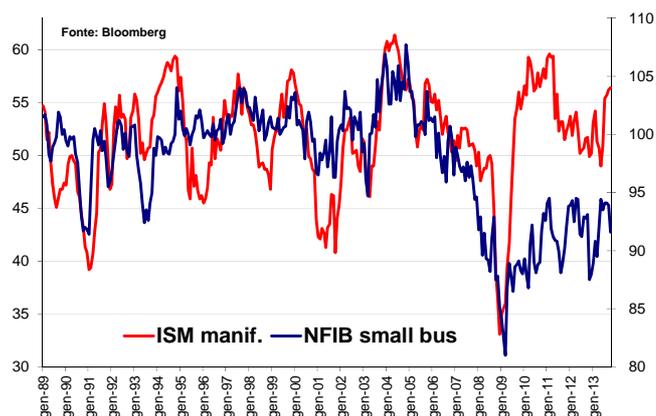


IL QUADRO MACRO

STATI UNITI

Settimana decisamente “povera” di dati macroeconomici. Le uniche statistiche di rilievo hanno riguardato la fiducia degli imprenditori nel comparto della piccola e media impresa e il dato settimanale (e quindi volatile) dei sussidi alla disoccupazione. Entrambi hanno deluso le attese, ma non sono certo numeri tali da spostare le aspettative di consenso, e le nostre, circa l’evoluzione dell’economia USA e l’atteggiamento previsto della FED.

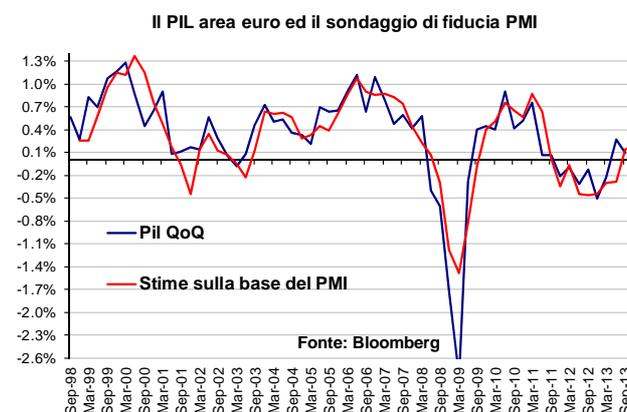


Riguardo a quest’ultimo punto l’audizione al Senato del neo Governatore Yellen non sembra aver aggiunto informazioni di rilievo.

AREA EURO

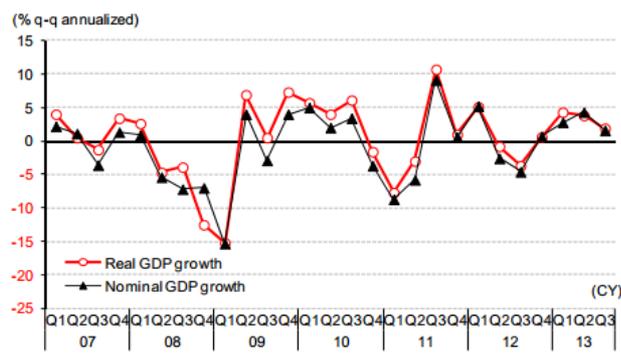
Come da attese il PIL area euro del terzo trimestre ha fatto registrare un modesto progresso dello 0,1% (trimestre su trimestre). Non sono noti i dati disaggregati per tipologia di spesa, ma solo quelli per paese. Anche qui non si segnalano sorprese particolari, con le attese per il PIL italiano confermate. Come già detto altre volte il nostro paese sta seguendo con un po’ di ritardo (circa un trimestre) l’evoluzione congiunturale del continente. Siamo ancora in recessione ma via via questa si

sta esaurendo, con la possibilità in Q4 di vedere un numero con il segno più, anche se di poco superiore allo zero. Il dato della produzione industriale di settembre non è in contraddizione rispetto a questo scenario.



GIAPPONE

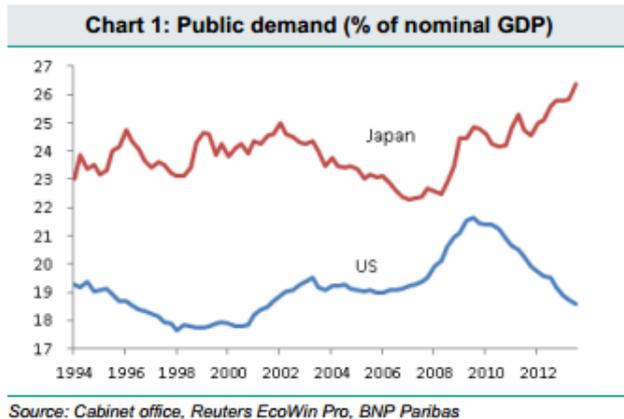
Fig. 1: Trend in GDP growth



Il PIL giapponese del Q3 è risultato sopra le attese (+0.5% QoQ), in rallentamento rispetto al Q2, ma al di sopra di quello che ora si ritiene sia il potenziale dell’economia nipponica. Se la “prima freccia” (politica monetaria) sembra essere stata alla base della dinamica sostenuta di consumi ed investimenti nei passati trimestri, la “seconda



freccia” (politica fiscale) sembra essere uno dei fattori che ha contribuito al progresso significativo degli investimenti in quest’ultima rilevazione.



Source: Cabinet office, Reuters EcoWin Pro, BNP Paribas

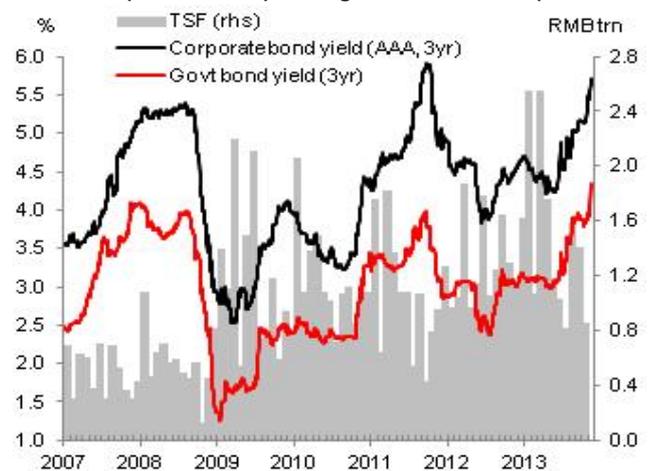
PAESI EMERGENTI

La settimana è stata caratterizzata dalla chiusura del terzo plenum del Partito Comunista cinese, con relativo rilascio di un comunicato contenente i principali temi di discussione affrontati. Gli investitori e alcuni analisti hanno mostrato una certa delusione di fronte al mancato annuncio di riforme sostanziali. In realtà bisogna sottolineare che questo tipo di comitati ha soprattutto il compito di impostare gli obiettivi di medio-lungo periodo (l’orizzonte è il 2020) in modo generico, senza entrare troppo nel dettaglio delle riforme specifiche ma soltanto delle aree di interesse. Inoltre lo stile utilizzato nella stesura del comunicato è (come previsto) volutamente vago (benché pomposo). In effetti, l’accento sui temi prettamente economico-finanziario è stato inferiore alle attese, con un focus maggiore su temi legislativi e di governance.

In termini generali, le due notazioni più importanti riguardano la definizione del ruolo del mercato come “decisive” nell’allocazione delle risorse e nel determinare i prezzi degli asset (in precedenza era stato definito “basic”) e la mancanza quasi assoluta di riforme dal lato delle state-owned-enterprises,

confermata da un passaggio in cui si afferma la loro fondamentale importanza nel sistema economico cinese. Inaspettato è stato invece un accenno alla volontà di conferire più diritti ai lavoratori delle aree rurali, soprattutto in termini di diritti di proprietà. Attualmente la terra coltivabile non è direttamente fruibile in termini di vendita da parte dei lavoratori agricoli (in quanto formalmente controllata dai governi locali), ponendo grosse restrizioni sia al passaggio dalle aree rurali a quelle urbane (in quanto è difficile sfruttare la ricchezza terriera) sia all’effettiva valutazione delle aree coltivabili. Ci sono state conferme sulla volontà di dare stabilità al ciclo creditizio; sembra quindi sempre più probabile un rallentamento nella crescita dei finanziamenti (peraltro già avviato). Sono invece mancati riferimenti precisi alla tassa sulla proprietà di cui si vociferava (nonostante le riforme fiscali siano ritenute in generale importanti per la sostenibilità di lungo periodo) e alla liberalizzazione dei tassi (che non è comunque esclusa nel medio periodo).

Cina: tassi (scala sinistra) ed erogazione del credito (scala destra)



In conclusione, l’impressione è che il focus sia sulla stabilità di lungo periodo piuttosto che sullo stimolo alla crescita.

Tra le altre notizie della settimana si registrano il dato di inflazione in crescita in India, la modesta



diminuzione del current account indonesiano e la produzione industriale messicana che continua a deludere

I MERCATI

OBBLIGAZIONI

BOND	15 nov	08-nov	18-ott	31 dic 12
USA 10Y	2.72	2.75	2.58	1.76
USA 2Y	0.29	0.31	0.31	0.25
GER 10Y	1.73	1.76	1.83	1.32
GER 2Y	0.11	0.10	0.17	-0.02
Euribor 3m	0.22	0.22	0.22	0.19
Euro\$ 3m	0.24	0.24	0.24	0.31
Itrax Crossover	344	345	343	482

Settimana priva di direzionalità sui principali mercati obbligazionari, sia governativi sia societari. I temi cui guardano gli investitori nel reddito fisso sono sempre gli stessi e fanno riferimento alle politiche delle banche centrali. In settimana a questo proposito non vi sono state notizie di particolare interesse.

AZIONI

EQUITY	15 nov	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
S&P 500	1790.62	1.13%	2.64%	25.55%
Stoxx 600	322.91	0.06%	1.39%	15.46%
Eurostoxx50	3053.80	0.62%	0.68%	15.85%
Topix	1239.04	5.32%	2.78%	44.11%
FTSE Asia exJp	486.01	0.14%	-2.48%	0.71%
FTSE Emer Mkt	493.11	0.66%	-3.84%	-6.12%
VIX	12.37	-0.53	-0.67	-5.65
V2X	15.31	-1.98	-0.11	-6.04

I mercati rimangono fortemente influenzati dalle politiche delle banche centrali. Così l'anticipazione del testo il giorno precedente e l'audizione giovedì del nuovo Governatore della FED Yellen, ha chiarito che la Banca Centrale risulta consapevole

dei rischi che si possono generare, soprattutto sui mercati finanziari, a seguito del QE. Tuttavia la Yellen non vede al momento nessuna "bolla finanziaria" e, sebbene il QE non possa durare all'infinito, considerato che la dinamica del mercato del lavoro non è ancora giudicata soddisfacente, per il momento non si è accennato a dare alcuna indicazione sul *tapering*.

I mercati, soprattutto azionari, continuano così a rimanere sostenuti da una situazione, come detto da tempo, molto favorevole. Crescita moderata – utile alla dinamica dei profitti aziendali – e non tale da generare eccessivi timori di rialzo dei tassi, che vengono anzi mantenuti compressi dal QE e con un profilo rischio/rendimento sempre più a favore dell'equity.

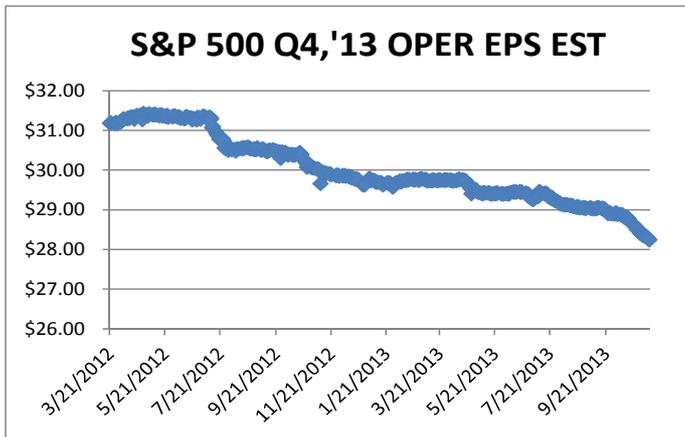
In questo scenario i rischi possono essere di significativa accelerazione della crescita e quindi rialzo dei tassi, da un lato o di mercato rallentamento, dall'altro. Gli errori sono sempre possibili ma, nel primo caso, l'attenzione della FED a non far risalire troppo, troppo presto e troppo rapidamente i tassi, anche "sganciando" il futuro *tapering* dal livello dei tassi di riferimento per un lungo periodo, i mercati non appaiono particolarmente preoccupati. Il secondo caso, quello di mercato rallentamento potrebbe essere un rischio serio, considerato che potrebbe essere interpretato un po' come il fallimento delle politiche ultra-monetarie e quindi innescare un nuovo brusco movimento di risk-off.

Al momento il quadro macro, come descritto, non permette di attribuire a questo scenario una probabilità significativa di realizzazione.

Sotto il profilo micro la chiusura della reportistica negli USA può essere letta di supporto, alla fine gli utili complessivi sono stati del 1,3% superiori alle attese degli analisti, anche se in questo ha giocato molto la revisione al ribasso di questi ultimi. I ricavi sono invece stati meno tonici dei trimestri precedenti e insieme a *guidance* delle imprese più prudenti sul 4Q, hanno fornito pretesti per la



significativa revisione al ribasso delle stime per il trimestre in corso.



Il mercato, complice quanto detto in precedenza, ha assorbito bene la revisione e ora in prospettiva le attese per il Q4 appaiono decisamente più realistiche, anche in termini di crescita QoQ, che potrebbe essere sostenuta anche dalla tregua nel dibattito politico.

VALUTE

CURRENCY	15 nov	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
EUR / USD	1.3457	0.7%	-1.7%	2.0%
EUR / YEN	134.95	2.0%	0.7%	18.0%
USD / YEN	100.29	1.3%	2.5%	15.8%

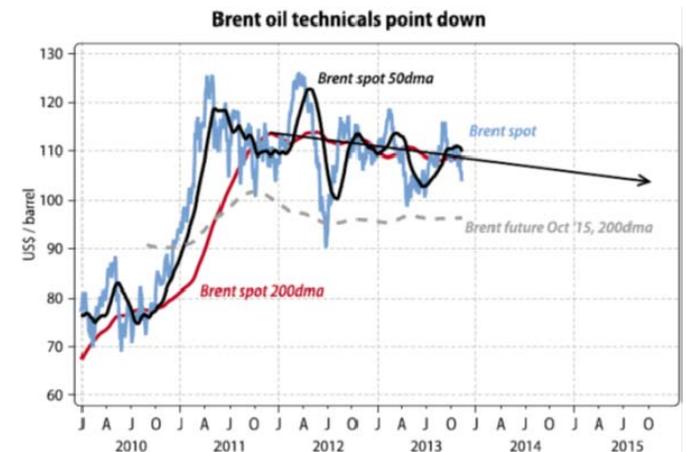
Movimento al ribasso di una certa ampiezza dello yen, che ha avuto l'immediato effetto di rivitalizzare il listino nipponico. A sua volta l'euro ha prevalso sul dollaro, a causa dei dati macro USA al di sotto delle attese, con l'effetto di accentuare il rafforzamento della moneta unica sullo yen.

MATERIE PRIME

COMMODITY	15 nov	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
OIL	94.02	-0.6%	-6.7%	2.4%
CRB Index	274.0	-0.1%	-4.5%	-7.1%
Gold	1283	-0.1%	-2.3%	-23.5%
Silver	20.67	-3.1%	-5.6%	-31.7%
Copper	316	-3.0%	-4.3%	-13.6%
Gas	3.62	1.8%	-3.7%	8.1%

Le ultime letture sul tasso di inflazione europeo si spiegano, tra l'altro, anche con un costo dell'energia e del petrolio che da qualche tempo ha intrapreso un trend discendente (il prezzo della benzina rappresenta circa il 60% dell'inflazione "headline").

Osservando l'andamento del prezzo del petrolio degli ultimi tre anni, ci sembra di individuare un trend chiaramente discendente che non è stato deviato, se non molto temporaneamente, da avvenimenti potenzialmente molto dirompenti: la primavera araba, le sanzioni all'Iran, la guerra civile in Siria, il disastro di Fukushima e, non ultime, politiche monetarie globali accomodanti come non mai.



La produzione nord americana in crescita, indotta dalle nuove tecnologie di estrazione, reddito personale per lo più stagnante in USA come in Europa, crescita in decelerazione in Cina e un dollaro che potrebbe imboccare un trend di rafforzamento dal momento in cui il mercato comincerà a prezzare seriamente la riduzione degli



stimoli monetari da parte della Fed, producono un potente contrappeso alla domanda di petrolio in crescita da parte dei Paesi Emergenti, tema che invece è stato dominante nello scorso decennio. Il prezzo del petrolio non subirà un collasso perché i costi marginali di estrazione con le nuove tecniche sono comunque elevati, ma non sembra che nel medio termine ci siano le condizioni per una ripresa.

Oil prices move in long-term steps

Annual avg crude oil prices since 1880



— World, crude oil, current prices, average of period, USD

Con una prospettiva più di lungo termine, si vede come il prezzo del petrolio abbia avuto storicamente un comportamento in cui si individuano fasi di forte apprezzamento, seguiti da periodi abbastanza lunghi di trend discendente, dove però i precedenti minimi non vengono più

raggiunti. In periodi in cui a causa di impennate nella domanda (si pensi ad esempio al periodo di forte espansione dei paesi emergenti nel primo decennio di questo secolo) o di forti diminuzioni dell' offerta a causa di guerre o embarghi a paesi produttori, il prezzo sul mercato sale fortemente incentivando l'incremento di produzione anche con tecniche più costose o da fonti meno economiche. Questa nuova produzione eventualmente riporta il mercato in equilibrio o anche in oversupply, per cui segue un periodo di graduale raffreddamento e trend discendente.

La situazione attuale sembra appunto la fase di raffreddamento che segue al grande trend ascendente indotto dalla forte domanda dei Paesi Emergenti.

Ciò non esclude che nel breve vi possano essere momenti di grande volatilità indotta da fattori stagionali, incidenti o notizie dal Medio Oriente. Tuttavia è opinione diffusa che un trend di ripresa più di lungo termine non si potrà ristabilire fino a che non vi saranno chiari e forti segnali di crescita reale del reddito pro-capite nei due paesi più forti consumatori di petrolio, USA e Cina.

PROSSIMA SETTIMANA

	USA	EMU	EM. MKT	EARNINGS
Lunedì 18	Fiducia mercato immobiliare		RU: produzione ind.	
Martedì 19		GER: indice ZEW		
Mercoledì 20	Vendite al dettaglio; inflazione; minute Fomc.	EMU:	RU: Retail sales, disocc.	
Giovedì 21	Initial jobless claims; preliminare PMI.	EMU: indici PMI; fiducia consumatori.	BZ: disoccupazione.	
Venerdì 22		GER: IFO	BZ: partite correnti.	

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.