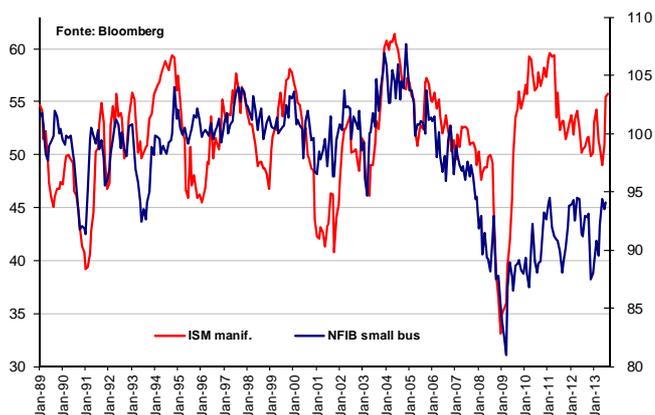


IL QUADRO MACRO

STATI UNITI

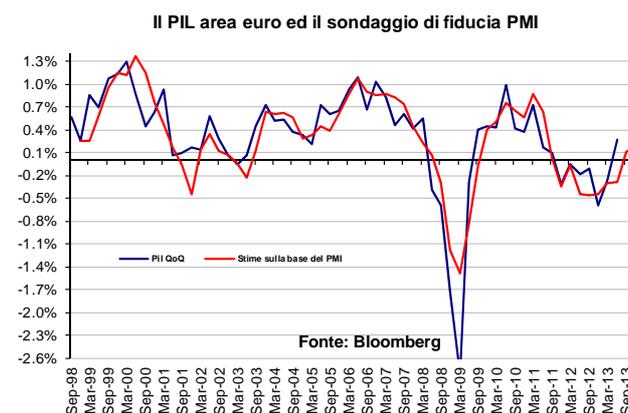


Rispetto allo scorso mese vi è stato un miglioramento nei principali indicatori anticipatori. Sono infatti ora in trend chiaramente ascendente l'indice ISM, la fiducia delle piccole-medie imprese ed il leading indicator. Tali risultanze rendono ancor più verosimile lo scenario di accelerazione della crescita economica delineato dalla FED e sottoscritto dalla media dei macroeconomisti. L'ipotesi di consenso, ovvero di un aumento del tasso di espansione del PIL dal 2% al 3% nel corso dei prossimi trimestri al momento non trova riscontro nei dati reali, dato che le letture mensili più recenti di consumi e investimenti sono risultate sotto tono e tali da suggerire un'espansione del PIL per il terzo trimestre dell'anno ancora sulla vecchia media post recessione. Tuttavia la tenuta del mercato occupazionale, con crescite medie mensili dei "non farm payroll" nell'intorno delle 200mila unità e la svolta in positivo sopra citata degli indicatori anticipatori rende verosimile l'aspettativa di consenso circa l'accelerazione della crescita in area 3%.

Gli elementi che potrebbero pesare su tale scenario benigno sono molteplici, e vanno da un aumento

dell'avversione al rischio sui mercati finanziari dovuta ad un'escalation della situazione siriana, ad un aumento eccessivo dei tassi di interesse o a un nuovo round di tagli fiscali automatici dovuto al mancato accordo tra Democratici e Repubblicani. Riguardo a quest'ultimo punto l'attesa è che, come già accaduto in passato, un accordo tampone dell'ultima ora venga trovato, dato che nessuno dei contendenti vuole presentarsi alle elezioni di medio termine del 2014 con la responsabilità di non aver aiutato la nascente ripresa economica. Per quanto riguarda i tassi d'interesse la FED ha tutti gli strumenti, grazie alla bassa inflazione, per modulare le aspettative di mercato in modo tale che le condizioni finanziarie non diventino eccessivamente restrittive. Rimane il rischio siriano, soprattutto connesso ad un possibile coinvolgimento dell'Iran e di Israele nel complicato quadro mediorientale.

AREA EURO



Le letture definitive degli indici PMI hanno confermato il quadro delineato dai dati preliminari e dal PIL del secondo trimestre: la recessione nell'Europa continentale è terminata e i prossimi



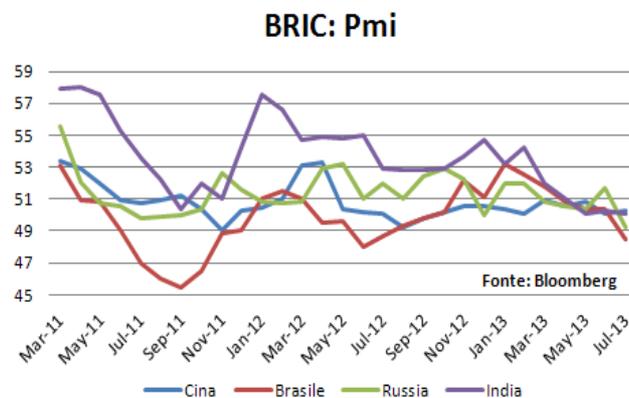
mesi dovrebbero caratterizzarsi per una moderata ripresa dell'attività economica, con variazioni del PIL che non dovrebbero comunque eccedere lo 0,3% trimestrale semplice osservatosi nel periodo. Anche per il nostro paese le ultime letture sul livello di fiducia degli imprenditori manifatturieri sono risultate in progresso e su livelli che indicano un ritorno all'espansione dell'attività produttiva, cosa che non accadeva da quasi due anni. Molto bene la sotto-componente esportazioni, segno che l'Italia in questa fase ha nei rapporti con l'estero una delle componenti più dinamiche dell'economia. Ancora in contrazione il mercato del lavoro e le statistiche sull'erogazione del credito; due punti nevralgici negativi dell'attuale situazione congiunturale italiana. In termini di fluttuazione ciclica entrambe queste grandezze sono considerate coincidenti, se non leggermente ritardate, rispetto alle dinamiche della produzione, per cui non deve sorprendere l'assenza di inversione di trend in questa fase del ciclo. Tra breve però la ripresa italiana dovrà estendersi anche a questi ambiti, per assicurare sostenibilità all'espansione del PIL, e per questa via ad una gestione del debito pubblico ormai in area 130% del Prodotto.

PAESI EMERGENTI

In Cina la situazione macro appare in stabilizzazione, con i dati di PMI e di economic sentiment in rialzo, in attesa della riunione generale del Partito Comunista prevista per il 18 novembre, da cui si aspettano dettagli sul pacchetto di riforme strutturali che dovrebbero avere un profondo impatto nel lungo periodo sull'economia cinese.

La situazione nel resto dell'Asia emergente appare meno omogenea. Sul fronte positivo si segnala il dato sulle esportazioni sud-coreane, in crescita anno su anno del 7,7%. Anche grazie alla diminuzione delle importazioni, il surplus commerciale è quindi quasi raddoppiato rispetto al dato di luglio. Per contro, è da registrare il dato sulla crescita del PIL indiano per il secondo

trimestre al +4,4%, in rallentamento rispetto al +4,8% del primo.



La crescita economica sarà uno dei principali temi che si troverà ad affrontare il nuovo governatore della RBI (Banca Centrale indiana); Raghuram Rajan, ex capo economista del FMI, dovrà riguadagnare la credibilità persa dall'istituzione in passato nella lotta contro il deprezzamento della valuta, frenando il deflusso di capitali e incoraggiando gli investimenti esteri.

Per quanto riguarda le politiche monetarie, gran parte degli interventi hanno avuto come obiettivo la stabilizzazione dei cambi: si notano in particolare i rialzi dei tassi di riferimento decisi dalle Banche Centrali indonesiana e brasiliana, entrambi di 50bp. In particolare, per il Brasile il consenso punta ad un rialzo sostenuto nel tempo fino a raggiungere il 9,75% entro fine anno (da un livello attuale del 9%).



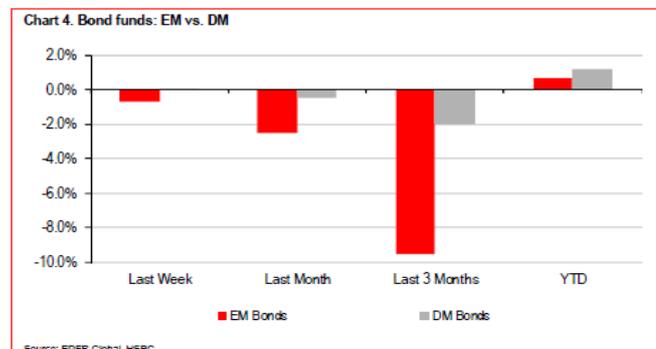
I MERCATI

OBBLIGAZIONI

BOND	06 set	30-ago	09-ago	31 dic 12
USA 10Y	2,90	2,78	2,58	1,76
USA 2Y	0,45	0,40	0,30	0,25
GER 10Y	1,95	1,86	1,68	1,32
GER 2Y	0,27	0,24	0,16	-0,02
Euribor 3m	0,23	0,22	0,23	0,19
Euro\$ 3m	0,26	0,26	0,26	0,31
Itrax Crossover	414	434	400	482

Lo scenario macro internazionale più costruttivo sul fronte della crescita ha fornito sostegno ai tassi d'interesse per proseguire il loro ordinato cammino verso livelli più elevati. I titoli di stato sia statunitensi che europei a lunga scadenza sono stati particolarmente colpiti, mentre la parte breve della curva è risultata praticamente immune ai movimenti. Lo scenario delineato dalla Fed di un possibile affievolirsi degli acquisti di titoli di stato a partire già dal mese di settembre inizia ad essere a questo punto in parte prezzato da mercati che hanno portato i tassi su valori che, negli Stati Uniti, sono prossimi a quelli di equilibrio.

I corporate bonds e i periferici europei in particolar modo, forti dello spread di rendimento, hanno retto molto bene l'onda d'urto del rialzo dei tassi, anche se alcune situazioni politiche, come quella italiana, siano foriere di potenziali pericoli.



Il debito emergente, per contro, è ancora ostaggio dei flussi in uscita che, per ora, non sembrano affievolirsi

AZIONI

EQUITY	06 set	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
S&P 500	1647,45	0,89%	-2,60%	15,51%
Stoxx 600	303,72	2,15%	-0,72%	8,60%
Eurostoxx50	2771,10	1,83%	-1,93%	5,13%
Topix	1147,82	3,78%	0,61%	33,50%
FTSE Asia exJp	460,25	2,56%	1,13%	-4,63%
FTSE Emer Mkt	469,06	2,75%	-1,10%	-10,70%
VIX	16,43	-0,58	3,02	-1,59
V2X	21,39	-2,09	4,22	0,04

Il miglioramento del quadro congiunturale internazionale che si intravede attraverso gli indici anticipatori ha sostenuto l'andamento dei listini internazionali. L'Europa è stata trainata dal momentum in accelerazione rispetto agli Stati Uniti, i mercati emergenti, sempre complici i dati macro migliori delle aspettative soprattutto in Cina, hanno per ora smesso di sottoperformare i mercati sviluppati, il Giappone ha arrestato la propria ascesa in attesa di novità sul fronte fiscale.

Sorprese Macro: Usa, Europa, EM



Fonte: Bloomberg



Un ruolo fondamentale ha avuto anche la rotazione settoriale verso quei temi più legati al ciclo economico e soprattutto in Europa verso quei settori più domestici a scapito di quei comparti, come i consumi non discrezionali le cui valutazioni iniziavano a scontare tassi di crescita nel lungo periodo un po' troppo elevati.

Non si segnalano, per contro, significative novità sul fronte micro, con le aspettative di crescita degli utili per l'anno fiscale in corso che continuano ad essere riviste verso il basso, anche se a un ritmo decisamente inferiore rispetto al passato, rimanendo pur sempre aperto il nodo di crescita a doppia cifra negli Stati Uniti per quanto riguarda il terzo e il quarto trimestre. In Europa, già prossime allo zero, sembrano più realistiche, mentre per quanto riguarda i paesi emergenti il consensus è molto disperso ma sempre al di sotto del 10%.

Stime EPS S&P500 - 2013

FY2013 ESTIMATE	Q113	Q213	Q313	Q413	FY13	FY13 %
Consumer Discretionary	5,55	6,37	6,17	6,93	25,0	12%
Consumer Staples	5,43	5,77	6,03	6,44	23,7	5%
Energy	11,18	11,49	11,59	12,02	46,3	4%
Financials	5,21	5,44	4,84	5,14	20,6	25%
Health Care	8,14	8,19	8,93	8,87	34,1	8%
Industrials	5,48	6,25	6,15	6,56	24,4	10%
Information Technology	8,20	7,49	8,38	10,84	34,9	7%
Materials	4,48	3,14	3,16	3,47	14,3	-3%
Telecom Services	2,10	2,16	2,59	2,06	8,9	164%
Utilities	2,54	2,88	4,08	2,53	12,0	1%
S&P500	25,77	26,36	27,00	29,02	108,2	11,3%
Crescita YoY %	6,3%	3,7%	12,5%	25,4%		
Crescita QoQ %	11,3%	2,3%	2,4%	7,5%		

In un quadro così delineato di dati macro in ripresa e aspettative micro ancora in tensione, i manager delle principali società quotate stanno ricorrendo anche ad operazioni di finanza straordinaria per estrarre valore a favore degli azionisti: l'attività di M&A ha infatti ripreso vigore come evidenziano gli esempi di Microsoft che acquista la divisione cellulari di Nokia e la vendita delle attività statunitensi da parte di Vodafone.

VALUTE

CURRENCY	06 set	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
EUR / USD	1,3158	-0,5%	-1,4%	-0,3%
EUR / YEN	130,11	0,2%	1,3%	13,7%
USD / YEN	98,88	0,7%	2,8%	14,0%

L'ampliarsi del differenziale di rendimento tra le due sponde dell'Atlantico ha guidato il mercato delle valute, facendo rafforzare il dollaro rispetto all'euro. Anche a fronte delle recenti dichiarazioni dei due Governatori delle Banche Centrali (ancora accomodante Draghi, al margine più "restrittivo" Bernanke), il movimento della divisa statunitense sembra destinato a proseguire.

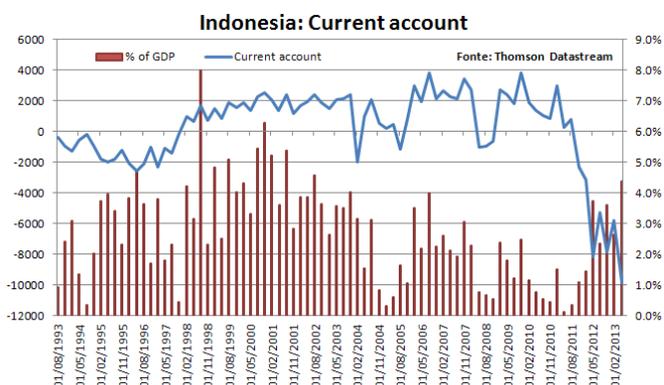
Ma più che alle valute sviluppate è indubbio che gran parte dell'attenzione è stata rivolta al periodo di crisi attraversato dalle valute emergenti. In particolare la rupia indiana e quella indonesiana hanno viaggiato su livelli vicini ai loro minimi storici rispetto al dollaro per buona parte del mese di Agosto.

Anche altre valute emergenti quali real brasiliano, lira turca e rand sudafricano sono stati oggetto di sfiducia e vendite consistenti nello stesso periodo. In generale si può notare come l'attenzione dei mercati sia stata rivolta alle valute di paesi contraddistinti da current account deficit importanti, oppure da situazioni di debolezza in termini di riserve valutarie e funding gaps.



Source: CEIC, Nomura.





Soprattutto India e Indonesia rimangono i paesi più vulnerabili in questo senso, anche a causa della mancanza di reazioni univoche e credibili da parte delle rispettive Banche Centrali.

In India i problemi sembrano più legati al finanziamento del deficit, piuttosto che all'aumento del deficit stesso: eventi quali il tapering della Fed e l'eventuale rialzo dei tassi nei paesi sviluppati, insieme al crescente rischio di credito e alle prospettive di crescita sempre più deboli, lasciano presagire una diminuzione dei flussi di capitale verso l'India. In Indonesia i rischi sono legati al livello record raggiunto dal current account deficit in Agosto (4,4% del PIL) e al rapido abbassamento delle riserve valutarie verso livelli di allarme.

In entrambi i casi c'è ancora spazio per agire in termini di politica monetaria, nonostante permangano forti dubbi sul timing dell'esecuzione.

MATERIE PRIME

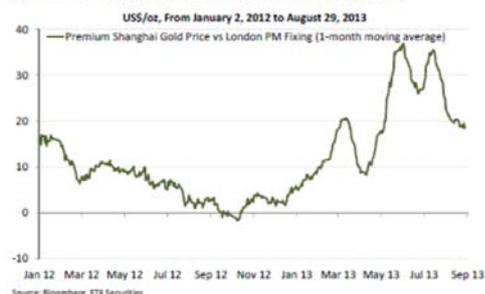
COMMODITY	06 set	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
OIL	109,80	2,0%	3,6%	19,6%
CRB Index	292,2	0,4%	2,4%	-0,9%
Gold	1388	-0,5%	5,6%	-17,1%
Silver	23,85	1,4%	16,0%	-21,4%
Copper	326	1,1%	-1,4%	-10,7%
Gas	3,55	-0,8%	10,0%	6,0%

I venti di guerra siriani durante il mese di agosto hanno causato un ritorno degli investitori verso asset rifugio, tra cui oro e argento. Timori di difficoltà nei rifornimenti, a causa di un possibile

conflitto in area mediorientale, hanno spinto verso l'alto anche le quotazioni del Brent ed, in misura minore, del WTI. In realtà la Siria è un produttore marginale di petrolio, quindi possiamo affermare che la reazione dei mercati sia stata più un riflesso psicologico, che ha sempre accompagnato le fasi precedenti ad un episodio bellico. È anche vero che al mercato petrolifero manca da tempo una buona fetta dell'output libico, ma le riserve strategiche americane e lo slack di produzione dei paesi del golfo dovrebbero essere in grado di coprire shortages effettivi di oil. Dai massimi di 117,34 USD/Bbl del Brent a fine agosto, vi è stato un ripiegamento fino a 112, e oggi ci troviamo in una situazione di relativa stabilità intorno al livello di 115 in attesa di avere un quadro più preciso sulla effettiva volontà di americani e (pochi) alleati di intervenire in Siria con un'azione, si suppone, abbastanza rapida che sia punitiva e dissuasiva. Gli investitori finanziari hanno contribuito al movimento del prezzo facendo registrare il più alto flusso in entrata negli ETC correlati al petrolio dal febbraio del 2012.

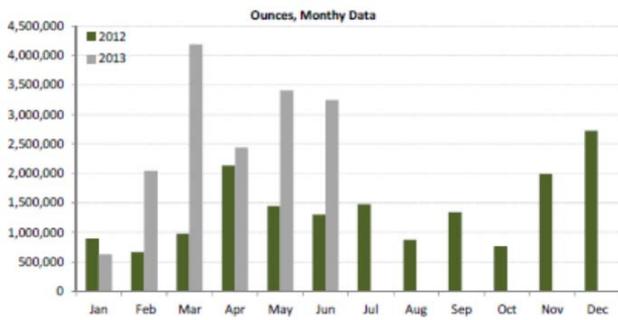
Discorso quasi analogo vale per la performance dell'oro, ritornato d'interesse per gli investitori, che nell'ultima settimana di agosto hanno fatto registrare il più alto flusso in entrata dalla fine del marzo scorso negli ETF che seguono le quotazioni del metallo. Questo ritorno di interesse sui prodotti finanziari legati alla materia prima ha riequilibrato le divergenze di prezzo che si erano registrate in tutto il 2013 tra le quotazioni del mercato principale (Londra) e Shanghai, dove confluisce la domanda cinese.

Figure 4 – Premium on Shanghai Gold Price vs London PM Fixing



Nel corso del 2013 la domanda di oro fisico cinese è raddoppiata rispetto all'anno precedente (16 Mill/oz. a fine giugno) così come sono più che raddoppiate le importazioni di oro di Hong Kong dalla Svizzera evidenziando quindi uno spostamento della domanda da Ovest verso Est. Sono mancati gli acquirenti indiani, dato che l'effetto combinato di oro in rialzo, pesanti dazi all'importazione e cambio della rupia sceso di quasi il 20% contro dollaro hanno spinto il prezzo ai massimi da almeno 5 anni.

Figure 3 – China Net Gold Imports from Hong Kong Surged in 2013



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.

