

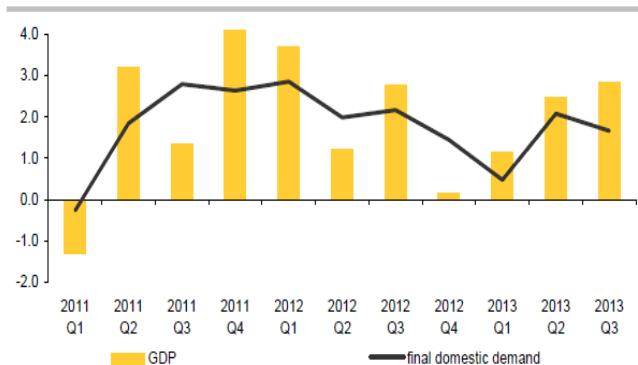
IL QUADRO MACRO

STATI UNITI

I dati di maggior interesse sono stati quelli relativi al PIL del terzo trimestre, risultato in accelerazione (2,8% trimestrale annualizzato) rispetto alla media del 2% a cui si è mossa l'economia americana da dopo la recessione e quelli relativi al mercato del lavoro.

Per quanto riguarda il primo l'accelerazione della crescita non deve trarre in inganno, in quanto è stata determinata da un accumulo, probabilmente involontario, delle scorte. Le più rilevanti componenti autonome della domanda, consumi e investimenti, non hanno mostrato alcun segnale di svolta muovendosi in linea con le recenti medie storiche.

CHART: underlying momentum of the US economy remains close to 2%
real GDP, real final domestic demand; quarterly change at annual rate in %



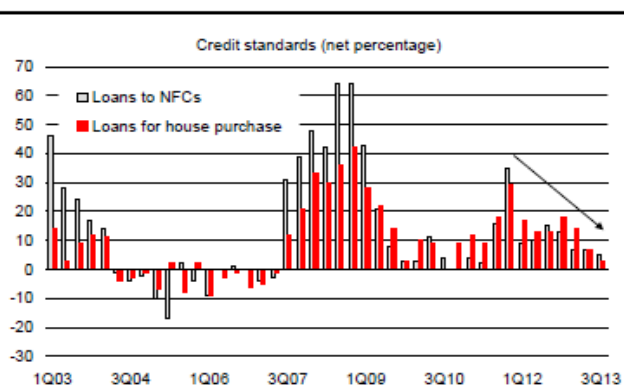
Nonostante lo shutdown i dati a più alta frequenza, come quelli relativi al mercato del lavoro mostrano un'economia in decente stato di salute e, quello che più conta, con gli indicatori anticipatori posizionati per quell'accelerazione del tasso di crescita del PIL atteso sia dalla banca centrale che dal consenso. Quindi il tapering rimane giustamente nel radar dei mercati finanziari, e con esso l'aspettativa di tassi in salita per le parti a lunga della curva americana.

AREA EURO

L'evento più rilevante sui mercati finanziari è stata la decisione della BCE di ridurre il costo del denaro di 25 p.b. portandolo allo 0,25%. Inoltre è stato esteso fino a metà 2015 il regime di liquidità illimitata (full allotment) alle banche private che ne fanno richiesta. In questo modo scavalcando la scadenza dell'altro meccanismo di erogazione della liquidità (LTRO) che terminerà a fine 2014.

L'evento che ha messo d'accordo falchi e colombe all'interno del direttivo è stato l'accentuarsi del significativo trend discendente dell'inflazione, che nell'ultima lettura (allo 0,7% annuale) si è discostata in maniera significativa dal target del 2% stabilito dalla banca centrale. Avendo la BCE un preciso mandato su questo tema è stato questo sviluppo che ha indotto i falchi a cedere alle richieste delle colombe. Altri fattori, come il tasso di cambio e la necessità di sostenere il credito non sono stati menzionati nella conferenza stampa come determinati per la decisione della BCE. La BCE ha inoltre ribadito con forza che è pronta a fare di tutto per mantenere un atteggiamento estremamente accomodante non escludendo ulteriori interventi sui tassi, dato che le proprie aspettative sull'inflazione risultano estremamente contenute.

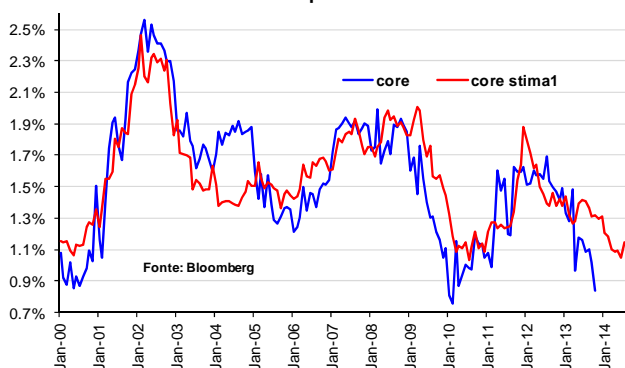
CHART 1: PACE OF NET TIGHTENING SLOWS



Sarà quindi l'utilizzo di strumenti convenzionali quali il livello dei tassi la strada che verosimilmente seguirà nel caso voglia ulteriormente incrementare il proprio posizionamento accomodante per combattere un'inflazione restia a rialzare la testa. Probabilmente quindi a breve non sono in programma mosse di tipo non convenzionale quali un nuovo LTRO, visto che l'attuale contesto del credito appare in miglioramento.

Date le nostre aspettative sull'inflazione, che dovrebbe aver raggiunto il minimo dell'attuale fase ciclica (si veda il grafico sotto riportato), l'azione su tassi dovrebbe essere giunta al termine; tuttavia l'atteggiamento continuerà ad essere estremamente accomodante e quindi ad avere effetti positivi sulle borse, sugli spread dei paesi periferici e sul livello dei tassi tedeschi.

Inflazione core e stima sulla base degli indicatori anticipatori

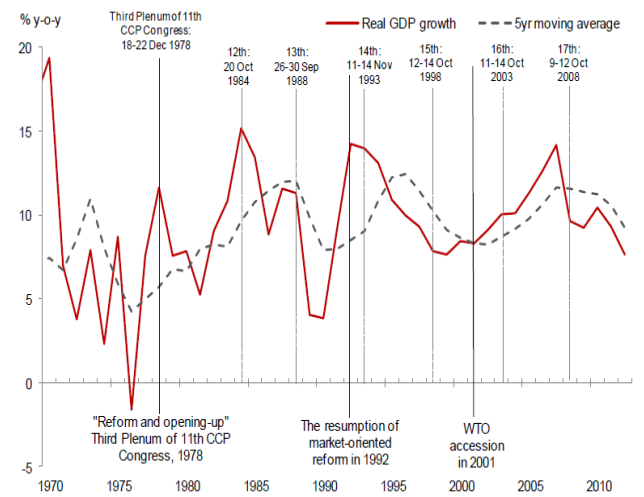


PAESI EMERGENTI

Dopo l'accelerazione mostrata dai dati del terzo trimestre (in particolare PMI, crescita del PIL e inflazione), c'è grande attesa per la riunione plenaria del Partito Comunista cinese. Le aspettative puntano verso il rilascio di un piano di riforme strutturali a lungo termine (soprattutto liberalizzazioni bancarie e sui tassi e leggi anti-corruzione), la cui efficacia appare in ogni caso incerta per evidenti problemi di implementazione.

L'importanza di questo plenum sembra comunque paragonabile a quelli del 1978, 1992 e 2001, che portarono tutti ad ampi cambiamenti nell'economia cinese. Per l'outlook di breve periodo anche la Central Economic Working Conference di dicembre darà importanti segnali riguardanti le politiche fiscali e monetarie per il 2014, insieme al target di crescita ufficiale del PIL. Le aspettative sono di *tightening* in entrambi i casi, da un lato per contenere i rischi, dall'altro per evidenziare l'accento sulle riforme strutturali più che sulla crescita nel breve periodo.

Fig. 1: Reform and CCP Congress timeline, real GDP growth and 5yr moving average



Source: CEIC and Nomura Global Economics.

Dalla Russia arriva la conferma ufficiale del pericoloso rallentamento della crescita da parte del ministro delle Finanze, Alexei Ulyukayev. Le previsioni per la crescita del 2013 si attestano all'1,8% mentre quelle per il 2014 non vanno oltre il 3%, ben al di sotto del target del 5% del Presidente Putin. Le cause sono ben note e possono sintetizzarsi nell'esaurimento dei driver della crescita nel periodo precedente il 2008 (soprattutto incremento nei prezzi del gas e del petrolio).

Si segnala inoltre il dato del PIL del terzo trimestre per l'Indonesia, in discesa al +5,6% dopo il +5,8% del secondo. Le prospettive sono di crescita in rallentamento, un compromesso che le autorità saranno costrette ad accettare per migliorare la situazione attualmente ancora negativa del *current account*.



I MERCATI

OBBLIGAZIONI

BOND	08 nov	01-nov	11-ott	31 dic 12
USA 10Y	2.74	2.62	2.69	1.76
USA 2Y	0.31	0.31	0.35	0.25
GER 10Y	1.75	1.69	1.86	1.32
GER 2Y	0.10	0.11	0.18	-0.02
Euribor 3m	0.22	0.23	0.23	0.19
Euro\$ 3m	0.24	0.24	0.24	0.31
Itrax Crossover	340	344	371	482

La tenuta dell'economia americana illustrata dai dati economici diffusi nel periodo ha riproposto il tapering come tema di attenzione sui mercati obbligazionari e non solo. Di conseguenza le parti a lunga della curva americana si sono mosse al rialzo, e in questo movimento hanno coinvolto il decennale tedesco, nonostante la riduzione a sorpresa del tasso Refi decisa dalla BCE. Bene i prodotti a spread denominati un euro, sia corporate sia governativi periferici che hanno visto differenziali di rendimento a scadenza stabili o addirittura in lieve compressione.

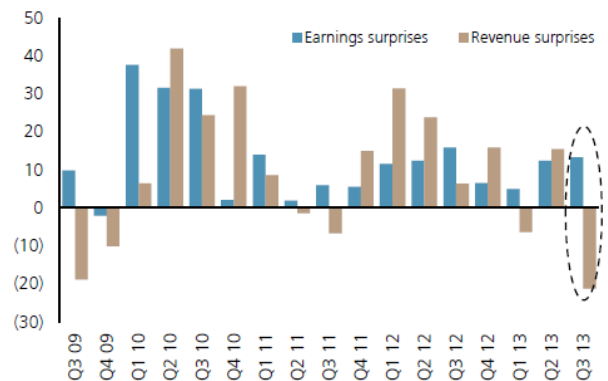
AZIONI

EQUITY	08 nov	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
S&P 500	1752.20	-0.54%	2.88%	22.86%
Stoxx 600	321.12	-0.12%	3.05%	14.82%
Eurostoxx50	3018.30	-1.11%	1.48%	14.51%
Topix	1176.42	-0.56%	-1.73%	36.82%
FTSE Asia exJp	486.74	-1.68%	-0.28%	0.86%
FTSE Emer Mkt	490.78	-2.94%	-2.69%	-6.56%
VIX	13.55	0.27	-2.17	-4.47
V2X	17.53	1.32	-0.73	-3.82

Siamo entrati nel vivo della reporting season in Europa. Attualmente circa il 40% delle società hanno già riportato i risultati del terzo trimestre e si può già cominciare a trarre alcune conclusioni. Se si guardano solo gli utili, le aziende stanno

riportando in linea con le previsioni degli analisti con circa 50% di casi sopra le attese e 40% peggio delle attese. Ma la vera sorpresa di questo trimestre arriva dai fatturati su cui mediamente le aziende stanno deludendo. In effetti solo il 25% battono le stime a fronte di un 45% che non raggiungono le attese e se il trend dovesse continuare così questa finirebbe per essere la peggiore stagione reportistica in termini di fatturati per le aziende europee dal 2009. Tuttavia sembra che il mercato non sia più di tanto allarmato da questa evoluzione ed in effetti in parte era prevedibile, considerato che una delle maggiori cause è stata la forza dell'euro rispetto alle altre valute. Il rapporto di cambio si è rivalutato del 6% contro il dollaro e addirittura del 15% contro alcune valute dei Paesi Emergenti. Michelin, Shneider e Luxottica sono solo alcune delle società che hanno riportato un effetto negativo del cambio sui fatturati trimestrali. E proprio il fatto che questo effetto non sia altrettanto evidente sugli utili è incoraggiante perché significa che le imprese hanno saputo intraprendere una gestione oculata del rischio cambio mantenendo una giusta proporzione di costi e ricavi in valute estere. Ovviamente l'effetto sarebbe molto più preoccupante se protratto nel tempo perché rischierebbe di minare la competitività delle nostre aziende nei confronti di quelle che beneficiano di una valuta più debole.

Figure 1: Earnings vs. revenue surprises (company count)

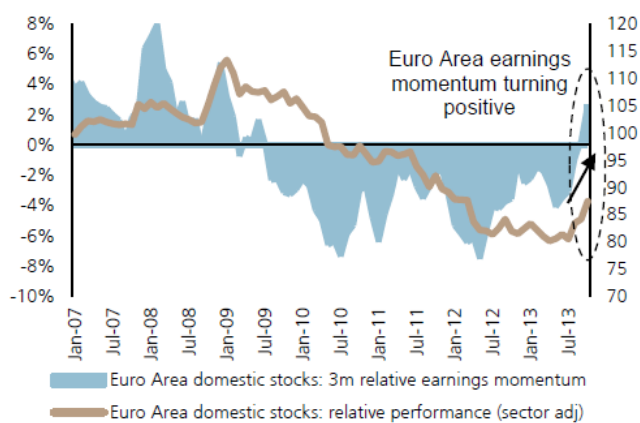


Source: UBS European Equity Strategy, Bloomberg



Un messaggio senza dubbio più rassicurante, al contrario, arriva da quelle aziende che hanno una più marcata esposizione ai mercati domestici, che non subiscono l'effetto negativo della valuta e anzi confermano segnali di miglioramento nelle economie locali. Ne sono un esempio Renault che parla di stabilizzazione in Europa e Carrefour che ha battuto le stime proprio grazie all'esposizione al vecchio continente. Proprio per questo motivo a livello aggregato gli analisti stanno rivedendo al rialzo le stime di queste aziende che per la prima volta dopo tanto tempo si stanno comportando meglio del mercato nel suo complesso.

Figure 6: Eurozone upgrades...



Source: UBS European Equity Strategy, Thomson Datastream

Intanto la reporting season sta procedendo senza grosse sorprese negli Stati Uniti a conferma del fatto che lo stallo politico ha avuto un effetto limitato sulle aziende che lo hanno considerato poco significativo. Anche qui, tuttavia, pesa il rallentamento dei Paesi Emergenti, in particolare della Cina, che però non desta preoccupazioni perché viene percepito come transitorio.

Anche sui mercati emergenti si sta concludendo la reportistica degli utili relativi al terzo trimestre. Se in Asia si registrano poche novità, con la reportistica cinese in linea con le aspettative che prevedevano un indebolimento dei settori più legati agli

investimenti governativi e una qualità del credito bancario in deterioramento, in America Latina le società stanno pubblicando utili migliori delle aspettative. In Brasile, in particolare le sorprese positive si sono manifestate a livello dei margini operativi in ripresa e relativamente a gran parte dei settori (se si fa l'eccezione dei consumi discrezionali ancora in affanno), con più di metà delle società che hanno riportato che stanno battendo le aspettative degli investitori. Nonostante le perduranti difficoltà del settore petrolifero, il cui peso è rilevante sul mercato brasiliano, alcuni strategisti stanno rivedendo al rialzo le raccomandazioni sul paese, supportati da un quadro macro e valutario in stabilizzazione e da una dinamica degli utili che sembra aver toccato il fondo ed essere pronta alla ripresa.

In Asia un appuntamento importante è dato dal plenum del Partito Comunista cinese che è in corso; in agenda dovrebbero esserci le tanto auspicate riforme per un ulteriore passo di apertura dell'economia cinese tramite la revisione delle partecipazioni statali e cambio di rapporti tra amministrazione centrale e quelle locali soprattutto per quanto riguarda la contrazione dei debiti.



VALUTE

CURRENCY	08 nov	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
EUR / USD	1.3354	-1.0%	-1.4%	1.2%
EUR / YEN	132.14	-0.9%	-0.9%	15.6%
USD / YEN	98.96	0.2%	0.5%	14.2%

La decisione della BCE di ridurre i tassi di interesse e le aspettative sul tapering indotte dal contesto macro favorevole negli USA hanno impresso un brusca svolta al cambio euro dollaro che dopo una fase di forza della divisa europea fino all'area 1,39 ha effettuato un'improvvisa virata verso quota 1,33. Decisamente più stabile il cambio dollaro yen.

MATERIE PRIME

COMMODITY	08 nov	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
OIL	94.60	0.0%	-7.3%	3.0%
CRB Index	272.9	-0.8%	-4.8%	-7.5%
Gold	1285	-2.2%	1.1%	-23.4%
Silver	21.41	-2.1%	0.6%	-29.2%
Copper	323	-2.0%	-1.1%	-11.5%
Gas	3.54	0.7%	-6.3%	5.6%

Continua la fase negativa dell'oro che da inizio anno ha perso più del 20%, influenzata dalla rinnovata attenzione dei mercati verso la possibilità che la banca centrale americana riduca già nel primo trimestre del 2014 il ritmo di acquisti sul mercato obbligazionario.

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.

