



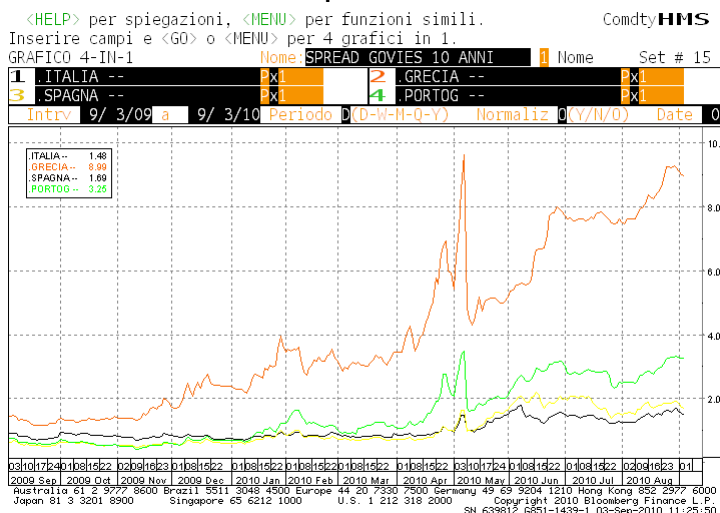
**Quadro generale: i temi di fine estate, mercati condizionati dai timori sulla ripresa economica, Fed pronta ad intervenire, yen sui massimi**

**Agosto:  
torna  
l'avversione  
al  
rischio**

- La pausa estiva che ci siamo concessi non è stata tale per i mercati: nel corso delle ultime settimane sono maturati alcuni fattori di scenario che avevamo accennato nell'ultima nota, fattori che ancora non si riflettevano appieno sui mercati finanziari. Oggi, lo scenario sui mercati che ci troviamo a commentare presenta non poche differenze rispetto ad inizio agosto.
- Innanzitutto, l'avversione al rischio: il quadro di maggiore incertezza sulle prospettive dell'economia che la Fed aveva anticipato a luglio e che ha trovato una conferma nelle dichiarazioni di Bernanke di agosto, oltre che in buona parte dei dati macro diffusi nel frattempo, si è infine riflesso sui listini azionari, che hanno subito significativi ritracciamenti al ribasso e trascinato al rialzo il Vix, l'indice di volatilità sulle opzioni dell'azionario statunitense noto come l'"indice della paura". Il conseguente flight to quality, associato alle prospettive di frenata nella ripresa economica e in assenza di problemi di rialzo per i prezzi, ha comportato un progressivo calo dei rendimenti sui titoli governativi benchmark, con la parte lunga particolarmente comprata: sono stati toccati nuovi minimi storici per i titoli decennali (e trentennali) tedeschi.

**I  
movimenti  
sui mercati**

**Governativi decennali a confronto: spread tra Germania e alcuni Paesi periferici**



Fonte: Bloomberg

**Lo yen  
guida i  
movimenti  
sulle valute**

- Sul mercato del credito il premio richiesto per l'assunzione del rischio creditizio è generalmente aumentato: nella valutazione dei debiti pubblici, sono saliti i Cds sugli Stati sovrani e si sono allargati i differenziali di rendimento fra governativi dei paesi periferici ed i "core"; per quanto attiene il debito privato, anche l'indice ItraxxCrossOver ha subito un movimento analogo. Sul mercato valutario, infine, la divisa che ha dettato i trend delle ultime settimane è stato lo yen, che si è portato ai massimi degli ultimi anni sia nei confronti dell'euro che in quelli del dollaro. Questo movimento rischia di minare la prosecuzione della crescita nipponica dopo che nei mesi scorsi, grazie alle esportazioni, il Paese era migliorato più delle attese degli operatori. A seguito di questo indesiderato apprezzamento della valuta la Banca del Giappone, in accordo con il governo, ha attuato nuove manovre di allentamento monetario nel tentativo di interrompere questo processo. La maggiore cautela nella scelta degli asset in cui investire ha comportato anche un deprezzamento della divisa unica nei confronti del dollaro e solo nella seconda parte di agosto il cross ha cercato livelli di consolidamento in area 1,26 / 1,27 punti.
- Ma procediamo con ordine. L'umore sui mercati si è deteriorato dopo la riunione della Fed di inizio agosto: in quell'occasione la conferma in un range tra lo zero e lo 0,25% del tasso

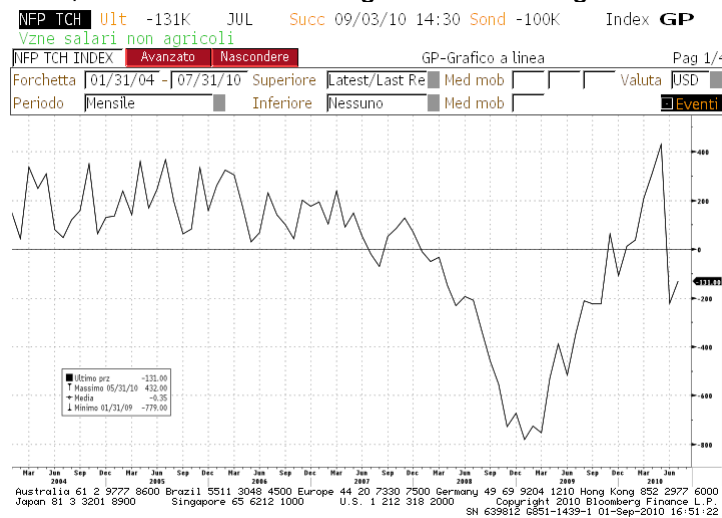


**La Fed reinveste la liquidità in titoli governativi**

obiettivo sui fed fund è stata accompagnata dalla decisione di reinvestire in titoli pubblici i rimborsi (in buona parte avvenuti in anticipo rispetto a quanto preventivato a causa del basso livello dei tassi di interesse) dei titoli legati ai mutui acquistati a suo tempo per sostenere i mercati. La scelta rappresenta in pratica la momentanea interruzione dell'exit strategy dalla politica monetaria accomodante che era stata avviata ad inizio 2010, a conferma di un maggiore pessimismo sulle prospettive economiche nel breve periodo (ma la settimana scorsa Bernanke si è detto certo che vi siano le basi per una ripresa nel 2011). Anche i dati macro diffusi ultimamente sembrano dare ragione all'atteggiamento molto prudente della Fed: la seconda stima del Prodotto interno lordo statunitense nel secondo trimestre di quest'anno è stata ridimensionata all'1,6% (trimestrale annualizzato) dal 2,4% comunicato in prima lettura e spingono al pessimismo soprattutto i numeri relativi al mercato immobiliare (benché questo fosse ampiamente previsto a causa della scadenza delle agevolazioni fiscali, i dati a consuntivo hanno spesso battuto al ribasso i valori di consenso del mercato). Dopo la partenza positiva dei primi mesi dell'anno, sembra aver subito una battuta d'arresto anche il miglioramento del mercato del lavoro, su cui poggiano le speranze per una ripresa dell'economia statunitense autonoma dall'andamento dell'economia globale. Il quadro resta tuttavia molto incerto: il sottoindice dell'Ism manifatturiero di agosto relativo all'occupazione, ad esempio, è salito a 60,4 punti dopo che già a luglio era ben oltre la soglia dei 50 punti a 58,6 punti. Ma i dati economici sono numerosi e difficilmente univoci: l'Ism manifatturiero ad agosto ad esempio è salito a sorpresa, portandosi a 56,3 punti e nello stesso mese la fiducia dei consumatori sembra tornare a migliorare.

**I dati macro Usa**

**Stati Uniti, Variazione salari non agricoli - dati in migliaia: andamento**



Fonte: Bloomberg

**I dati macro dell'Area euro**

- Nell'Area euro, il sorprendente aumento dell'1,0% su base trimestrale del Pil nel Q2, che ha portato all'1,9% il tasso di incremento annuo, è dovuto soprattutto alla forte dinamica congiunturale tedesca e conferma quello scenario di crescita disomogenea che tante volte ha illustrato la Bce. Ma anche in questo caso le attese per il secondo semestre sono più caute, visto che il forte contributo proveniente dalle esportazioni potrebbe subire un freno generalizzato (è in calo, seppure modesto, anche il recupero della Cina il cui ammontare di Prodotto interno lordo nel secondo trimestre ha superato quello del Giappone). Il timore per l'Area euro è analogo a quello statunitense: che la spinta all'economia determinata dalle esportazioni non sia sostituita da elementi autonomi di domanda interna, di natura privata visto che in questa fase i governi sono prevalentemente impegnati a ridurre il livello di spesa pubblica per evitare il rinnovarsi dei noti problemi sul debito. A questo proposito, nel mese di agosto Moody's ha confermato la tripla A nella valutazione creditizia di Stati Uniti e Regno Unito, ma ha affermato che "la distanza dal declassamento" si è ridotta: l'elevato livello dei

**I commenti di Moody's**



**Le Banche centrali frenano sulle exit strategy**

debiti pubblici e la crescita economica ridotta potrebbero portare in futuro ad una revisione del loro merito creditizio. Situazione analoga per Francia e Germania, che comunque secondo Moody's, pur avendo sofferto per la crisi, sono in una situazione più solida rispetto a Stati Uniti e Gran Bretagna. Diversa la situazione per la Spagna: al momento è valutata con AAA, ma già si trova in "credit watch" negativo e quindi potrebbe a breve subire un declassamento.

- In sintesi, nel secondo semestre dell'anno le economie dei Paesi avanzati dovrebbero rallentare, ma lo scenario prevalente non prevede un "double dip" anche se, interpellato in tal senso, il Presidente della Bce, Trichet, ieri ha risposto che "la battaglia non è ancora vinta". Le Autorità monetarie sono all'erta e tendono a prolungare il percorso di politiche monetarie accomodanti privilegiando il sostegno alla crescita ed il contrasto ad un per ora teorico scenario di deflazione, anche se non mancano voci isolate che temono al contrario uno scenario inflazionistico e possibili nuove bolle speculative (è la posizione dei dissenzienti all'interno della Fed e della Banca d'Inghilterra). La Banca centrale europea stessa ha deciso nel corso della riunione di questa settimana (con voto non unanime) di estendere le misure a sostegno della liquidità riconoscendo che la scelta è dettata non solo dal desiderio di attenuare le tensioni stagionalmente legate al fine anno, ma anche per la complessità dell'attuale situazione: si tratta, se non dell'interruzione, almeno del rallentamento nel processo di "exit strategy" avviato da inizio anno. In merito alla situazione economica, il Presidente Trichet ha riconosciuto che la crescita economica corrente è superiore alle attese ma è soggetta a rischi al ribasso mentre le pressioni sulle materie prime fanno pensare a rischi al rialzo nel breve termine per l'inflazione, che però non dovrebbe presentare problemi nel medio periodo.

**Tasso implicito Euribor 3 mesi future dicembre 2012: andamento**



Fonte: Bloomberg

**Euribor: si inverte il trend**

- In termini di politica sui tassi di interesse ufficiali, le attese non possono che attestarsi su un consenso di tassi fermi ancora per molti mesi sia nell'Area euro che negli Stati Uniti: in base alle quotazioni dei future sui fed fund, le probabilità che tra un anno la Fed proceda ad un aumento del tasso obiettivo sui fondi federali è pari al 35%. Il rallentamento delle azioni di exit strategy delle Banche centrali e le prospettive di una crescita inferiore rispetto a quanto ipotizzato prima dell'estate ha in un primo momento rallentato ed in seguito invertito il trend crescente dei tassi interbancari dell'euro: al fixing dell'ultimo giorno della settimana la curva euribor ha fissato allo 0,62% (-3bp rispetto al massimo del mese) sulla durata ad un mese, lo 0,88% (-2bp) su quella a tre mesi, l'1,13% (-2bp) sulla scadenza semestrale, ed infine l'1,41% (-1bp) su quella a dodici mesi. Nel corso del mese, si è riscontrato un movimento analogo per i tassi impliciti sull'Euribor a 3 mesi a scadenza più ravvicinata, che ad agosto hanno spuntato nuovi minimi storici, correggendo al rialzo nelle sedute più recenti in concomitanza con alcuni dati macro statunitensi positivi (l'Ism manifatturiero e le vendite in



**Nuovi minimi per il rendimento del Bund**

corso delle abitazioni).

- Sul mercato dei governativi, si è detto della decisa riduzione dei rendimenti sui titoli benchmark, favoriti dal peggioramento dello scenario economico e dalle relative operazioni di flight to quality (che nel caso dei titoli tedeschi è accentuato dalle operazioni di spread tra governativi dei Paesi "core" e quelli dei Paesi periferici); il movimento ha comportato riduzioni fino a 50bp per i titoli con scadenza decennale. Ad agosto si sono quindi segnati alcuni nuovi minimi storici: il decennale tedesco è sceso fino a sfiorare il 2,10% e solo grazie ai dati positivi statunitensi conclude l'ottava su livelli più elevati (intorno al 2,30%); il biennale scambia in area 0,60% mantenendosi comunque sopra i minimi storici dello scorso giugno (intorno allo 0,40%). E' quindi proseguito il trend di appiattimento della curva a scadenza, che nella parte compresa tra i due ed i dieci anni è arrivato fino a 150bp (a maggio aveva toccato un massimo di 235bp) ed ora si colloca in area 170bp. Sul mercato statunitense, il biennale ha subito variazioni contenute ma ha comunque toccato il nuovo minimo in area 0,45% e conclude l'ottava in area 0,50%; il decennale è arrivato a scambiare al 2,40% (ricordiamo che il minimo storico, che risale al dicembre del 2008, si colloca appena oltre il 2,0%) anche se conclude l'ottava su livelli più alti di circa 20bp. Anche in questo caso il movimento prevalente della curva a scadenza è stato di "flattening": il differenziale tra i due ed i dieci anni è sceso a 195bp ed attualmente è risalito intorno ai 210bp.

**S&P500: andamento (Sx) e rapporto Prezzo/Utili (Dx)**



Fonte: Bloomberg

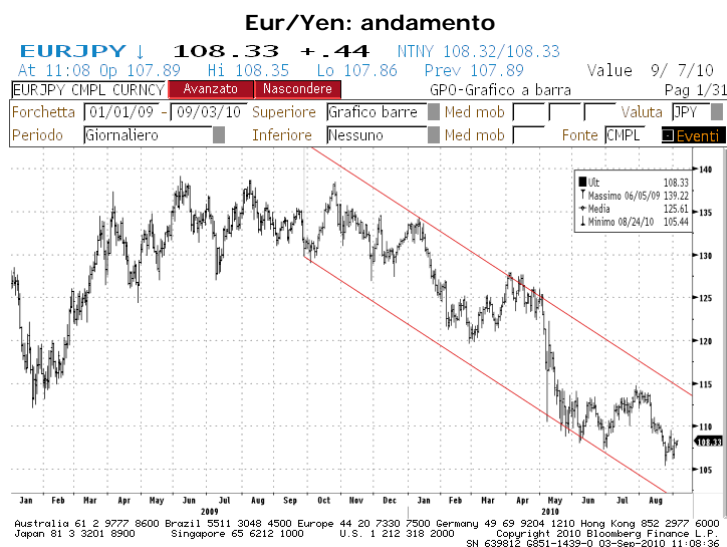
**Azionario negativo ad agosto**

- L'andamento degli indici azionari mostra come sia ancora incerto e volatile l'umore degli investitori: l'ottimismo della ripresa ha spinto al rialzo i corsi per tutto il mese di luglio a partire dai minimi di inizio mese fino a registrare performance positive dall'inizio dell'anno, ad agosto prevale l'avversione al rischio ed ecco che gli indici tornano con forza in territorio negativo in un trend ribassista che, seppur differenziato, ha spinto il Nikkei sotto i 9mila punti fino a toccare i minimi dall'aprile 2009.
- A metà settimana, in un quadro tecnico negativo, sono scattate le ricoperture dopo che il dato dell'Ism manifatturiero ha sorpreso gli operatori: gli indici sono saliti del 3,0% in una sola giornata in primo luogo sulle operazioni di chiusura delle posizioni corte ed ora il mercato sta cercando di capire su quali basi impostare i prossimi movimenti. Il saldo complessivo dei trend avvenuti negli ultimi quattro mesi vede gli indici stazionare in un ampio trading range laterale (EuroStoxx50 2.500-2.800 punti, S&P500 1.040-1.120 punti) pur in presenza di un recupero di redditività delle aziende. I dati macro ancora molto disomogenei non favoriscono al momento un trend definito e l'incertezza condiziona le valutazioni e gli stessi multipli che restano sui minimi: il P/E dello S&P500 ai livelli attuali si colloca a 14,5 per l'utile attuale ed a 13 sull'utile a 12 mesi.

**Il trend laterale di medio periodo**



- Ancora una volta suggeriamo di monitorare lo S&P500 che continua a restare in un'area interlocutoria ed in prossimità della media mobile di breve e di lungo periodo intorno ai 1.080-1.100 punti. L'importanza di questi valori è confermata anche dal fatto che essi rappresentano un livello di Fibonacci, pari al 50% del rintracciamento dai massimi del 2007 ai minimi del marzo 2009; la resistenza è collocata al 61,8% (1.226 punti) del movimento di recupero ed il supporto al 38,2% (1.011 punti).



Fonte: Bloomberg

**Eur/Usd**

- Sul fronte dei cambi, abbiamo già accennato al contesto di riassetto generale in cui l'euro prova a riguadagnare la fiducia degli investitori e lo yen mantiene inalterata la sua forza.
- Dal punto di vista grafico il cross Eur/Usd, dopo aver toccato i massimi dall'aprile scorso sopra 1,32 punti, ha ritracciato trovando i livelli di assestamento in area 1,26 ed attualmente è in un canale laterale di consolidamento compreso tra 1,2650-1,2900 punti. Neutralità per gli oscillatori con l'Rsi a 51 punti.

**Eur/Ypy**

- Il trend ribassista del cross Eur/Jpy ha portato il cambio sui nuovi minimi dal 2001 toccati a 105,50 punti; da questi livelli si sono registrati limitati movimenti di recupero tecnico che hanno portato il tasso di cambio a 108 punti: importante sarà il superamento di tale valore che riporterebbe il tasso di cambio nel canale laterale di medio periodo (maggio-agosto 2010) collocato tra i 108 ed i 115 punti. Più marcata la forza della divisa giapponese sul cross Usd/Jpy, che resta sui minimi degli ultimi 15 anni in area 84 punti.

**Eur/Gbp**

- Per quanto riguarda il cross Eur/Gbp, prosegue la fase laterale con il cambio che da diversi mesi oscilla sui minimi in un range compreso tra 0,8150 ed 0,8400 punti, iniziato dopo il recupero della sterlina avvenuta dai massimi di tasso di cambio ad collocato a 0,95 punti.



**Calendario della settimana**

CALENDARIO dal 6 al 10 settembre 2010								
DATI MACROECONOMICI								
Giorno	Paese	Ora	Dato	Periodo	Consensus	Precedente		
Lunedì	6	Area euro	10:30	Fiducia investitori Sentix	set. indice	7,8	8,5	
Martedì	7	Giappone		Tasso target BoJ		0,10	0,10	
		Germania	12:00	Ordini di fabbrica	lug. % m/m	0,6	3,2	
		Germania	12:00	Ordini di fabbrica	lug. % a/a	20,8	24,6	
Mercoledì	8	Germania	8:00	Bilancia commerciale	lug. mld €	13,0	14,1	
		Germania	8:00	Importazioni	lug. % m/m	0,1	1,9	
		Germania	8:00	Esportazioni	lug. % m/m	-0,3	3,8	
		Regno Unito	10:30	Produzione industriale	lug. % m/m	0,4	-0,5	
		Regno Unito	10:30	Produzione industriale	lug. % a/a	2,0	1,3	
		Germania	12:00	Produzione industriale	lug. % m/m	1,0	-0,6	
		Germania	12:00	Produzione industriale	lug. % a/a	12,5	10,9	
		Stati Uniti	20:00	Beige Book della Fed				
Giovedì	9	Germania	8:00	Prezzi al consumo ind Ue dato finale	ago. % m/m	0,0	0,0	
		Germania	8:00	Prezzi al consumo ind Ue dato finale	ago. % a/a	0,9	0,9	
		Area euro	10:00	Bollettino mensile Bce				
		Regno Unito	13:00	Annuncio tassi BoE		0,50	0,50	
		Regno Unito	13:00	Acquisto Asset BoE	mld Gbp	200,0	200,0	
		Stati Uniti	14:30	Bilancia commerciale	lug. mld \$	-48,0	-49,9	
		Stati Uniti	14:30	Nuove richieste sussidi disoccup	4 set. 1000	470,0	472,0	
		Stati Uniti	14:30	Richieste continue	28 ago. 1000	4445,0	4456,0	
Venerdì	10	Giappone		Prodotto interno lordo dato finale	Q2 % t/t	0,4	0,1	
		Giappone		Prodotto interno lordo dato finale	Q2 % t/t ann	1,5	0,4	
		Francia	8:45	Produzione industriale	lug. % m/m	0,7	-1,7	
		Francia	8:45	Produzione industriale	lug. % a/a	5,0	5,7	
		Italia	10:00	Produzione industriale	lug. % m/m	0,2	0,6	
		Italia	10:00	Produzione industriale	lug. % a/a	...	8,2	
		Regno Unito	10:30	Prezzi alla produzione	ago. % m/m	0,1	0,1	
		Regno Unito	10:30	Prezzi alla produzione	ago. % a/a	4,8	5,0	
		Regno Unito	10:30	Prezzi alla produzione "core"	ago. % m/m	0,1	0,2	
		Regno Unito	10:30	Prezzi alla produzione "core"	ago. % a/a	4,6	4,7	
		Italia	11:00	Prodotto interno lordo dato finale	Q2 % t/t	0,4	0,5	
		Italia	11:00	Prodotto interno lordo dato finale	Q2 % a/a	1,1	...	
		Italia	11:00	Consumo privato	Q2 % t/t	...	5,3	
		Italia	11:00	Esportazioni	Q2 % t/t	...	3,3	
		Italia	11:00	Importazioni	Q2 % t/t	...	...	
		Stati Uniti	16:00	Scorte all'ingrosso	lug. % m/m	0,4	0,1	

Fonte: Bloomberg

Documento completato alle ore 13:00. Fonti Reuters e Bloomberg

---

## Contatti

---

Divisione Corporate	Virgilio Iafrate	:	06 47026136
Ufficio Informativa Finanziaria	Alessandra Mastrota	:	06 47026145

InformativaFinanziariaDivisioneCorporare@bnlmail.com

---

Aut. Trib. Roma n° 317/01 del 11/07/2001

Direttore responsabile: Virgilio Iafrate

**Attenzione:** Il presente documento è finalizzato a fornire un'informativa a carattere generale sui principali avvenimenti del mercato finanziario. L'informativa è predisposta sulla base di dati diffusi dalle principali fonti di mercato al momento della pubblicazione, suscettibili di variare con estrema rapidità. BNL si limita a riprodurre tali dati senza alterarne il loro contenuto e, pertanto, BNL non è in alcun modo responsabile della veridicità, completezza, aggiornamento e attendibilità dei dati e delle indicazioni riportate nel presente documento. I contenuti del documento e le eventuali strategie suggerite non costituiscono raccomandazione o sollecitazione all'investimento e prescindono da specifiche esigenze finanziarie del singolo investitore e da eventuali interessi, diretti o indiretti, del Gruppo BNL che potrebbero sussistere in relazione agli strumenti finanziari e alle società descritte. Si raccomanda pertanto agli investitori di contattare il proprio intermediario di fiducia per un'accurata valutazione dell'opportunità, adeguatezza, caratteristiche e profili di rischio degli investimenti che intendono effettuare. La riproduzione, anche parziale, del presente documento, è vietata.