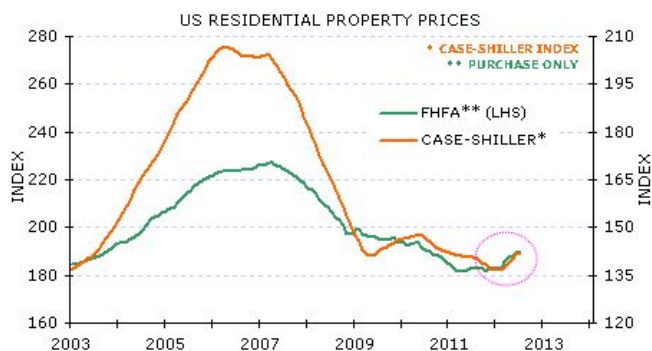


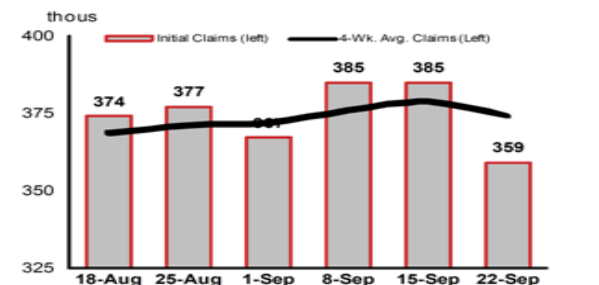
IL QUADRO MACRO

STATI UNITI



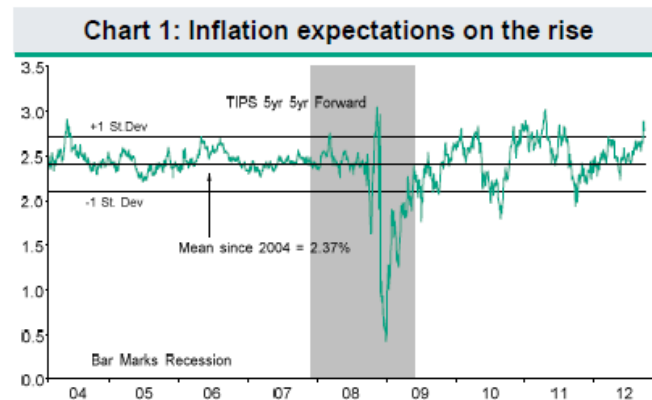
Settimana molto ricca per quanto riguarda le statistiche americane, con dati anche significativamente divergenti tra di loro. Al considerevole balzo in avanti della fiducia dei consumatori e al calo dei sussidi alla disoccupazione si è contrapposta la peggior contrazione mensile (-13.2%) da quando è disponibile la serie storica degli ordinativi di beni durevoli. Tale serie, ed in particolare una sua sotto componente, il cui decremento è risultato decisamente più contenuto (-1%), è correlata con l'andamento degli investimenti privati, e segnala il perdurare della fase di debolezza per questa parte della domanda aggregata.

Figure 1: Weekly initial jobless claims



Source: DOL, Nomura

Anche la dinamica dei redditi reali ha risentito negativamente dell'aumento dell'indice dei prezzi, mentre la tenuta dei consumi si è resa possibile grazie ad un calo del tasso di risparmio. Nel complesso però, al di là del "noise" associato alle singole statistiche non si evince l'affermarsi di alcuna nuova tendenza per quanto riguarda l'economia USA che non sia già stata ricompresa nel nostro scenario di riferimento.



Per quanto riguarda l'inflazione le statistiche di economia reale non possono certo già riflettere l'adozione del QE3, quello che però si osserva è un'accelerazione verso l'alto delle aspettative di mercato, che nei prossimi si confronteranno con la dinamica effettiva dell'inflazione.

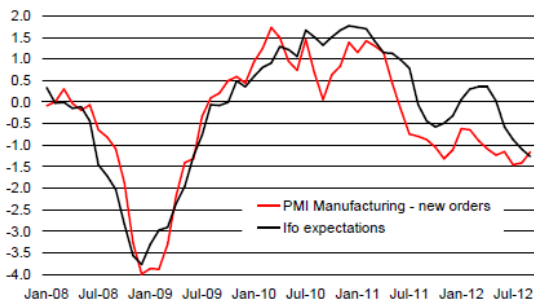
AREA EURO

In settimana sono stati resi noti una pluralità di indicatori anticipatori, come la statistiche nazionali sul livello di fiducia degli imprenditori (indice IFO per la Germania, ISEE e ISAE per Francia e Italia) e quelle aggregate PMI e il sondaggio sulla fiducia elaborato dalla Commissione Europea. Nel complesso l'esiti di queste statistiche è risultato negativo, anche se non univoco, come mostra la sorprendente risalita della fiducia italiana.



GERMANY'S FORWARD LOOKING SENTIMENT FIGURES: IN SYNCH AGAIN

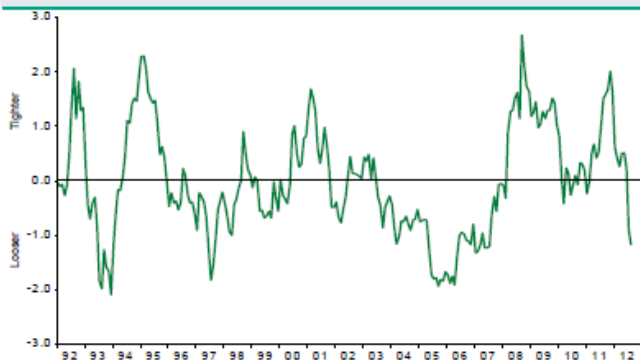
Both series standardized



Quindi lo scenario macro per l'area euro continua ad essere recessivo, con la concreta possibilità che nel terzo trimestre si possa assistere ad una accelerazione della contrazione del PIL. Per l'Italia invece l'aspettativa più ottimistica che appare ragionevole formulare è quella che la pesante recessione in cui si trova il paese sia prossima al punto di minimo, mancano però i segnali di una inversione di tendenza.

L'unico elemento positivo a livello aggregato che è possibile riportare è quello del significativo miglioramento delle condizioni finanziarie a seguito della forte iniziativa presa della BCE.

Chart 2: Financial and monetary conditions easing

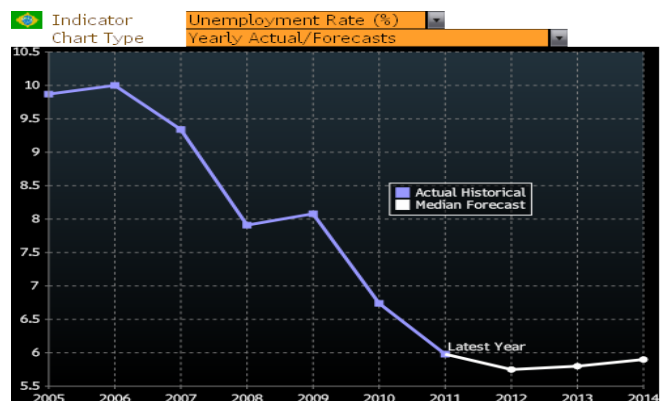


Dato che la corrente crisi europea aveva tratto origine dai mercati finanziari, e del debito in particolare, il miglioramento delle condizioni finanziarie, se protratto nel tempo, dovrebbe avere un qualche effetto positivo sui livelli di fiducia ed anche sulle componenti di economia reale più legate al costo del denaro come gli investimenti.

PAESI EMERGENTI

Il consueto report trimestrale sull'inflazione della Banca Centrale brasiliana ha offerto uno spunto per delineare meglio le prospettive economiche del paese.

Nonostante un mercato del lavoro ancora frizzante con il tasso di disoccupazione sui minimi assoluti del 5.75% (anche se le richieste di incremento salariali si stanno smorzando) l'effetto disinflattivo del contesto economico mondiale dovrebbe mantenere la traiettoria dei prezzi al consumo discendente: dal 5.2% di quest'anno al 4.8% nel 2013.



Questo permetterebbe alla struttura dei tassi brasiliani, soprattutto per quanto riguarda le scadenze brevi, di rimanere su questi livelli per un periodo di tempo prolungato. E' opinione generale, infatti, che la politica monetaria con i tassi al 7.5% abbia toccato i minimi. In parallelo anche le politiche sui cambi sono previste stabili, mantenendo il rapporto BRL/USD tra 2.0 e 2.1, segno che il recente movimento della divisa, pur erodendo parte della competitività dell'industria brasiliana, contribuisce al contenimento dell'inflazione.

La componente legata agli investimenti strutturali, grazie al ciclo al ribasso dei tassi d'interesse, è quella che sta reagendo più prontamente alle



politiche di stimolo ed è quella che nel 2013 dovrebbe trainare l'inizio della ripresa economica.

I MERCATI

OBBLIGAZIONI

| BOND | 28 set | 21-set | 31-ago | 30 dic 11 |
|-----------------|--------|--------|--------|-----------|
| USA 10Y | 1.61 | 1.75 | 1.55 | 1.88 |
| USA 2Y | 0.23 | 0.26 | 0.22 | 0.24 |
| GER 10Y | 1.43 | 1.60 | 1.33 | 1.83 |
| GER 2Y | 0.03 | 0.04 | -0.04 | 0.14 |
| Euribor 3m | 0.22 | 0.23 | 0.28 | 1.36 |
| Euro\$ 3m | 0.36 | 0.37 | 0.42 | 0.58 |
| Itrax Crossover | 565 | 521 | 592 | 755 |

Una pluralità di fattori hanno determinato una riduzione della propensione al rischio da parte degli investitori in maniera generalizzata su tutti i mercati, compresi quelli obbligazionari. I dati macro sulle due sponde dell'Atlantico non sono stati favorevoli, mentre permangono le tensioni politiche e sociali in Spagna. In settimana si è aggiunta poi la dichiarazione a tre, Germania, Finlandia e Olanda, circa la possibilità che i costi passati delle ricapitalizzazioni del sistema bancario non possano più essere trasferiti al fondo salva stati ma debbano rimanere in capo ai singoli stati.

La prossima settimana il consenso non si attende alcuna mossa da parte della BCE. E' vero che il contesto economico permane pesante, ma in questa fase Francoforte sembra concentrarsi sul meccanismo di trasmissione della politica monetaria, più che nuove mosse sui tassi o di natura non convenzionale. Tuttavia chiariti questi aspetti con il passare del tempo e data una aspettativa di contrazione del PIL anche per i prossimi trimestri l'anno dovrebbe terminare con una ulteriore riduzione dei tassi allo 0,5%.

AZIONI

| EQUITY | 28 set | 1W Chg | 1 M Chg | YTD Chg |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| S&P 500 | 1438.70 | -1.47% | 2.28% | 14.40% |
| Stoxx 600 | 269.58 | -2.25% | 1.26% | 10.24% |
| Eurostoxx50 | 2475.14 | -3.96% | 1.41% | 6.85% |
| Topix | 737.42 | -2.51% | 0.79% | 1.21% |
| FTSE Asia exJp | 456.25 | 0.19% | 5.65% | 12.53% |
| FTSE Emer Mkt | 497.72 | -0.71% | 5.51% | 8.18% |
| VIX | 15.46 | 148.00% | -2.01 | -7.94 |
| V2X | 22.78 | 3.53 | -2.93 | -1.28 |

Il perdurare nello stallo della situazione in Spagna, dove i mercati e alcuni paesi europei spingono per una rapida richiesta formale di aiuti, mentre il governo di Rajoy continua invece a procrastinare la decisione. Ieri in una riunione dei ministri sono stati sostanzialmente confermati gli obiettivi di crescita e deficit per il prossimo anno, cosa alquanto improbabile stando al consenso degli economisti posizionato per una contrazione dell'economia più consistente (-1,5% contro il -0,5% del governo) e di conseguenza del deficit.

Il nodo della questione sulla richiesta di aiuti è quello delle condizionalità collegate. La Spagna, supportata in questo dal governo Monti, preme affinché non vi siano impegni aggiuntivi, o quanto meno più gravosi, rispetto a quanto già programmato. I paesi core paiono invece più stringenti sul tema e richiedono anche il coinvolgimento del IMF, come prospettato dalla BCE.

La situazione dovrebbe essere destinata a sbloccarsi nell'arco delle prossime settimane ma l'incertezza pesa sui mercati e ha determinato un nuovo arretramento degli indici azionari in settimana.

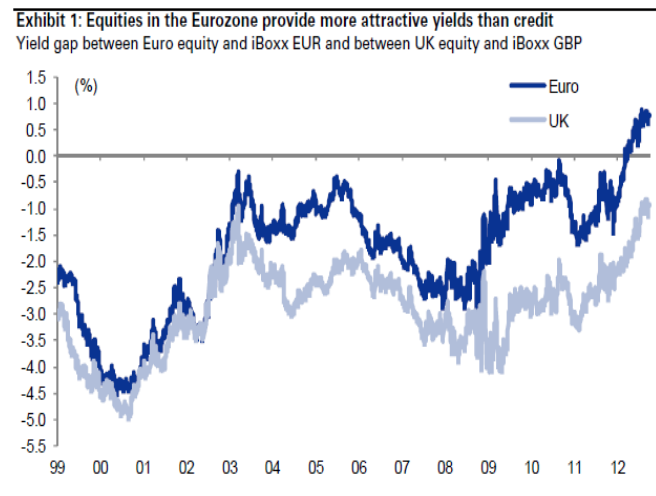
Nel frattempo nella serata di venerdì sono stati annunciati i risultati dello stress test effettuato da un istituto indipendente su 14 banche nazionali e ne è emerso che il deficit di capitale in uno scenario avverso è pari a poco più di 59 mld di euro, al di sotto dei 100 inizialmente previsti qualche mese fa.



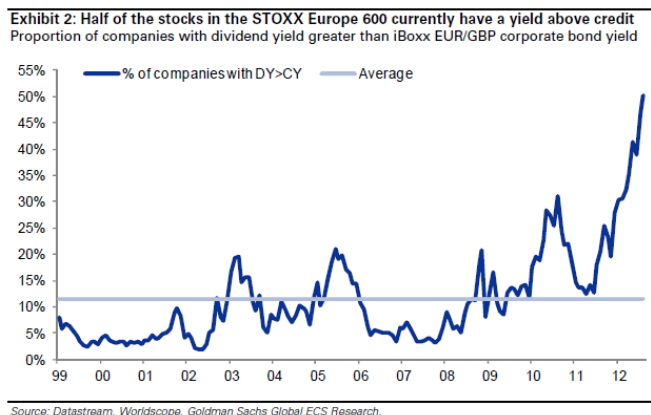
Di questi una buona parte è relativa a Bankia che necessiterebbe di oltre 24 mld, mentre Santander, BBVA e Sabadell non necessiterebbero di ulteriori aumenti di capitale. La prima reazione del mercato rispetto all'annuncio non è stata particolarmente positiva, verosimilmente perché la maggior parte degli analisti sul settore bancario europeo ritenevano che le cifre necessarie per una ricapitalizzazione in grado di risolvere i problemi fosse in un range di 80-100 mld. Le cifre di oggi quindi potrebbero essere oggetto di scetticismo da parte degli operatori.

Sotto un profilo di più lungo termine il mercato europeo, nonostante il recupero effettuato a seguito dell'annuncio del piano di OMT da parte della BCE, presenta ancora elementi di significativa sottovalutazione rispetto ad altre *asset class* di rischio. In precedenza abbiamo visto che i multipli di P/E del mercato sono sotto le medie storiche e vi è stata una rilevante sotto-performance negli ultimi anni dell'area rispetto agli USA e ai paesi emergenti.

Analoghe considerazioni si possono effettuare anche in relazione al mercato del credito. Considerato il recente ulteriore restringimento degli spread dei corporate bonds, il gap fra il *dividend yield* del mercato azionario rispetto al rendimento dei corporate è diventato positivo.



Questo è un fenomeno diffuso in quanto oltre la metà delle società del mercato presentano un *dividend yield* superiore al rendimento delle proprie emissioni obbligazionarie.



Generalmente questa situazione depone a favore di ritorni prospettici più favorevoli per l'equity rispetto ai corporate bond, per due motivi. Il primo, più evidente, è legato al premio al rischio implicito nelle due *asset class* che ora essendo più favorevole per l'equity può favorire uno spostamento di flussi da un *asset class* all'altra. In secondo luogo, essendo diventato il costo del capitale di rischio per le aziende molto più oneroso del capitale di debito, conviene sempre più emettere debito e magari ridurre il capitale di rischio (es. con buy-back). Ciò soprattutto considerando che gli attuali livelli di indebitamento del settore delle imprese è tendenzialmente ai minimi da diversi anni.

I mercati emergenti iniziano a risentire positivamente dell'effetto del QE3; infatti i flussi in ingresso verso la classe equity sono ripresi con particolare enfasi verso i paesi asiatici. La sotto-performance rispetto al mondo sviluppato si è arrestata, con alcuni casi di sopra-performance e anche il *momentum* sugli utili sembra in stabilizzazione. Le valutazioni in aggregato



continuano ad essere a sconto rispetto ai mercati sviluppati e su valori storicamente molto bassi.

VALUTE

| CURRENCY | 28 set | 1W Chg | 1 M Chg | YTD Chg |
|-----------|--------|--------|---------|---------|
| EUR / USD | 1.2864 | -1.1% | 2.3% | -0.7% |
| EUR / YEN | 100.04 | -1.5% | 1.6% | 0.3% |
| USD / YEN | 77.77 | -0.5% | -0.7% | 1.0% |

La fase di prese di beneficio ha riguardato anche il mercato valutario, dove l'euro ha ceduto più del 1% nei confronti del dollaro. Sulla valuta europea hanno pesato soprattutto gli sviluppi politici e sociali in Spagna, dato che per quanto riguarda i dati macro le notizie non sono state favorevoli né all'euro né al dollaro.

PROSSIMA SETTIMANA

| | USA | EMU | EM. MKT | EARNINGS |
|--------------------|-----------------------------------|---------------|--|----------|
| Lunedì 1 | ISM | | INDIA: Banca Centrale | |
| Martedì 2 | | | RUSSIA: vendite al dettaglio, produzione industriale | |
| Mercoledì 3 | Sondaggio mercato del lavoro ADP. | EMU: PMI; | RUSSIA: tasso di disoccupazione | |
| Giovedì 4 | Sussidi alla disoccupazione. | Comitato BCE. | CINE: Hsbc flash Pmi | |
| Venerdì 5 | Mercato del lavoro. | | | |

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.

MATERIE PRIME

Il movimento di "risk off" conseguente agli sviluppi della crisi europea si è esteso alle materie prime per le quali si sono registrate perdite generalizzate anche se contenute come entità.

| COMMODITY | 28 set | 1W Chg | 1 M Chg | YTD Chg |
|-----------|--------|--------|---------|---------|
| OIL | 91.97 | -1.0% | -4.7% | -6.9% |
| CRB Index | 308.3 | -0.2% | -0.4% | 1.0% |
| Gold | 1775 | -0.1% | 5.6% | 12.6% |
| Silver | 34.65 | -0.1% | 10.6% | 22.9% |
| Copper | 376 | -0.9% | 8.9% | 9.6% |
| Gas | 3.27 | 13.3% | 16.8% | 9.4% |

