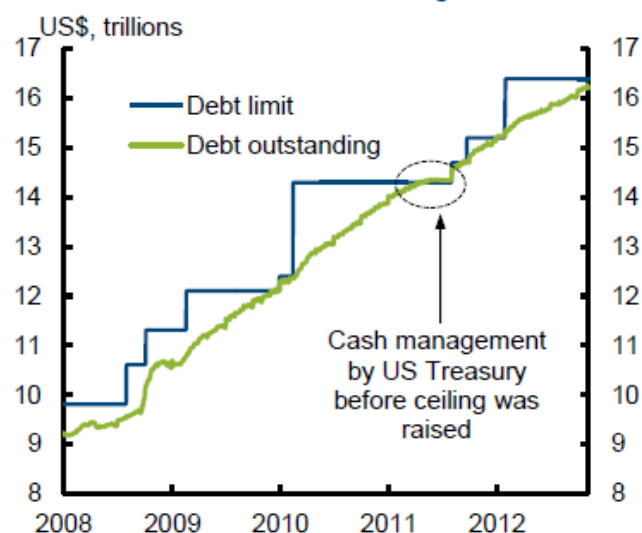


IL QUADRO MACRO

STATI UNITI

US Government debt and debt ceiling



L'esito delle elezioni americane è risultato quello a cui i commentatori economici avevano attribuito il numero maggiore di probabilità. Per l'Esecutivo rinnovo del mandato ad Obama e per il Legislativo bilanciamento di potere tra Democratici (vincitori al Senato) e Repubblicani (vincitori alla Camera). Il problema del "fiscal cliff" dovrà quindi essere affrontato in maniera congiunta tra i due partiti. Tre i possibili esiti:

- o 1) le parti non trovano un accordo, scattano i tagli automatici al bilancio e molto verosimilmente l'economia americana torna in recessione.
- o 2) Viene raggiunto un compromesso al ribasso che "grazia" l'economia USA per cui si evitano una parte dei tagli prorogando la durata degli stimoli in scadenza. Il problema viene quindi rinviato di 6 mesi – 1 anno e non si impostano misure in grado di aggredire i problemi strutturali del bilancio come la spesa sanitaria.
- o 3) Viene raggiunto un compromesso su come evitare l'impatto sul 2013 del "fiscal cliff", ma

vengono anche rassicurati mercati e agenzie di rating circa le prospettive di lungo termine del debito pubblico USA.

Il consenso sui mercati è per un accordo tra le parti che eviti la recessione nel 2013, ma che non affronti in maniera definitiva i problemi strutturali. Nelle due tabelle sotto riportate mostriamo le ipotesi di Pictet e UBS riguardo a quale sarà l'esito dell'accordo.

Il congresso probabilmente troverà l'accordo per mitigare le conseguenze delle stretta fiscale

Stime per il 2013	Impatto Economico		Probabile decisione politica	Impatto probabile
	\$bn	% PIL		
Agevolazioni sui redditi delle persone fisiche	250	1.6%	Prolungati	-
Taglio del cuneo fiscale	110	0.7%	Cancellato	0.7%
Sussidi di disoccupazione	50	0.3%	Cancellati	0.3%
Taglio automatico della spesa	90	0.6%	Distribuito su diversi periodi	0.3%
Iniziativa per limitare il drenaggio fiscale	120	0.8%	Prolungato	-
Altre misure fiscali	110	0.7%	Implementate parzialmente	0.3%
TOTAL	730	4.7%		1.6%

Table 1: Federal Fiscal Tightening (% of GDP)

	FY 2013 ⁽¹⁾	
	Potential ⁽²⁾	BNP Paribas
Total impact on GDP	-4.4	-1.0
Change in federal balance	1.1	1.1
Structural impact on federal balance	4.0	0.9
Cyclical impact on federal balance	-1.0	0.1
Revenues (+/-)	2.6	0.2
Expiration of 2% payroll tax cut	0.6	0.0
Expiration of Bush tax cuts, indexing AMT for Inflation, estate and gift tax provisions	1.5	0.0
Affordable care act	0.1	0.1
Other expiring tax provisions	0.4	0.1
Spending (+/-)	-0.8	-0.4
Sequestration	-0.4	-0.1
No unemployment insurance extension	-0.2	-0.1
Medicare fix	-0.1	0.0
Planned troop reduction ⁽⁴⁾	-0.1	-0.1
Other changes in revenues and spending	0.6	0.3
State and local structural tightening ⁽⁵⁾	0.4	0.4

Un primo segnale su come il presidente intenderà affrontare il tema verrà dalla nomina del nuovo segretario al Tesoro dopo le dimissioni già

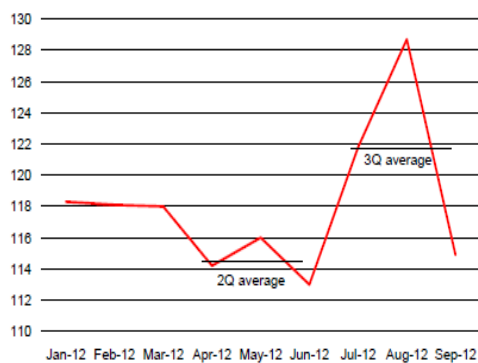


annunciate di Geithner. Qualora venisse nominato Erskine Bowles, persona di alto profilo e con idee personali su come affrontare globalmente i problemi del bilancio pubblico USA si tratterebbe di un segnale che l'amministrazione Obama intende guidare i negoziati, con una partecipazione attiva ma bipartisan. Viceversa nomine di più basso profilo lascerebbero intendere una maggiore delega da parte dell'Esecutivo alla capacità del Congresso di trovare un compromesso.

In tutto questo contesto la politica monetaria rimane lo strumento meno soggetto a vincoli nelle mani dei policymakers per fronteggiare la debolezza del ciclo economico dato che Obama a differenza di Romney non sembra intenzionato a mutare l'approccio fino ad ora seguito dalla FED.

AREA EURO

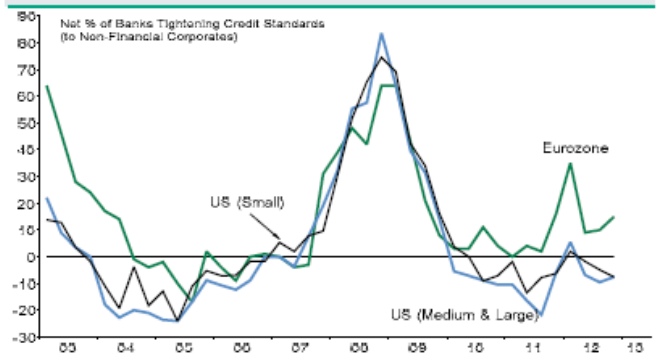
GERMANY'S VOLATILE AUTO VEHICLE PRODUCTION (SEASONALLY ADJUSTED, 2000=100)



Dall'analisi congiunturale giungono segnali che lo scostamento verificatosi tra sondaggi anticipatori e economia reale nel terzo trimestre si stia ricomponendo, con un peggioramento delle statistiche di produzione industriale che così si avvicinerebbero maggiormente a quanto suggerito dagli indicatori anticipatori. Si veda ad esempio la dinamica della produzione di auto in Germania nel grafico sopra riportato. Quindi continuano ad essere assenti segnali di una svolta nel PIL europeo, con la possibilità che la sorpresa positiva

sulla crescita in Q3 venga poi compensata da un peggioramento in Q4. Scenario che la BCE nella riunione di politica monetaria di questa settimana sembra sottoscrivere.

Chart 1: Credit standards for NFCs



A differenza degli USA l'area euro sta subendo ancora gli effetti di una stretta sul credito, in questo momento guidata più dalle aspettative negative sul ciclo economico che dalle difficoltà di finanziamento degli istituti bancari.

Chart 2: Loan demand from NFCs

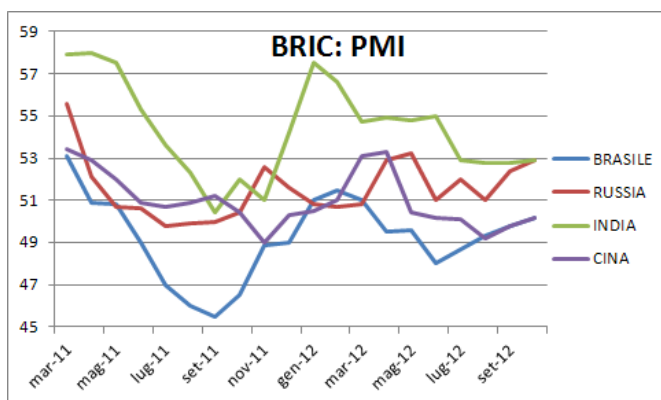


Tutto ciò che fino ad ora è stato detto a livello aggregato vale anche per il contesto italiano, con il settore delle esportazioni unico effetto mitigante di una recessione che abbraccia le altre componenti della domanda.

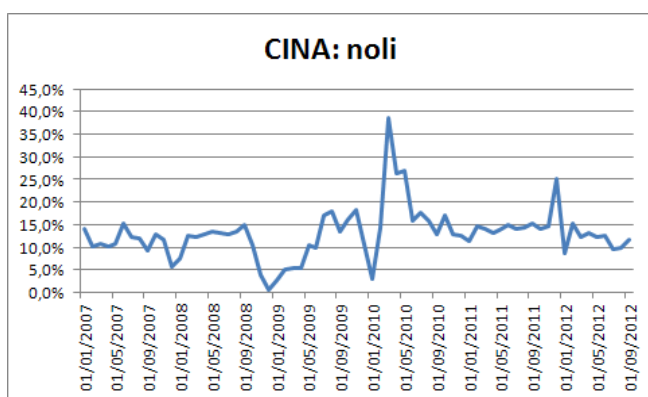
PAESI EMERGENTI



I paesi emergenti stanno vivendo un momento di stabilizzazione delle proprie economie, così come evidenziato dagli indici anticipatori PMI; indici che si sono riportati al di sopra della soglia di 50, che segna lo spartiacque tra crescita e recessione.



In questo contesto le politiche monetarie continuano ad essere accomodanti, con tassi storicamente sui livelli minimi (Brasile al 7.25%, Cina al 6%) e con un momentum on hold (nell'ultima settimana Corea, Indonesia, Malesia e Russia hanno mantenuto i tassi invariati).



Se da un lato le difficoltà delle economie occidentali si fanno ancora sentire sotto forma di export che, come nel caso di Taiwan, stentano a riprendere il sentiero della crescita, dall'altro le economie interne iniziano a dare segnali di tenuta; in particolare in Cina le vendite al dettaglio (+14.5% a

ottobre) e la produzione industriale (+9.6% nello stesso mese) entrambi in ripresa dai livelli dell'estate, fanno intravedere il tanto agognato punto di minimo dell'economia a cavallo tra il terzo e il quarto trimestre.

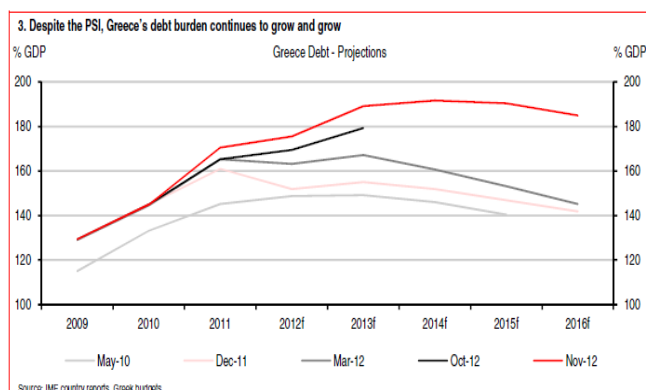
I MERCATI

OBBLIGAZIONI

BOND	09 nov	02-nov	12-ott	30 dic 11
USA 10Y	1.61	1.71	1.66	1.88
USA 2Y	0.26	0.28	0.26	0.24
GER 10Y	1.33	1.45	1.45	1.83
GER 2Y	-0.04	0.01	0.04	0.14
Euribor 3m	0.19	0.20	0.21	1.36
Euro\$ 3m	0.31	0.31	0.33	0.58
Itrax Crossover	533	514	541	755

Puntualmente ogni volta che si approssima il momento in cui l'Europa deve concedere una nuova tranche di aiuti alla Grecia aumenta la volatilità sui mercati obbligazionari europei. Formalmente la Grecia sta facendo i compiti a casa, con il varo questa settimana di nuove misure restrittive. Tuttavia rimane irrisolta la questione della solvibilità di lungo termine del paese ellenico dato che le stime sul debito pubblico futuro continuano ad essere riviste al rialzo principalmente a causa della perdurante recessione. Questo significa allungare i tempi dell'operazione di salvataggio della Grecia, ma soprattutto comporta nuovi aiuti da parte dell'Europa. La soluzione a questo problema non necessita di una risposta immediata ma è nuovamente entrata nel radar dei mercati, e quindi sul tavolo dei policymakers europei.





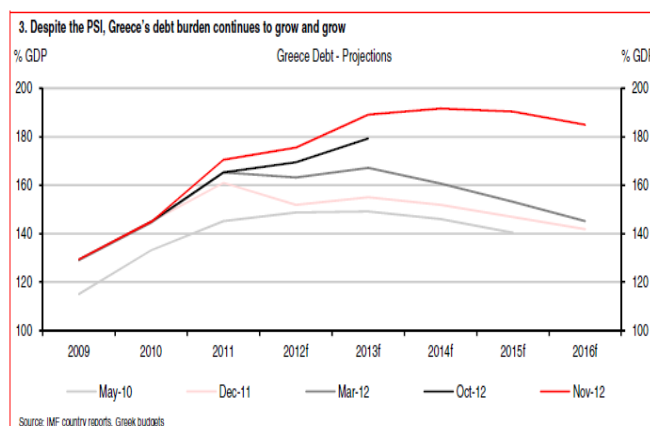
AZIONI

EQUITY	09 nov	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
S&P 500	1377.51	-2.59%	-3.58%	9.53%
Stoxx 600	268.76	-2.22%	-0.25%	9.90%
Eurostoxx50	2456.38	-3.56%	-0.51%	6.04%
Topix	730.74	-2.84%	1.73%	0.29%
FTSE Asia exJp	457.01	-0.78%	0.52%	12.72%
FTSE Emer Mkt	493.62	-1.49%	-1.03%	7.29%
VIX	18.49	0.90	2.35	-4.91
V2X	23.86	3.30	1.98	-0.19

Dopo l'attesa per le elezioni americane, terminate con l'esito più accreditato alla vigilia, gli investitori sono tornati a mettere sotto la lente i nodi che ci attendono nelle prossime settimane. In primo luogo, come descritto nel paragrafo dedicato agli USA, il *fiscal cliff*, per il quale ci si attende un compromesso in grado di spostare nuovamente più avanti le attuali scadenze. Questo non tanto o solo per il *gridlock* politico che perdura (con il Presidente Democratico, il Senato Democratico e la Camera Repubblicana i provvedimenti legislativi importanti devono essere bipartisan, quindi con iter più complicato) ma anche e soprattutto per le poche settimane disponibili prima che scattino i tagli automatici. In secondo luogo, sta tornando sulla scena la crisi Europea, da un lato con il peggioramento delle attese di crescita, annunciate prima dalla Unione Europea stessa e a breve

distanza dal Presidente Draghi a margine della riunione di politica monetaria di giovedì scorso. Il rallentamento economico sta infatti interessando anche la Germania, sinora meno esposta dei paesi periferici e accanto a ciò la dinamica del credito alle imprese e alle famiglie si sta ulteriormente deteriorando. In Italia a esempio siamo a contrazioni importanti e più accentuate di quelle che inizialmente sembravano punti di minimo della scorsa estate; i prestiti alle imprese segnano un -3,2% rispetto a un anno fa e quelli alle famiglie sono a un risicatissimo +0,1% (lo stesso dato al novembre 2011 era di un +4,5%).

Parallelamente c'è da mettere nuovamente mano al tema irrisolto della Grecia. Il Governo ha approvato le riforme attese e richieste dalla Toika e nel fine settimana è atteso approvare anche il budget 2013, però il via libera alla tranche di prestiti da 31,5 miliardi di euro, che sembrava dover essere approvata all'inizio della settimana entrante, è stato messo in forse dal ministro delle finanze tedesco che ha dichiarato che la discussione richiederà più tempo. Il problema, come detto ancora irrisolto, riguarda la sostenibilità del debito della Grecia, le ultime indicazioni vedono molto improbabile la contrazione del deficit sotto al 3% entro il 2016 e di conseguenza il picco del 190% di debito/PIL che il paese avrebbe dovuto raggiungere prima di seguire un percorso di rientro, è messo ulteriormente in dubbio.



Da tempo il consenso degli economisti si attende per la Grecia un nuovo intervento di taglio del debito; dopo il PSI (*Private Sector Involvement*) con l'importante decurtazione del debito nominale detenuto dal settore privato, per via del risicato peso residuo di quest'ultimo, ci si attende ora una sorta di *haircut* anche del debito detenuto dagli istituzioni un OSI (*Official Sector Involvement*). Tuttavia, questo presenta delle complicazioni tecniche, che potrebbero anche essere superate, ma soprattutto una complicazione politica legata al messaggio di "azzardo morale" che in questi anni di crisi la Germania ha voluto sempre evitare. Il fatto cioè che si possa rimettere parte del debito accumulato in anni di cattiva gestione della cosa pubblica. Anche in questo caso non c'è da attendersi una soluzione definitiva, magari un ulteriore passo in avanti in un percorso, passo che comunque richiede un consenso politico non indifferente che, purtroppo come abbiamo avuto modo di sperimentare in questi anni, la politica europea raggiunge solo quando lo stress è a livelli elevati e le scelte quasi obbligate, in modo da poterle "giustificare" al proprio elettorato nonostante l'impopolarità.

L'elemento di cui tenere conto in questo scenario è comunque che il rischio contagio oggi appare molto meno forte di qualche mese fa. L'OMT della BCE potrebbe infatti essere in grado di arginare l'estensione delle tensioni sulla Grecia agli altri paesi periferici. In questo senso sarebbe un buon segnale se dopo le elezioni in Catalogna il prossimo 25 novembre la Spagna si decidesse a chiedere gli aiuti alla EU e di conseguenza ad attivare il programma OMT della BCE. Come per il resto anche questo passaggio è comunque politicamente sgradevole per chi lo deve compiere. Sul fronte endogeno, delle imprese, si è sostanzialmente chiusa la stagione della reportistica negli USA con solo il 20% circa delle società che non raggiunto le stime, merito anche della severa revisione degli utili negli ultimi mesi. Il dato che però è apparso non molto incoraggiante è

che meno del 15% delle società, escludendo finanziari e utilities, ha raggiunto le attese in termini di ricavi. Segno che il processo di *cost-cutting* delle imprese ha delle possibilità che sino a tempo fa erano impensabili, visto che da tempo diciamo che senza una dinamica più tonica dei ricavi appare difficile che i profitti possano continuare a espandersi. Certo è che più passano i trimestri senza che i ricavi riprendano a crescere e più difficile appare in prospettiva la crescita.

In Europa siamo giunti al 60-70% delle società che hanno riportato e i risultati sinora indicano che poco più della metà delle imprese ha battuto le stime sui profitti, nonostante il significativo taglio delle stime degli ultimi mesi.

La sintesi, da una parte e dall'altra dell'Atlantico, è comunque stata quella di mettere in seria discussione le attese di ulteriore crescita dei profitti per il prossimo anno elaborate dagli analisti bottom-up che sono per gli USA nell'ordine del 12-13%, lontane dal consenso degli *strategist top-down* che ipotizzano un più modesto 5-6%. Quest'anno la distanza iniziale delle stime *bottom-up* e *top-down* è stata colmata con un ribasso delle stime dei primi e un *momentum* sugli utili non particolarmente brillante. I mercati hanno pur tuttavia performato bene con un po' di espansione dei multipli, che li ha portato più vicini alle medie, cosa che in uno scenario di politiche monetarie ultra accomodanti per un orizzonte di tempo prevedibile appare giustificabile. In prospettiva, stante gli attuali livelli, l'ulteriore progresso dei mercati sarà molto correlato alla crescita economica attesa che, per quanto modesta, volatile e fragile, è importante non si degradi ulteriormente.

In Cina è in corso il 18° congresso del Partito Comunista che sancirà il passaggio di consegne decennale all'interno del Politburo. I primi risvolti di carattere economico che stanno emergendo vanno nella direzione del sempre più forte *commitment* verso lo sviluppo dei consumi interni; nell'agenda programmatica di sviluppo fino al 2020 si è per la prima volta discusso di Prodotto Interno Lordo Pro



Capite, una delle metriche più significative per misurare l'effettivo stato di salute delle economie e il conseguente potenziale relativo ai consumi.

VALUTE

CURRENCY	09 nov	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
EUR / USD	1.2707	-0.9%	-1.9%	-2.0%
EUR / YEN	100.80	-2.3%	-0.7%	1.0%
USD / YEN	79.32	-1.4%	1.2%	3.0%

Terza settimana consecutiva di declino dello yen nei confronti del dollaro. Le motivazioni del movimento sono molteplici: in primo luogo le prospettive di crescita dei due paesi sembrano divergere con il Giappone avviato verso una nuova recessione e gli USA che, almeno prima del "fiscal cliff" beneficiano di dati sulla crescita incoraggianti. In secondo luogo la banca del Giappone appare intenzionata a fronteggiare il ciclo economico avverso con una decisione superiore al passato per quanto riguarda le misure straordinarie di espansione del bilancio.

Il terzo fattore di novità è costituito dall'imminente cambio della guardia alla BoJ, con la sostituzione dell'attuale governatore con una figura più legata

ad ambienti governativi e quindi più propensa ad assecondarne le richieste.

Si prospetta quindi una fase di debolezza per la divisa nipponica, che dovrebbe però avere nell'aumento del differenziale dei tassi tra Stati Uniti e Giappone il più convinto fattore di sostegno. Elemento che al momento manca.

MATERIE PRIME

Continua la fase negativa sulle materie prime, con l'indice aggregato che ha perso quasi l'8% nell'ultimo mese. In netta contro tendenza questa settimana i beni rifugio come l'oro e l'argento con guadagni superiori al 3%.

COMMODITY	09 nov	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
OIL	84.71	-0.2%	-7.8%	-14.3%
CRB Index	291.9	-0.1%	-4.8%	-4.4%
Gold	1736	3.5%	-1.4%	10.1%
Silver	32.51	5.2%	-3.6%	15.3%
Copper	342	-1.7%	-7.6%	-0.4%
Gas	3.54	-0.5%	-2.1%	18.3%

PROSSIMA SETTIMANA

	USA	EMU	EM. MKT	EARNINGS
Lunedì 12			RUS: PIL Q3.	EU: Campari Pirelli BPM
Martedì 13	Fiducia piccole imprese.	GER: indice fiducia ZEW;		US: Cisco H. Depo EU: Vodafone ISP UCG EDF Mediaset Enel UBI MPS BP
Mercoledì 14	Prezzi alla produzione; Vendite al dettaglio.	EMU: produzione industriale;	IND: prezzi all'ingrosso.	EU: Exor Infineon
Giovedì 15	Sussidi alla disoccupazione; inflazione.	EMU: PIL Q3;		US: WalMart Dell
Venerdì 16	.			EU: Volvo Henkel

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.

