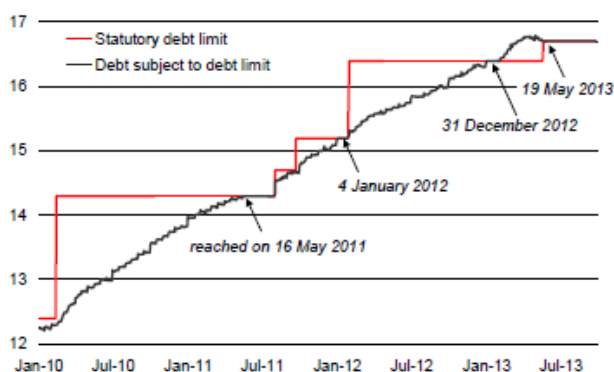


IL QUADRO MACRO

STATI UNITI

DEBT CEILING HAS LONG BEEN REACHED

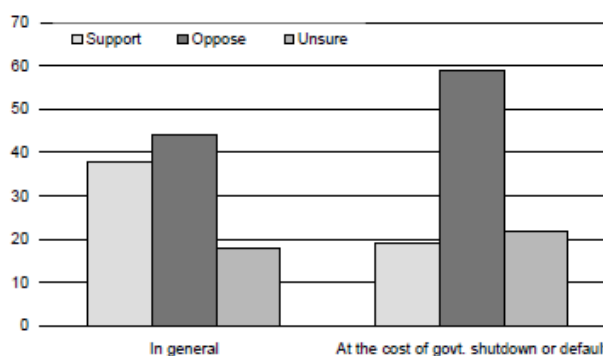
Chart 1: Federal government debt, in USD bn



Il dato più importante del periodo, quello relativo al mercato del lavoro, non è stato pubblicato a causa della chiusura degli uffici pubblici conseguente al mancato accordo sul budget federale. Ed è proprio lo shutdown degli uffici governativi iniziato il 1° ottobre la novità più rilevante di inizio ottobre. Questo stato di cose, se protratto nel tempo, è in grado di incidere negativamente sul PIL USA del quarto trimestre, in quanto associato ad una forte riduzione del monte stipendi erogato dallo stato federale ai propri dipendenti. Alcune case di investimento stimano un contributo negativo dello 0,15% (annualizzato) per ogni settimana di chiusura dell'attività nel pubblico impiego. Difficile fare previsioni su quanto possa durare una simile situazione, dato che alcuni commentatori ipotizzano una risoluzione dell'attuale impasse sul budget in concomitanza dell'approssimarsi della questione ben più importante del *debt ceiling* a metà ottobre. Dato che lo scontro politico sembra essersi radicalizzato a un punto tale che non sia più possibile raggiungere un compromesso, la battaglia potrebbe terminare solo con la capitolazione di una

delle due fazioni; cosa che però potrà avvenire solo con un elettorato chiaramente schierato.

Chart 9: Do you support or oppose defunding Obamacare (responses in %); CNBC poll, September 16-19, 2013



La mancata pubblicazione di rilevanti statistiche macro complica la lettura del quadro USA, e rende probabile un rinvio da parte della FED del *tapering*, la diminuzione degli acquisti di obbligazioni USA. Nel mentre, i dati rilasciati da organismi privati come l'ISM manifatturiero e quello non manifatturiero hanno dato esiti discordanti.

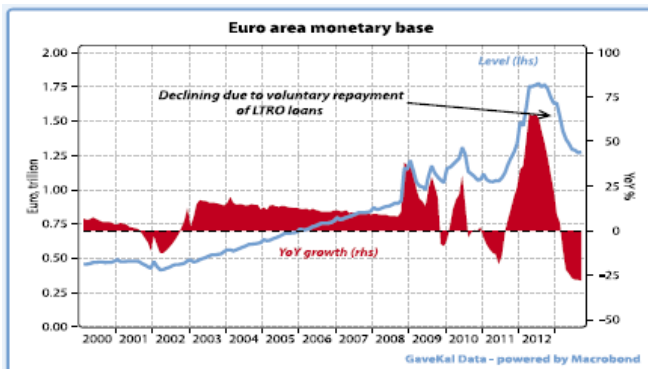
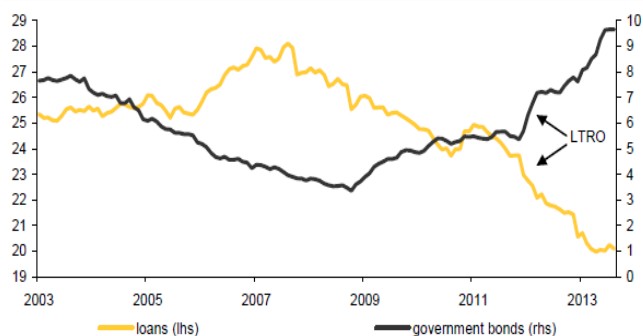
AREA EURO

Nell'area euro l'evento potenzialmente più rilevante doveva essere il comitato mensile di politica monetaria. Tuttavia non sono stati fatti annunci di sostanza e questo un po' ha deluso i mercati. È vero che le parole di Draghi hanno avuto un tono molto accomodante nel descrivere la ripresa economica europea come ancora molto fragile, e che il Governatore ha ribadito la disponibilità ad agire sia sul fronte tassi che su quello della liquidità (nuovo LTRO). Tuttavia i mercati non hanno gradito l'assenza di menzioni alla dinamica in rafforzamento del cambio, al basso livello di inflazione o alla risalita del tasso EONIA. Nei mercati l'aspettativa che la BCE si muova, o sul



fronte tassi o su quello della liquidità, è presente. Tuttavia quello che anche i più ottimisti fanno fatica ad individuare sono il timing e le motivazioni con cui la BCE può coagulare il consenso al proprio interno per procedere in accordo con le aspettative di mercato.

Last LTROs intensified crowding out of loans by government bonds
Spanish/Italian banks: Holdings of domestic government bonds and loans to non-financial corporations, in per cent of total bank assets



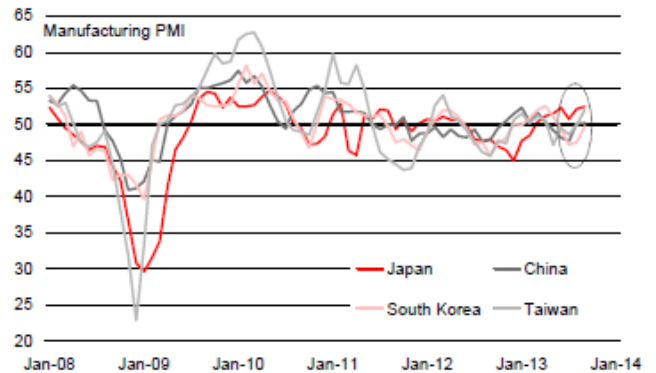
GIAPPONE

L'introduzione dell'IVA è stata accompagnata da un nuovo piano di spesa pubblica per attutirne in parte gli effetti recessivi sulla domanda aggregata. Pertanto almeno per i prossimi 12 mesi non sembra che il governo voglia eccedere nel rigore fiscale procedendo con molta cautela alla riduzione dell'ampio disavanzo pubblico.

PAESI EMERGENTI

La tornata dei PMI di settembre ha mostrato un miglioramento generalizzato ma modesto del ciclo

economico, soprattutto per l'area asiatica. Cina e India invece sono risultate in controtendenza con un leggero calo di questo indicatore. Lo scenario cinese permane quello di una stabilizzazione del ciclo dopo una fase di deterioramento, più che quello di una decisa ripresa dell'attività produttiva.



Source: Thomson Datastream, Markit, UniCredit Research

I MERCATI

OBBLIGAZIONI

BOND	04 ott	27-set	06-set	31 dic 12
USA 10Y	2.63	2.62	2.93	1.76
USA 2Y	0.33	0.33	0.45	0.25
GER 10Y	1.83	1.78	1.95	1.32
GER 2Y	0.17	0.17	0.27	-0.02
Euribor 3m	0.23	0.22	0.23	0.19
Euro\$ 3m	0.24	0.25	0.26	0.31
Itrax Crossover	403	400	412	482

Il periodo non è stato esente da volatilità, soprattutto sui titoli di Stato italiani inseguito alle incertezze, poi dissipatesi, circa la tenuta del governo Letta. L'assenza di dati macroeconomici a seguito della chiusura degli uffici pubblici ha "congelato" le aspettative sulla FED, per cui i movimenti sul mercato obbligazionario americano sono risultati molto contenuti.



AZIONI

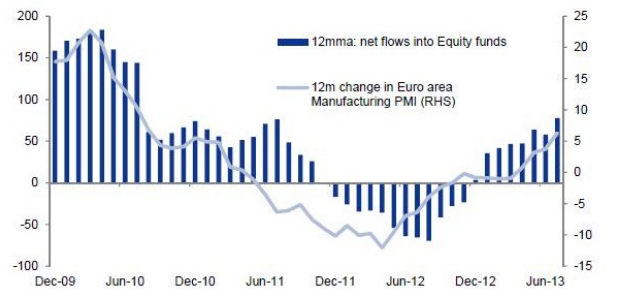
EQUITY	04 ott	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
S&P 500	1678.66	-0.77%	1.42%	17.70%
Stoxx 600	309.68	-0.80%	1.17%	10.73%
Eurostoxx50	2921.56	0.08%	4.21%	10.84%
Topix	1163.82	-4.41%	1.39%	35.36%
FTSE Asia exJp	482.19	0.26%	4.71%	-0.08%
FTSE Emer Mkt	496.25	0.86%	5.60%	-5.52%
VIX	17.67	2.21	1.82	-0.35
V2X	19.41	2.49	-0.82	-1.94

Dati tutti gli eventi politici ed economici che hanno contraddistinto la parte finale del periodo di riferimento, non stupisce la performance altalenante di tutti gli indici azionari mondiali. Ciò che stupisce, semmai, è la sostanziale tenuta di livelli già di per sé elevati, in presenza di situazioni quantomeno incerte su entrambe le sponde dell'Atlantico. È presumibile, quindi, che in assenza di tali incertezze, principalmente di natura politica, i mercati azionari sarebbero saliti ulteriormente, guidati dal solito tema della ricerca di rendimento per l'ingente liquidità presente sul mercato. Ne è la prova il mercato italiano, il migliore della settimana, nonostante una crisi di governo evitata in extremis ed è un'ulteriore conferma dell'interesse degli investitori sul mercato europeo più in generale.

Tuttavia qualcuno comincia a chiedersi se uno degli argomenti a favore dell'acquisto di azioni europee, in particolare il fatto che gli investitori siano sottopeso su questa asset class, stia in realtà venendo meno. Tutto è nato dal solito sondaggio di ML sul posizionamento dei gestori di fondi secondo cui il 36% degli asset allocator globali, sarebbero in realtà già sovrappeso sulle azioni del vecchio continente. Secondo Goldman Sachs, però, se è vero che negli ultimi dodici mesi si sono visti flussi in ingresso nei fondi europei pari a circa 80 mld €, questo è storicamente correlato con il miglioramento degli indici di fiducia delle imprese che ha ancora spazio per salire e si confronta con

dei numeri del 2009-2010 che erano intorno a 150 mld €

Steady pick-up in demand for equities from European investors (EUR bn)

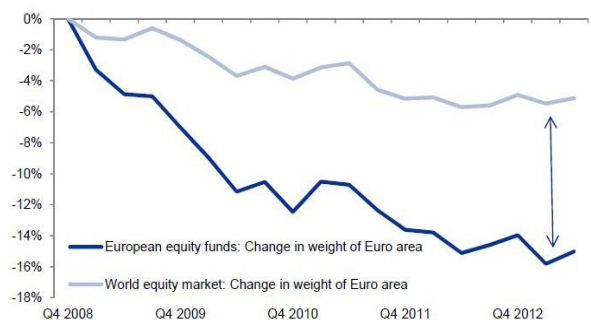


ECB, Datastream, Haver.

Inoltre, siccome negli ultimi anni gli investitori erano andati progressivamente sottopeso su questa asset class, potremmo assistere a una crescita ulteriore di tali flussi nel prossimo futuro. Anche JPM arriva alla stessa conclusione guardando, però, al peso degli ETF specializzati sul mercato europeo, rispetto al peso che dovrebbero avere in relazione alla rappresentazione negli indici globali.

Fintanto che i dati macro continueranno ad essere di supporto e non ci saranno eventi esterni che condizioneranno in negativo il sentiment degli investitori, il mercato azionario europeo ha ancora spazio per salire.

Exhibit 6: European investors have reduced their allocation to Euro area equities by 15 pp Cumulative change of weight in Euro area

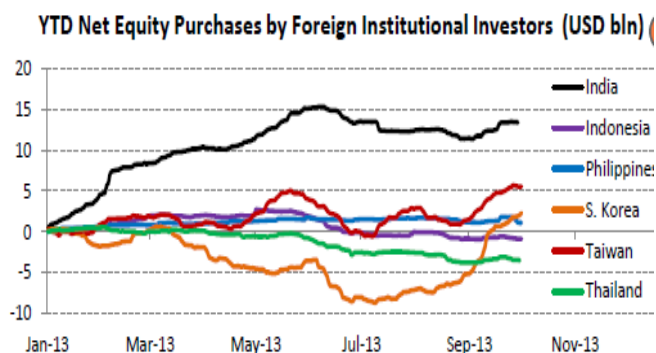


Source: ECB, Datastream, Haver, Goldman Sachs Global Investment Research.

La stabilizzazione delle condizioni macroeconomiche nei principali mercati emergenti ha portato l'interesse degli investitori ad affacciarsi nuovamente sull'area. L'atteggiamento è estremamente selettivo sia per quanto riguarda i



settori (a favore dei temi ciclici a scapito di quelli difensivi) sia per quanto riguarda i paesi. A tal proposito i primi timidi flussi in ingresso sull'asset class si sono concentrati sui paesi le cui finanze godono di una buona salute come la Corea, evitando, per contro, quei paesi che presentano deficit della bilancia commerciale e/o deficit fiscali come l'Indonesia.



La prossima settimana si aprirà la reportistica in India. Dopo 3 trimestri di crescita zero, anche le aspettative per questo trimestre sono modeste, a riprova del fatto che la difficile situazione congiunturale, in unione con una politica poco incline alle riforme strutturali stanno creando tensioni al tessuto produttivo del paese.

VALUTE

CURRENCY	04 ott	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
EUR / USD	1.3591	0.5%	3.2%	3.0%
EUR / YEN	131.96	-0.8%	1.2%	15.4%
USD / YEN	97.10	-1.3%	-2.0%	12.1%

Il dollaro è risultata la valuta debole del periodo, perdendo terreno sia contro lo yen che contro euro. Soprattutto rispetto alla divisa unica sono stati raggiunti nuovi minimi di periodo, dopo la riunione

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.

della BCE, il cui atteggiamento verso le dinamiche valutarie è apparso alquanto distaccato.

MATERIE PRIME

COMMODITY	04 ott	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
OIL	103.89	1.0%	-6.0%	13.1%
CRB Index	286.1	-0.3%	-2.5%	-3.0%
Gold	1318	-1.5%	-5.1%	-21.4%
Silver	21.80	-0.1%	-8.5%	-27.9%
Copper	331	-0.5%	1.5%	-9.3%
Gas	3.52	-1.9%	-0.3%	5.1%

La situazione di stallo nelle discussioni tra le due parti politiche americane sulla legge di bilancio e sulle modalità dell'esercizio provvisorio, che ha portato all'inizio della settimana allo "shutdown" di alcuni servizi non essenziali dell'amministrazione federale, hanno dato impulso al prezzo dell'oro e causato una correzione nel prezzo del WTI. Il ragionamento dei mercati è stato quello di vedere nello "shutdown" un pericolo alla crescita, e per conseguenza una diminuzione della domanda di energia. Le conseguenze sulla debolezza della valuta americana hanno invece temporaneamente rivalutato l'oro come copertura dal rischio di portafoglio legato al cambio.

La situazione è però rapidamente mutata. Per ciò che riguarda l'oro, l'attenzione si è rifocalizzata sui dati relativi alla domanda proveniente dai paesi più tradizionalmente interessati all'acquisto (India e Cina) che ad agosto di quest'anno è letteralmente crollata, pur se con un timido rimbalzo durante settembre. Per il petrolio invece entra nel pieno la stagione degli uragani, con le interruzioni che inevitabilmente potranno verificarsi all'attività degli impianti produttivi e conseguente difficoltà di approvvigionamento nei mercati.

