	3.16%	0.40%	1.60%
Topix	1201.99	1.13%	13.78%	39.80%
FTSE Asia exJp	454.11	2.74%	-0.20%	-5.90%
FTSE Emer Mkt	471.58	2.85%	-1.06%	-10.22%
VIX	13.87	-1.02	-3.28	-4.15
V2X	18.95	-3.65	-2.32	-2.41

Ancora le banche centrali protagoniste sui mercati finanziari questa settimana. Questa volta è stato il turno di Bernanke a rassicurare i mercati che sono andati a rivedere i massimi segnati a metà maggio sullo S&P. Intanto è cominciata la stagione reportistica negli Stati Uniti e l'attenzione sarà

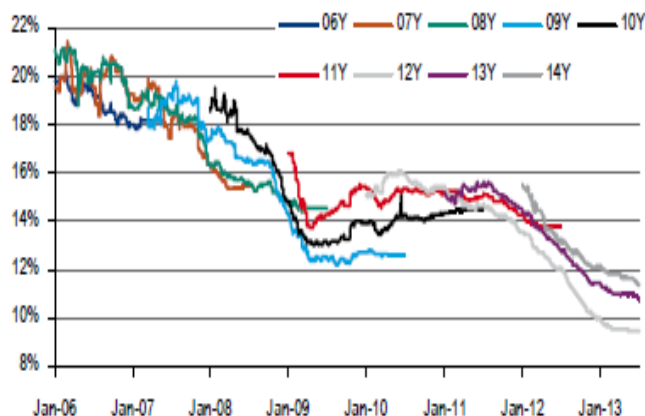


sicuramente rivolta al settore bancario e in particolare agli effetti che il recente aumento dei tassi avrà sui loro bilanci. Infatti le banche americane hanno visto il livello dei profitti teorici sui loro portafogli di trading obbligazionari praticamente azzerati nel giro di pochissimo tempo. I dati pubblicati dalla Federal Reserve mostrano che il livello di utili non realizzati su tali portafogli a livello aggregato è sceso da oltre 40 miliardi di \$ ad inizio anno a circa 6 miliardi attuali e la maggior parte del ritracciamento è stato sperimentato proprio nelle ultime settimane. In realtà le banche non saranno obbligate a riportare tali perdite, perché queste si riferiscono ad attivi “disponibili alla vendita” che non impattano il conto economico finché non vengono effettivamente vendute. Tuttavia sono conteggiate nel capitale ai fini di calcolo dei coefficienti di patrimonializzazione e sappiamo quanto l'argomento sia delicato in questa fase. Goldman Sachs ha stimato che 300bps di incremento dei tassi potrebbe ridurre di 1 punto il patrimonio di vigilanza dell'intero settore bancario (Basel III tier 1 common equity) creando un potenziale ammanco di capitale per un valore assoluto pari a qualche decina di miliardi di US\$. Allo stesso tempo l'aumento dei tassi potrebbe frenare la richiesta di nuovi prestiti da parte delle imprese e dei privati. A livello nazionale la “Mortgage Bankers Association” stima che i prestiti per l'acquisto delle case potrebbero scendere del 10% quest'anno da 1.750 miliardi dell'anno scorso a 1.570 miliardi di US\$ e i dati della FED evidenziano un aumento dei prestiti commerciali e industriali dello 0.4% in Maggio e una contrazione di quelli legati ai mutui del 3.3% nello stesso periodo. In questo contesto non stupisce il fatto che il CEO di Wells Fargo, che intermedia 1 nuovo mutuo su 3 negli Stati Uniti e che deriva circa il 14% del suo fatturato da questo tipo di finanziamenti, abbia dichiarato la sua intenzione di concentrarsi sul taglio dei costi per mantenere gli utili in crescita. Il CEO di JPM, un'altra banca americana molto esposta al settore, ha usato

parole ancor più chiare quando ha riportato i risultati del II trimestre. Per descrivere la situazione ha detto che se i tassi rimarranno a questi livelli si aspetta una “drammatica riduzione degli utili” dal business dei mutui per quest'anno.

La pesante revisione al ribasso delle prospettive di crescita degli utili dei paesi emergenti ha avuto un'accelerazione nell'ultimo mese; il mix di tensioni sui margini (vedi caso brasiliano legato alle materie prime) e di difficoltà delle banche asiatiche ha portato le aspettative di crescita degli utili per l'anno in corso su livelli molto contenuti, sfondando al ribasso la doppia cifra. È stato proprio il dibattito sulle banche e sui crediti inesigibili che ha tenuto banco soprattutto in Corea e Vietnam, dove sono allo studio l'istituzione di bad banks per poter “ripulire” i bilanci degli istituti di credito. Questo è l'ennesimo segnale di come le difficoltà macro si stiano riverberando anche sul fronte aziendale in maniera forte e rapida.

BRASILE: margini netti



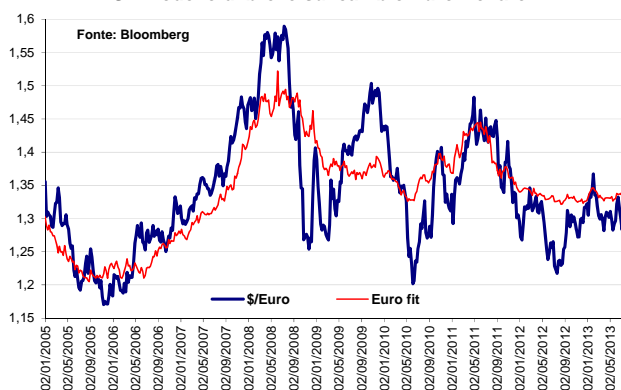
VALUTE



CURRENCY	12 lug	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
EUR / USD	1.3023	1.5%	-2.4%	-1.3%
EUR / YEN	129.17	-0.5%	2.8%	12.9%
USD / YEN	99.19	-2.0%	5.2%	14.3%

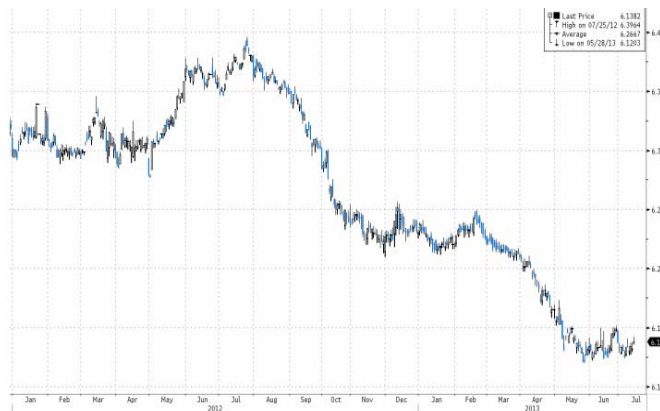
Settimana di ritracciamento dell'euro nei confronti del dollaro a seguito dei commenti distensivi della FED circa la condotta futura della politica monetaria statunitense.

Un modello di breve sul cambio Euro Dollaro



I differenziali sulla crescita e sui tassi di interesse attuali e prospettici sono favorevoli alla valuta americana, per cui questo movimento di ritracciamento può essere sfruttato al fine di prendere posizione sulla valuta americana. In Asia, lo stretto controllo delle bande di oscillazione della valuta cinese non ha permesso a quest'ultima di indebolirsi, come è successo alle altre valute dell'area e in linea con le minori prospettive di crescita economica (come era abituale aspettarsi, vedi estate scorsa).

CINA: Renminbi



Si tratta di una asimmetria di mercato oppure è l'evidenza che le autorità cinesi possono sopportare un percorso di crescita più soft? Probabilmente l'interpretazione corretta è quest'ultima, soprattutto alla luce delle recenti dichiarazioni del Premier Li che però ha voluto rassicurare sulla validità delle politiche fiscali da implementarsi in caso di brusche frenate del Gdp.

MATERIE PRIME

COMMODITY	12 lug	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
OIL	105.42	2.1%	7.7%	14.8%
CRB Index	287.0	2.2%	0.3%	-2.7%
Gold	1279	4.6%	-8.0%	-23.6%
Silver	19.85	5.0%	-10.2%	-34.6%
Copper	315	2.9%	-1.5%	-13.7%
Gas	3.66	1.1%	-2.0%	9.1%

I commenti di Ben Bernanke e la pubblicazione dei verbali dell'ultima riunione della Fed hanno avuto un effetto dirompente anche sul comparto delle commodities, che hanno inanellato una serie di giornate positive come non si vedeva dal 2010. Gli effetti più evidenti si sono visti sui metalli preziosi, tra cui l'oro che ha rimbalzato sulla soglia critica dei 1,200 U\$/Oz. portandosi a toccare un intraday non lontano da 1,300, per un movimento totale di circa 8%. Stessa forza di reazione si è registrata anche nei metalli industriali.



Una annotazione a parte merita invece il comparto petrolifero, commentando la performance sempre più divergente tra il WTI ed il Brent.

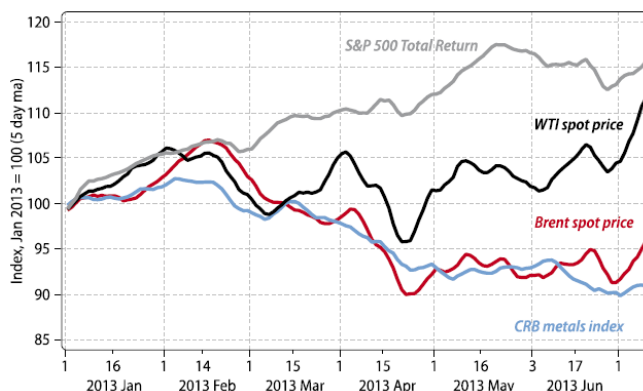
Il Brent da inizio anno è sostanzialmente chiuso in un trading range, colpito come altre materie prime dai timori di rallentamento da parte dei mercati emergenti, con una accelerazione verso l'alto nell'ultimo mese, che ha interessato anche il WTI, a causa della situazione politica in Egitto: timori di possibili interruzioni nei rifornimenti al mercato globale, hanno attirato sia gli speculatori che i compratori previdenti, con evidenti pressioni sui prezzi.

Intuitivamente, dovrebbe essere il Brent a beneficiare maggiormente da situazioni di tensione geopolitiche, in quanto il WTI riflette prevalentemente le dinamiche interne al mercato nord-americano. Invece nelle prime due settimane di luglio abbiamo visto il prezzo del Brent aumentare del 5% circa contro un 7,5% del WTI.

Si potrebbe argomentare che per il WTI, in aggiunta agli eventi egiziani, giocano gli effetti stagionali della "driving season", che portano domanda aggiuntiva per carburanti. Se ciò è senz'altro vero, ciò che si nota è che comunque la domanda complessiva di petrolio da parte del mercato americano sta crescendo ad un ritmo più sostenuto che in altre aree: l'ultima lettura della

domanda complessiva USA ha toccato questa settimana il secondo livello più elevato dal 2008. Quindi leggiamo in questo un'ulteriore conferma allo scenario di un'economia americana in fase di consolidamento della crescita, che tornerà a fare da principale traino alla domanda globale di petrolio.

La leggera "backwardation" nel mercato future, testimonia di una flessibilità dell'offerta dei produttori americani a rispondere velocemente a variazioni della domanda, ciò che limiterà nel tempo il potenziale di forti apprezzamenti.



PROSSIMA SETTIMANA

	USA	EMU	EM. MKT	EARNINGS
Lunedì 15	Vendite al dettaglio.		CINA: GDP, Prod. Ind., Vendite al Dettaglio	USA: Citigroup EU: H&M INDIA: INFOSYS
Martedì 16	Inflazione; fiducia mercato immobiliare.	GER: ZEW; EMU: inflazione.		USA: KO, JNJ, GS EU: RIO, OR
Mercoledì 17	Permessi alla costruzione.		CINA: Leading Indicator	USA: INTC, IBM, BAC, AXP EU: NOVN
Giovedì 18	Sussidi alla disoccupazione; leading.			USA: MSFT, MS, VZ EU: CA, SAP INDIA: TATA
Venerdì 19				USA: GE EU: VOD



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.