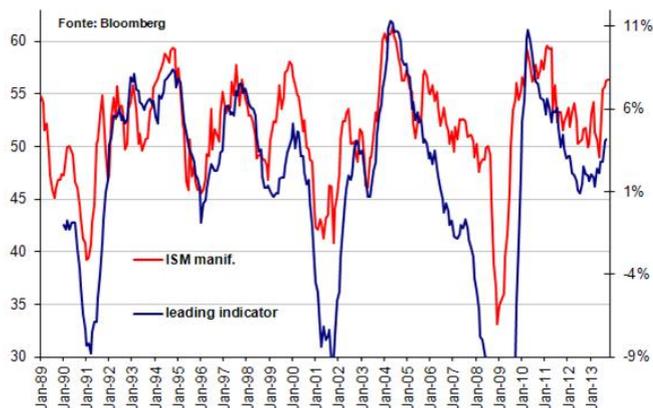


IL QUADRO MACRO

STATI UNITI



Archiviato il terzo trimestre con un progresso del 4,1% (rispetto al trimestre precedente, dato annualizzato) l'anno dovrebbe chiudersi in tono minore, grazie al venir meno di parte dell'effetto scorte. Tuttavia i dati di ottobre sui consumi delle famiglie e magazzini sembrano anticipare un rallentamento meno incisivo, la cui natura dovrebbe essere transitoria dato che indicatori anticipatori e mercato del lavoro permettono di delineare una visione positiva per il 2014.

Il periodo di riferimento non ha portato novità di rilievo allo scenario per l'inflazione, che rimane decisamente contenuta.

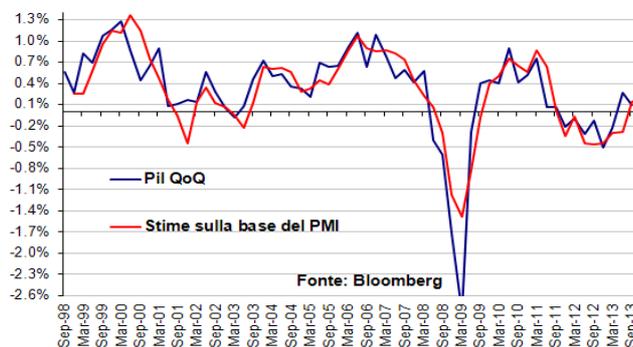
L'accordo tra Democratici e Repubblicani sul Budget attenua gli effetti dei tagli automatici al bilancio decisi nel 2010 "per circa lo 0,2% del PIL nei prossimi due anni. E mette al riparo l'economia da altri "shutdown" come quello di fine 2013. Lo scenario si chiarifica anche per la FED, che non deve più temere il ripetersi degli eventi sopra ricordati proprio in coincidenza con il dibattito interno circa l'avvio della fase di tapering. La riduzione degli acquisti di obbligazioni dovrebbe

iniziare nel nuovo anno, dopo l'annuncio dell'accordo sulla politica fiscale è cresciuta però la fiducia della minoranza degli analisti che ritiene probabile un intervento già a dicembre. Il tema del *debt ceiling* non è stato risolto con questo accordo, e si ripresenterà a partire dal mese di febbraio.

AREA EURO

Per quanto riguarda la crescita lo scenario europeo non presenta novità di rilievo. Il PIL aggregato continua a espandersi a ritmi molto contenuti, e l'accelerazione suggerita dagli indicatori anticipatori è di piccola entità. Tuttavia queste dinamiche sono state sufficienti a determinare una svolta nel ciclo dei profitti europei di contabilità nazionale, che ci attendiamo si renda manifesto nel corso dei prossimi mesi anche sugli EPS delle società quotate. Anche per il nostro paese i dati di economia reale, soprattutto sul fronte manifatturiero, convalidano l'aspettativa della fine della recessione per il quarto trimestre a suo tempo evidenziata dagli indicatori anticipatori.

Il PIL area euro ed il sondaggio di fiducia PMI



L'inflazione rimane molto bassa, ma nel mese non si è assistito ad un ulteriore deterioramento.



I temi di attenzione delle politica monetaria sono: 1) inflazione. La BCE monitora con attenzione gli sviluppi e si è detta pronta a intervenire qualora le circostanze lo richiedessero, confermando così la propensione a ridurre i tassi di interesse; 2) erogazione del credito. La BCE sembra orientata a uno schema di erogazione della liquidità sotto condizione che le banche impieghino tali risorse per finanziamenti all'economia reale. La risposta dei mercati non è stata favorevole in quanto l'attesa era per l'annuncio, o quanto meno per un suggerimento, circa le mosse future che intende prendere la BCE. E questi riferimenti nella parole di Draghi sono mancati. Nel dettaglio ai mercati non sembra essere piaciuta l'idea del nuovo schema sulla liquidità in quanto con la nuova ipotesi la liquidità generata non potrà più riversarsi sui mercati finanziari ma sarà incanalata nell'economia reale.

PAESI EMERGENTI

Nel nostro scenario per il 2014 in Asia la crescita è prevista in leggera accelerazione ovunque, nonostante la Cina, pur rimanendo il "campione" dell'area (sia per livello di crescita che per "peso specifico"), sia l'unica con una crescita attesa in leggera decelerazione. La fase di stabilizzazione sembra comunque benigna e l'outlook di lungo termine rimane positivo, condizionatamente all'implementazione delle riforme annunciate. L'inflazione asiatica è in linea con le prospettive di crescita, in leggera accelerazione ma in media sotto il 4%.

Un pattern di grande importanza è quello dei tassi, con un trend di ascesa relativamente forte in Indonesia e India (+100 bp entro fine 2014). Questo scenario sembra giustificato dal fatto che i paesi recentemente colpiti da crisi valutaria sembrano voler prendere misure atte a fronteggiare i

potenziali effetti negativi dell'inizio del tapering negli USA. L'aumento medio dei tassi asiatici è comunque frenato dal peso della Cina in cui ci si aspettano tassi fermi al 6%.

All'esterno dell'area asiatica la crescita rimane stabile, tranne per il Messico e per il Brasile. Per il primo, le riforme già avviate hanno il potenziale per fornire un importante *boost* all'economia. D'altra parte il Brasile è l'unico paese del nostro campione in cui le prospettive sono di decelerazione, in un anno in cui le elezioni politiche non sembrano lasciare molto spazio per le necessarie riforme strutturali.

Anche la Russia sembra lontana dai target di crescita proposti recentemente da Putin, oltre ad essere l'unico paese in cui ci si attende una politica monetaria di easing, seppur non molto pronunciato. In generale per gli emergenti la crescita è prevista in stabilizzazione, con un trend di rialzo sui tassi di riferimento. L'inflazione dovrebbe anch'essa rimanere stabile o in rallentamento con gli aumenti in Asia bilanciati da alcuni cali negli altri paesi.

IMERCATI

OBBLIGAZIONI

BOND	20 dic	13-dic	22-nov	31 dic 12
USA 10Y	2.93	2.86	2.74	1.76
USA 2Y	0.38	0.32	0.28	0.25
GER 10Y	1.88	1.83	1.75	1.32
GER 2Y	0.22	0.25	0.14	-0.02
Euribor 3m	0.29	0.28	0.22	0.19
Euro\$ 3m	0.25	0.24	0.24	0.31
Itrax Crossover	294	319	329	482

I dati positivi negli USA e le affermazioni di Draghi risultate al di sotto delle aspettative hanno determinato una risalita di Treasury e Bund lungo tutta la curva. Da notare che negli USA questa volta, a differenza dell'estate, il messaggio "riduzione degli acquisti di obbligazioni" non vuole



dire "rialzo dei tassi" è passato sul mercato. Sul decennale USA manteniamo un fair value per fine 2014 intorno al 3,15%. Per il Bund decennale i modelli indicano un fair value nell'area 2,8%.

Tassi a 2 e 10 anni americani



Tale valore è assai elevato e probabilmente non tiene conto degli effetti duraturi che la crisi dell'area euro ha determinato nei portafogli obbligazionari degli investitori istituzionali "costretti" ad investire in un numero sempre minore di emittenti tripla A o similari. Riteniamo però che il processo di normalizzazione tra core e periferia sia destinato a proseguire, e che questo determini una risalita dei tassi tedeschi. In questo scenario il flusso cedolare maggiore dei titoli periferici li rende più attraenti in termini di total return.

AZIONI

EQUITY	20 dic	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
S&P 500	1809.60	1.93%	0.27%	26.88%
Stoxx 600	320.16	3.36%	-0.81%	14.47%
Eurostoxx50	3036.56	3.92%	-0.64%	15.20%
Topix	1261.64	1.84%	1.05%	46.74%
FTSE Asia exJp	474.00	0.06%	-2.20%	-1.78%
FTSE Emer Mkt	484.76	-0.27%	-2.22%	-7.71%
VIX	14.15	-1.61	1.89	-3.87
V2X	14.81	-3.39	0.55	-6.54

In attesa della reportistica sull'ultimo trimestre dell'anno abbiamo una situazione, al momento, divergente fra le stime degli analisti bottom-up e le guidance del top management delle società. Nell'ultimo mese le stime utili sono state riviste al rialzo, sia per il trimestre in corso che per il 2014, con crescita attese ora al 14% fra gli analisti bottom-up e 7% fra gli strategist top-down. Il lato delle imprese presenta un quadro diverso e da interpretare in quanto gli indicatori di fiducia (ISM) continuano a dare segnali di miglioramento mentre le guidance sono molto meno supportive. Fra i motivi di spiegazione vi potrebbe essere in parte il "fisiologico" tentativo delle società di calmierare le attese e in parte anche un effetto trascinarsi dello shutdown avvenuto nei mesi scorsi. Un'idea più precisa sarà possibile con la reportistica del quarto trimestre che partirà il 9-10 gennaio prossimo.

Il rally dei mercati da metà 2012 ad oggi ha riportato le valutazioni del mercato azionario europeo nel suo complesso vicino ai massimi degli ultimi anni se valutati sulla metrica del P/E a 12 mesi. Questo perché l'aumento delle quotazioni non è stato accompagnato (ancora) da un aumento degli utili, che anzi hanno continuato a rimanere pressoché invariati nel periodo. Anche il *momentum* degli utili a livello aggregato continua a non segnalare nessun miglioramento per il prossimo futuro, mentre le fiducie delle imprese sono tornate sopra quota "50". Tuttavia, come già evidenziato alcuni segnali positivi cominciano a giungere proprio da quei settori e da quei titoli che sono stati più penalizzati dalla crisi europea. Questi sono anche i comparti in cui c'è più spazio per una ripresa dei profitti essendo rimasti molto indietro rispetto ai loro competitor più internazionali.



VALUTE

CURRENCY	20 dic	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
EUR / USD	1.3658	-0.4%	0.9%	3.5%
EUR / YEN	142.64	0.7%	4.0%	24.8%
USD / YEN	104.44	1.2%	3.1%	20.6%

Il rafforzamento dell'euro rispetto al dollaro pur in presenza di aspettative divergenti sull'atteggiamento della banche centrali può essere spiegato se si guarda con maggiore attenzione al differenziale dei tassi tra Treasury e Bund a diverse scadenze. L'allargamento vi è stato per le scadenze a 10 e 5 anni, ma non per il 2 anni, grazie soprattutto alla "forward guidance" della FED che ha tenuto ancorata la parte a breve della curva.

Valute emergenti: manteniamo un giudizio di neutralità, sebbene nel breve non si vedano motivazioni di carattere fondamentale a sostegno di queste divise. L'area con minori debolezze dovrebbe essere l'Asia che potrebbe beneficiare di un qualche flusso in entrata dovuto alla volontà di diversificazione degli investitori nipponici e dai ribilanciamenti di lungo termine ai cui si attendono gli investitori istituzionali.

Yen: manteniamo un giudizio moderatamente negativo.

MATERIE PRIME

COMMODITY	20 dic	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
OIL	98.81	2.3%	4.2%	7.6%
CRB Index	281.4	0.6%	2.2%	-4.6%
Gold	1196	-3.2%	-3.9%	-28.7%
Silver	19.41	-1.4%	-2.4%	-35.8%
Copper	331	0.0%	3.1%	-9.3%
Gas	4.47	2.7%	18.6%	33.4%

Dopo 10 anni di performance positive, il 2013 sancirà il terzo anno consecutivo di performance deludenti da parte del complesso delle commodities. Le cause di un contesto negativo per questa asset class sono note: rallentamento delle economie emergenti e della Cina in particolare, la banca centrale americana che si sta orientando sempre più verso una "normalizzazione" della sua politica monetaria di supporto al mercato e la situazione di eccesso di offerta in molti comparti causati da un incremento produttivo indotto dai forti investimenti negli anni in cui la fame di materie prime sembrava insaziabile.

Il 2014 dovrebbe essere un anno di assestamento. si intravede una crescita dell'economia USA tonica, con probabili effetti che si propagheranno verso altri mercati sviluppati, e il ritmo di crescita cinese dal 10%-12% annuo si sta stabilizzando al livello del 7%-8% con i prezzi delle commodities che ci sembra abbiano incorporato il nuovo contesto..

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.

