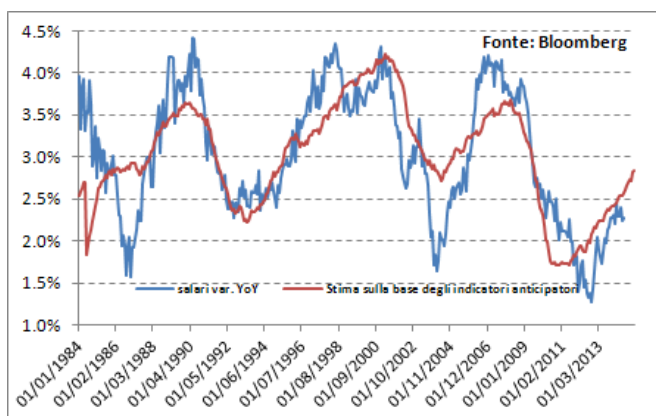


IL QUADRO MACRO

STATI UNITI

La settimana americana è stata densa di eventi. Dal lato della politica monetaria i commenti della FED allo scenario per crescita ed inflazione sono da considerarsi a nostro avviso leggermente più guardinghi del previsto, dato che si è riconosciuto come l'inflazione sia ora più vicina al target di riferimento, e che sia sceso di molto il rischio di deflazione. Dal lato occupazione sono stati riconosciuti i progressi nel tasso di disoccupazione, e si è dovuto allargare lo sguardo ad altri indicatori, caratterizzati da progressi meno marcati, per poter descrivere l'intero mercato occupazionale come ancora in una fase di sottoutilizzo delle risorse. I miglioramenti sia dal lato crescita che inflazione dovrebbero avvicinare la FED al momento in cui dovrà annunciare l'inizio della fase di normalizzazione dei tassi. Al momento tale dichiarazione esplicita è mancata, perché la banca centrale sembra voler acquisire maggiori certezze sullo stato dell'economia prima di porre all'ordine del giorno l'avvio del ciclo di rialzo dei tassi.



A questo proposito le nuove informazioni che giungono dall'economia reale sono di un PIL che in Q2 ha ripreso vigore, e non solo per l'apporto,

comunque importante, delle scorte, ma anche grazie alla ripresa dei consumi e degli investimenti delle imprese e residenziali. La fiducia degli imprenditori manifatturieri si mantiene elevata, mentre le notizie sul fronte occupazionale sono contrastanti, soprattutto per quel che riguarda l'aspetto delle remunerazioni. L'employment cost index in Q2 ha mostrato una significativa accelerazione, che però non si è riscontrata nel dato mensile sulle paghe orarie. Quindi un mercato del lavoro che in termini di numero di nuovi occupati si mantiene su un trend favorevole, ma che al momento non sembra ancora generare eccessive pressioni sui salari, aiutando la FED nella sua impostazione prudentiale circa l'avvio della fase di rialzo dei tassi.

AREA EURO

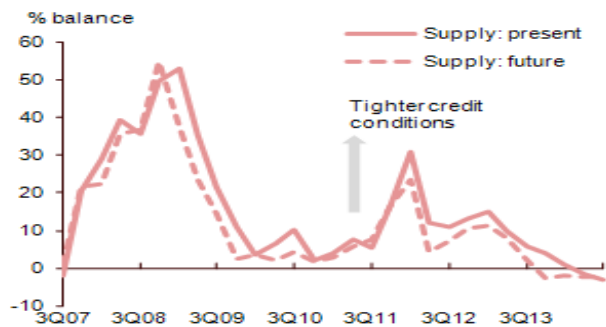


In settimana le notizie su crescita e inflazione non sono state favorevoli dato che la revisione dei sondaggi di fiducia PMI del settore manifatturiero è stata al ribasso, mentre l'inflazione nella sua componente *headline* ha toccato il nuovo minimo di periodo allo 0,4% rispetto ad attese a un decimo più elevate. Questi dati non vanno interpretati in



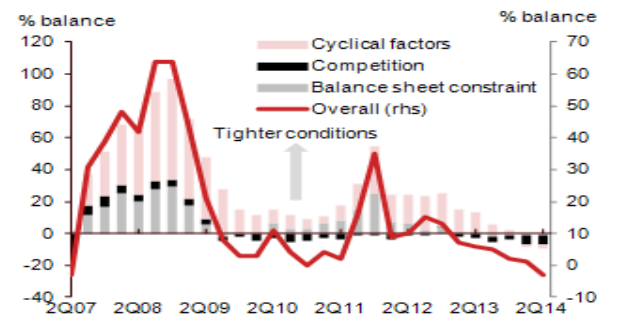
maniera eccessivamente negativa in quanto per i PMI si tratta di una revisione al ribasso della sola componente manifatturiera, mentre occorre vagliare il dato sui servizi che varrà pubblicato in settimana per un giudizio più completo. Inoltre per quanto riguarda l'inflazione il calo si è avuto nella componente generale, mentre la core continua a muoversi in area 1 0,5% YoY oramai da parecchi mesi. Inoltre ad attenuare queste notizie negative occorre menzionare l'esito favorevole del sondaggio sulla situazione del credito condotto trimestralmente dalla BCE che segnala una situazione di quasi ritorno alla normalità sia dal lato della domanda che da quello dell'offerta.

Fig. 2: Aggregate credit conditions in the euro area



Source: ECB and Nomura European Economics.

Fig. 3: Bank lending conditions for enterprises



Note: Competition factors include bank and non-bank competition. Cyclical factors include general economic activity, industry outlook and collateral risks. The sum of the bars has been adjusted to equal the corresponding overall value. Source: ECB and Nomura European Economics.

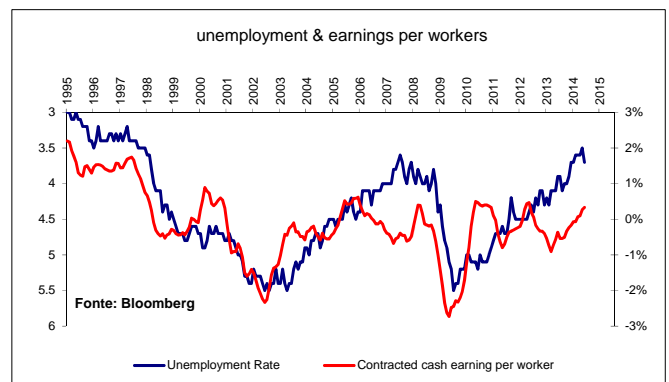
Una notizia negativa aggiuntiva è venuta dall'effetto sul PIL stimato dalla Commissione europea delle sanzioni alla Russia. Secondo tale analisi le ritorsioni commerciali potrebbero sottrarre al PIL dell'Unione Europea (non dell'area euro) 0,3% di

crescita quest'anno, e 0,4% il prossimo. Al momento nessun analista di mercato ha incorporati tali effetti nelle proprie stime sul PIL dell'aggregato.

GIAPPONE

In Giappone la settimana si è aperta con il dato sulla disoccupazione passata nel mese di giugno da 3,5% a 3,7% grazie all'aumento della forza lavoro quindi la lettura è moderatamente positiva. Continuano invece a contrarsi i dati di produzione industriale (-3,3% MoM vs consensus -1,2% e 3,2% YoY vs consensus 5,2%) peggior discesa dallo tsunami del 2011 e retail sales (0,4% MoM vs consensus 0,8%) influenzati in misura maggiore di quanto atteso dall'aumento dell'IVA. Se sommiamo questi dati alla discesa degli export registrata lo scorso mese (-2% YoY vs consensus +1%) cominciano ad esserci pressioni sulla banca centrale sia per un nuovo stimolo monetario sia sulla decisione di introdurre nel 2015 il secondo rialzo dell'IVA già pianificato.

Alcuni commentatori sottolineano come BOJ abbia sottostimato il tema delle esportazioni come volano dell'inflazione in quanto buona parte della manifattura giapponese è prodotta oltremare.



Inoltre il dato sulla paga oraria registra un'ascesa di 0,4% YoY verso 0,8% che in termini reali vuol dire una crescita negativa che comporterà una riduzione sui consumi privati.



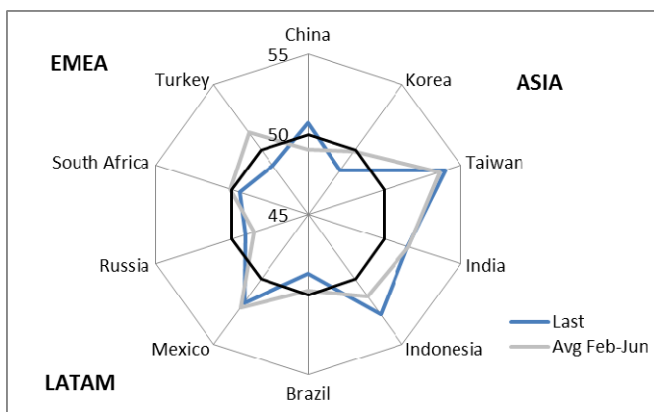
Il quadro che si sta delineando non è positivo e saranno fondamentali i dati di luglio (inizio terzo trimestre) per capire se le previsioni di crescita e d'inflazione verranno riviste da BOJ.

PAESI EMERGENTI

	Manufacturing PMI				
	mar-14	apr-14	mag-14	giu-14	lug-14
China	Red	Yellow	Yellow	Green	Green
Korea	Green	Green	Red	Red	Yellow
Taiwan	Green	Green	Green	Green	Green
India	Green	Green	Green	Green	Green
Indonesia	Green	Green	Green	Green	Green
Brazil	Green	Red	Red	Red	NA
Mexico	Green	Green	Green	Green	NA
Russia	Red	Yellow	Yellow	Yellow	Green
South Africa	Green	Red	Yellow	Red	NA
Turkey	Green	Green	Green	Red	Red

La pubblicazione dei dati di PMI conferma il miglior andamento dell'area asiatica rispetto ad America Latina ed EMEA, con accelerazioni generalizzate e tutti i paesi (Corea esclusa) sopra la soglia di espansione del 50.

In particolare, Cina, Taiwan e India spiccano per il balzo compiuto nell'ultimo mese.



L'altro evento importante della settimana è il default tecnico dell'Argentina, il secondo in meno di

vent'anni. Questa volta però la situazione appare decisamente meno tesa:

- i titoli interessati non comprendono quelli in dollari di diritto argentino;
- il *recovery value* dovrebbe esser elevato;

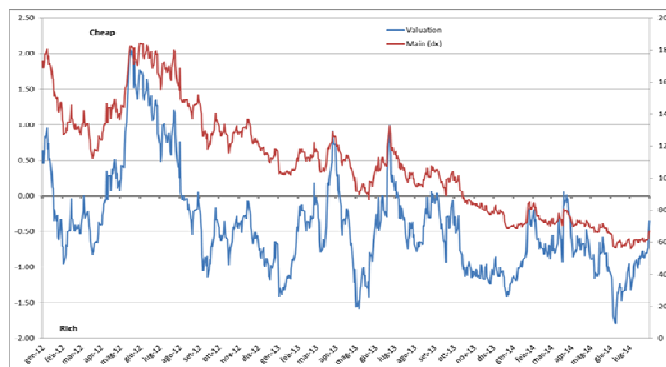
la situazione economica è difficile ma la sostenibilità del debito pubblico non appare compromessa.

I MERCATI

OBBLIGAZIONI

BOND	01 ago	25-lug	04-lug	31 dic 13
USA 10Y	2,55	2,47	2,64	3,03
USA 2Y	0,50	0,49	0,51	0,38
GER 10Y	1,16	1,15	1,27	1,93
GER 2Y	0,03	0,03	0,02	0,21
Euribor 3m	0,21	0,21	0,20	0,29
Euro\$ 3m	0,24	0,23	0,23	0,25
Itrax Crossover	263	249	225	287

Dopo un periodo abbastanza prolungato di valutazioni elevate, recentemente, con il rialzo degli spread, si è notato un ritorno a valutazioni più vicine alle medie storiche e più coerenti coi fondamentali.

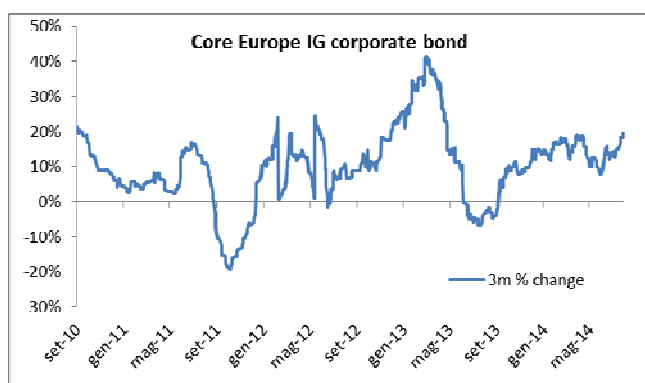


Il contesto aggregato (variabili monetarie, fiscali, bilancia dei pagamenti) è sostanzialmente



invariato, mentre a livello societario la fase di *deleveraging* sembra giungere al termine (anche se l'M&A è ancora limitato ad alcuni settori quali telecom e farmaceutico).

Dal punto di vista tecnico, l'asset class rimane attraente, come evidenziato dai flussi che rimangono di supporto.



AZIONI

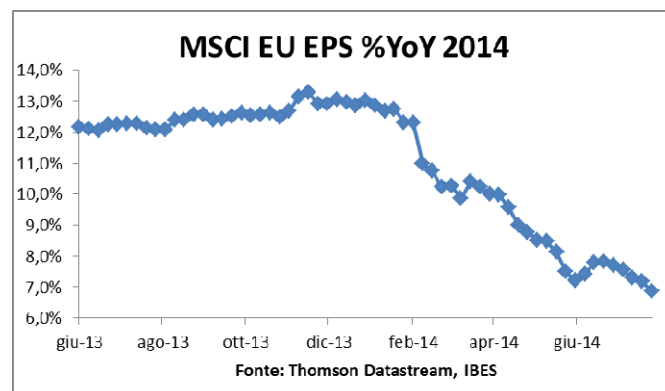
EQUITY	01 ago	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
S&P 500	1931,27	-2,38%	-2,73%	4,49%
Stoxx 600	332,72	-2,70%	-4,64%	1,36%
Eurostoxx50	3090,44	-2,66%	-5,50%	-0,60%
Topix	1281,30	0,00%	-0,31%	-1,61%
MSCI Asia exJp	598,66	0,50%	1,88%	8,56%
MSCI Emer Mkt	1065,77	-1,20%	0,32%	6,29%
VIX	16,18	3,49	5,86	2,46
V2X	19,36	2,63	6,26	2,10

La settimana è stata decisamente complicata per le azioni sviluppate, in particolare americane ed europee, il tutto accompagnato da un aumento della volatilità. Le cause principali sembrano da ricercare nell'incertezza degli investitori sulla politica monetaria americana e nella debolezza degli utili europei.

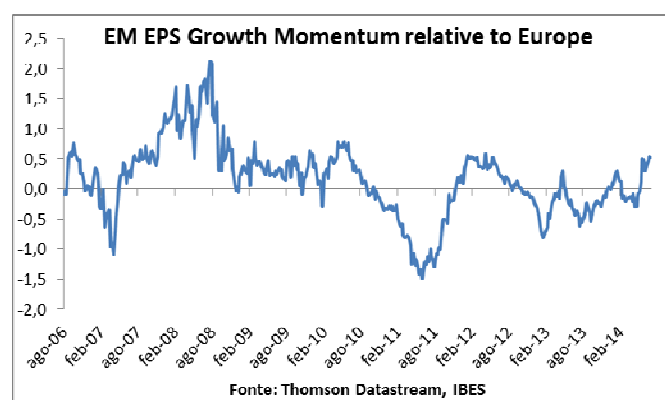
La stagione reportistica ormai in fase avanzata evidenzia nuovamente i buoni risultati americani

contro una persistente debolezza delle società europee. Su quest'ultime oltre all'impatto negativo della forza dell'euro nel primo semestre, si nota una diminuzione delle vendite su praticamente tutti i settori: i pochi guadagni netti (finora la crescita utili è negativa) sembrano quindi derivare da una piccola espansione dei margini.

Oltre ai risultati sotto le attese del settore bancario (che pesa molto nell'indice) è necessario sottolineare la debolezza delle società legate alla crescita dei consumi della fascia di reddito medio, che continua a faticare a riprendersi dalla crisi. La fascia *high-end* è invece più resiliente.



Le revisioni al ribasso per l'area europea per il 2014 sembrano quindi ancora lontane dalla conclusione.



La situazione è invece migliore per i paesi emergenti, soprattutto in Asia, in cui ormai l'inerzia



della crescita utili è ripartita, in assoluto ma soprattutto relativamente alle aziende europee.

INDEX 31/7/14	EPS growth estimates		Current EPS growth		Revision ratio 3mma
	2014E	2015E	Last month (%YoY)	YTD	
S&P500	8,5%	11,8%	6,2%	5,1%	50,4%
MSCI Europe	6,9%	13,2%	-0,7%	1,2%	35,4%
MSCI Japan	5,6%	11,3%	36,4%	15,4%	47,2%
MSCI Emerg Mkts	7,5%	11,2%	1,8%	1,9%	38,2%
MSCI EM Asia	12,0%	11,8%	7,5%	3,0%	39,4%
MSCI Golden dragon	9,8%	10,0%	10,2%	3,6%	42,2%
MSCI Latam	8,9%	13,5%	2,5%	6,4%	41,0%
MSCI EMEA	-3,8%	7,5%	-7,1%	-7,1%	51,5%
MSCI WORLD	8,6%	11,5%	5,6%	4,9%	44,0%

VALUE

CURRENCY	01 ago	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
EUR / USD	1,3419	-0,1%	-1,3%	-2,4%
EUR / YEN	137,84	0,8%	-0,7%	-4,8%
USD / YEN	102,72	0,9%	0,6%	-2,5%

In settimana il movimento più rilevante, anche se modesto, è stato quello dello yen, che si è indebolito nei confronti del dollaro anche a causa dell'esito deludente dei dati giapponesi. Stabile il cambio euro dollaro.

MATERIE PRIME

COMMODITY	01 ago	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
OIL	97,48	-4,5%	-6,3%	-1,0%
CRB Index	293,5	-1,6%	-4,3%	4,8%
Gold	1294	-1,0%	-2,0%	7,3%
Silver	20,52	-1,1%	-3,1%	5,4%
Copper	324	0,3%	-0,9%	-4,7%
Gas	3,81	0,8%	-13,5%	-9,9%

Debolezza diffusa tra le materie prime sia nella settimana che nel mese, con perdite particolarmente ingenti nel comparto energetico.

PROSSIMA SETTIMANA

	USA	EMU	EM. MKT	EARNINGS
Lunedì 4			RU: inflazione	HSBC, AIG
Martedì 5	PMI servizi.	EMU: composite PMI.	IN: banca centrale BR, ZA: PMI	Credit Agricole, BMW, Unicredit, Telecom Italia, Pirelli, Campari, Walt Disney
Mercoledì 6		ITA: PIL Q2; prod. Ind..		ING, Standard Chartered, SKY Deutschland, Time Warner, 21 st Century FOX
Giovedì 7	Sussidi alla disoccupazione.	EMU: comitato BCE.	ZA: produzione industriale	Zurich, Deutsche Telekom, Nestlè, Aviva, Munich RE, Adidas, Rio Tinto, MPS
Venerdì 8			CI: bilancia commerciale	Allianz, Air France- KLM, BPM, Berkshire Hathaway, News Corp

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.

