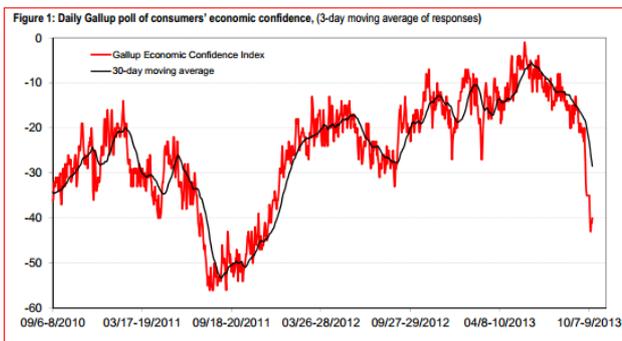


IL QUADRO MACRO**STATI UNITI**

Il tanto atteso accordo tra Democratici e Repubblicani è stato finalmente raggiunto, con una capitolazione di questi ultimi alle pressioni provenienti dal mondo degli affari e dalla maggioranza degli elettori. Fino al 15 gennaio la macchina federale riceverà i fondi per poter riaprire tutti gli uffici, mentre il tetto al debito è stato ampliato formalmente fino alla data del 7 febbraio, ma nei fatti almeno fino a metà maggio dato che il Tesoro potrà “ricaricare” le scorte che permettono di derogare oltre la scadenza formale. Tutti e due i temi sono stati semplicemente rimandati senza che le questioni di fondo sino state risolte. Questo vuole dire che l'incertezza politica accompagnerà i mercati anche nel corso del 2014 complicando le condizioni in cui la FED dovrà decidere come ridurre gli acquisti di obbligazioni. Il rischio è quello di avere interruzioni a singhiozzo dell'attività pubblica con significative distorsioni al profilo di crescita trimestrale delle principale variabili macro, PIL e occupazione in primis. L'effetto sul trimestre dello “shutdown” appena terminato dovrebbe essere pari ad una riduzione di 0.4% alla variazione trimestrale annualizzata.



A breve riprenderà la pubblicazione delle statistiche secondo il calendario prestabilito. La lettura dei dati

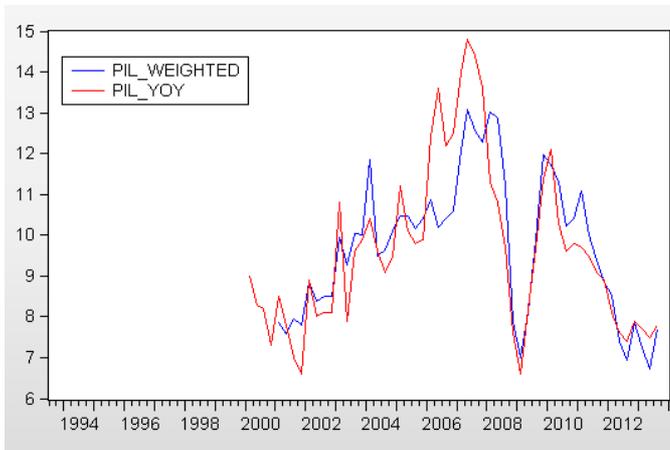
andrà fatta con molta cautela, dato l'effetto distorsivo della chiusura degli uffici pubblici. Alcune statistiche di fiducia come il Philadelphia Fed diffuso questa settimana mostrano una tenuta superiore alle attese mentre altre, come l'indice Gallup di fiducia dei consumatori, hanno evidenziato bruschi cali (si veda il grafico sopra riportato). Queste divergenze nei dati rafforzano l'opinione di chi pensa che la FED posporrà il tapering al primo trimestre del nuovo anno.

AREA EURO

Per quanto riguarda la crescita il dato più rilevante della settimana è stato quello relativo all'indice di fiducia ZEW che ha mostrato per la Germania prospettive di modesta ripresa, in accordo con gli altri indicatori anticipatori. L'inflazione è risultata significativamente al di sotto del target del 2% stabilito dalla BCE, fornendo quindi un potenziale alibi qualora l'istituto di Francoforte decidesse un nuovo allentamento monetario. Nell'ultima conferenza stampa però Draghi non è parso molto preoccupato delle dinamiche dei prezzi, per cui è difficile che gli equilibri tra falci e colombe possano modificarsi a seguito di quest'ultima lettura.

Infine la legge di stabilità italiana: la manovra varata dal Consiglio dei Ministri contiene provvedimenti giusti nella direzione ma deboli nell'intensità, primo fra tutti quello della riduzione del cuneo fiscale. Tali misure comunque dovrebbero permettere di raggiungere l'obiettivo del deficit al 2,5% del PIL nel 2014. Tra le tante cose che mancano non ci sono i provvedimenti per la riduzione del debito e addirittura i proventi delle dismissioni in programma nei prossimi mesi andranno a correggere il disavanzo corrente piuttosto che a ridurre lo stock.

PAESI EMERGENTI



Questa settimana è contrassegnata dall'uscita di un vasto numero di dati riguardanti la Cina. Il più importante è sicuramente quello sulla crescita del PIL su base annuale nel terzo trimestre. In accordo con l'indicatore coincidente da noi elaborato vi è stata un'accelerazione rispetto al Q2, il dato è infatti passato dal 7,8% dopo il 7,5% del Q2 (si veda il grafico sopra riportato). Un'analisi più approfondita è comunque necessaria: la ripresa sarà quasi sicuramente temporanea e le prospettive di crescita per il Q4 e per il 2014 non superano la soglia del 7%. Tutti gli indicatori di attività più importanti mostrano una crescita a settembre, che ha chiaramente avuto un impatto molto positivo sul dato del PIL. In ogni caso, essi sembrano frutto di uno stimolo momentaneo e di breve periodo che dovrebbe essere sul punto di esaurirsi, come dimostrato anche dai principali leading indicator. Questa prospettiva assumerà ancora più sostanza se il governo dimostrerà una volta per tutte le sue intenzioni a procedere con le tanto richieste (e in parte annunciate) riforme strutturali. Novità da questo punto di vista sono attese per il meeting di novembre del Partito Comunista.

Per quanto riguarda la politica monetaria, i dati sono più contrastanti: da un lato una discreta crescita nell'offerta di moneta, dall'altro lo stop alle operazioni reverse repo deciso ieri dalla Banca

Centrale, che sembra indicare l'intento a restringere le condizioni di liquidità, data anche la preoccupazione della stessa per il rapido aumento del credito dopo la frenata estiva.

In India, si registra un deciso abbassamento del deficit commerciale a settembre, anche in termini trimestrali.

Per quanto riguarda le politiche monetarie, occorre menzionare la decisione di Bank Indonesia di lasciare i tassi invariati.

I MERCATI

OBBLIGAZIONI

BOND	18 ott	11-ott	20-set	31 dic 12
USA 10Y	2.58	2.69	2.73	1.76
USA 2Y	0.31	0.35	0.33	0.25
GER 10Y	1.84	1.86	1.94	1.32
GER 2Y	0.17	0.18	0.21	-0.02
Euribor 3m	0.22	0.23	0.22	0.19
Euro\$ 3m	0.24	0.24	0.25	0.31
Itrax Crossover	353	371	394	482

In settimana i movimenti più significativi si sono visti sui prodotti a spread come i corporate (dove il crossover è sceso di una ventina di centesimi) e il nostro BTP a dieci anni. La risoluzione dell'impasse americana ha portato beneficio a tutte le attività di rischio comprese quelle obbligazionarie. Per quanto riguarda i Bund e i Treasury l'unico movimento di rilievo ha riguardato il decennale USA sceso di circa 10 p.b.



AZIONI

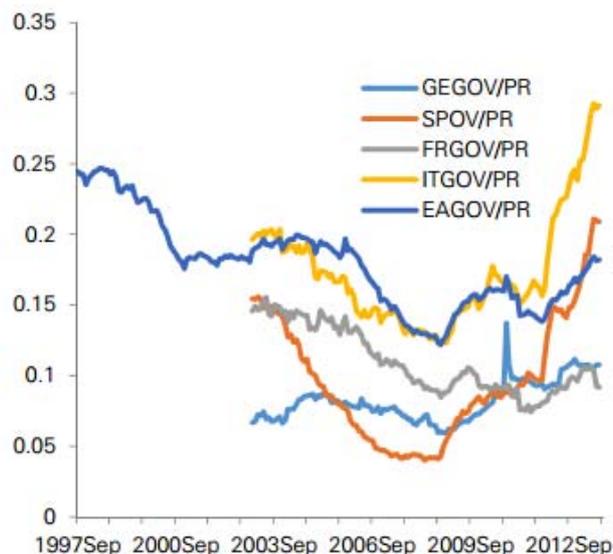
EQUITY	18 ott	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
S&P 500	1738.09	2.05%	1.65%	21.87%
Stoxx 600	317.93	2.03%	1.19%	13.68%
Eurostoxx50	3023.72	1.66%	3.30%	14.71%
Topix	1205.52	0.70%	-1.10%	40.21%
FTSE Asia exJp	498.28	2.08%	2.79%	3.25%
FTSE Emer Mkt	513.10	1.73%	2.39%	-2.31%
VIX	12.47	-3.25	-0.65	-5.55
V2X	15.78	-2.48	-0.98	-5.57

I mercati azionari hanno beneficiato del raggiungimento dell'accordo sul debito pubblico americano e hanno registrato nuovi massimi assoluti di sempre. In realtà non sono mai stati più di tanto influenzati dai temi politici americani e non hanno mai stornato tanto nei giorni precedenti. Soprattutto l'Europa ha dimostrato in questa fase un'ottima tenuta anche nei momenti più incerti della trattativa a conferma dell'interesse crescente sull'area.

Nell'attesa della "reporting season", e con gli occhi puntati sulla politica americana, non ci sono molti temi da commentare sul mercato azionario. Così il report della Banca Centrale Europea secondo cui le banche dell'eurozona sono esposte ai governativi dei rispettivi paesi di appartenenza a livelli mai raggiunti dall'inizio della crisi europea, diventa un'occasione per riprendere la discussione se sia giusto o no che le banche comprino i titoli del debito pubblico, invece di elargire credito all'economia reale. E questo è ancor più importante alla vigilia della pubblicazione delle regole che verranno seguite dalla Banca Centrale Europea quando comincerà la revisione della qualità degli asset degli istituti finanziari in Europa. Senza voler prendere posizione su un argomento così delicato in questa sede, proviamo semplicemente a spiegare perché ciò avviene. Da un lato, infatti, il trattamento dei titoli governativi nell'allocazione del capitale delle banche fa sì che queste siano incentivate a detenere tali titoli perché vengono classificati come "privi di rischio". Ed in un certo

senso è così, infatti, come ricordano gli analisti di Deutsche Bank, i titoli di stato sono gli unici ad essere stati direttamente oggetto di salvataggio nell'attuazione del Meccanismo di Stabilità Europea. Inoltre, l'attuale regolamentazione in vigore, fa sì che l'impatto del deterioramento delle sofferenze sui bilanci delle banche della periferia europea, sia più pesante che in Germania e in Francia creando un ulteriore incentivo per le prime a sostituire parte del portafoglio crediti verso privati con titoli di stato.

Figure 1: Ratio of domestic government bonds to loans to businesses and households in banks' assets



Source: ECB, Deutsche Bank

Questo è il motivo per cui secondo questi analisti è più utile guardare il rapporto tra governativi detenuti sui bilanci bancari rispetto ai crediti verso privati che rispetto al totale degli asset. Secondo una visione ottimistica si tende a prevedere che in un conteso di ripresa economica questa situazione dovrebbe andare a normalizzarsi e il livello di



governativi nei bilanci delle banche dovrebbe ridursi nel tempo come è successo già nel passato nel periodo di creazione della moneta unica. Il problema è che in quegli anni, l'Europa ha beneficiato di un periodo di sostanziale contrazione dei tassi che ha portato ad un esplosione del debito del settore corporate del 50% del PIL in Spagna e dell'ordine del 25% in Italia. Oggi le condizioni sono completamente cambiate ed è difficile che si possa ripetere una situazione simile.

Dall'altra parte è interessante notare cosa pensano gli investitori dello "stress test" che la Banca Centrale Europea dovrà implementare il prossimo anno sui bilanci delle banche. Secondo un sondaggio proposto da Morgan Stanley sull'argomento, su 146 investitori professionali intervistati, la maggioranza non è preoccupata del possibile risultato dello "stress test" e anzi lo vede in ottica positiva per il credito. In particolare pensano che le banche spagnole lo passeranno senza problemi, mentre gli obbligazionisti di alcune banche italiane potrebbero essere chiamati a partecipare alle perdite. Inoltre delle 130 banche che partecipano allo "stress test" solo 5-10 potrebbero non superarlo e solo 0-5 di queste potrebbero dover svalutare le obbligazioni subordinate. Comunque nessuno degli intervistati pensa che alcuna banca con più di 1 mld € di debito senior, verrà coinvolta in una ristrutturazione delle obbligazioni senior.

Questo conferma la generale positività degli investitori sull'Europa che per la prima volta in sette anni, secondo un sondaggio di Citigroup, considerano il Vecchio Continente come la zona più promettente dove investire.



Source: Citi Research

Sembra per ora arrestata la grande sottoperformance dei mercati emergenti rispetto a quelli industrializzati. Oltre al sostegno fornito da dati macro in linea con le aspettative che corroborano lo scenario di stabilizzazione del ciclo, tanta importanza ha assunto la nomina di Janet Yellen quale prossima Governatrice della Federal Reserve. Il suo modus operandi, a favore della mano pubblica a sostegno dell'economia, fa intravedere un percorso di uscita dagli stimoli quantitativi più lento del previsto, cioè una politica monetaria ancora accomodante a sostegno dei mercati. Nelle prossime settimane assisteremo alla reportistica aziendale anche sui mercati azionari emergenti; anche per quest'area geografica le aspettative non sembrano eccessive (in particolar modo per l'America Latina) e per cui facilmente superabili dalle società.

VALUTE

CURRENCY	18 ott	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
EUR / USD	1.3683	1.1%	1.2%	3.7%
EUR / YEN	133.78	0.3%	-0.5%	17.0%
USD / YEN	97.78	-0.7%	-1.6%	12.9%



La valuta debole della settimana è stata il dollaro, segno forse che nonostante il problema fosse sorto oltre Atlantico gli operatori nella fase di incertezza hanno preferito la valuta USA. Posizioni successivamente smontate con la notizia dell'accordo tra Democratici e Repubblicani. Ha pesato inoltre l'annuncio del downgrade del debito americano da parte di Dagong, società di rating cinese.

MATERIE PRIME

COMMODITY	18 ott	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
OIL	101.14	-0.9%	-3.4%	10.2%
CRB Index	286.7	0.0%	-0.2%	-2.8%
Gold	1318	3.7%	-1.1%	-21.4%
Silver	21.96	3.2%	0.3%	-27.4%
Copper	331	1.2%	-0.4%	-9.5%
Gas	3.71	-1.8%	0.5%	10.6%

Le due notizie dominanti della settimana, il raggiungimento di un accordo temporaneo sul problema del tetto al debito statale americano e la pubblicazione dei dati relativi alla crescita cinese nel 3Q dell'anno, hanno influenzato in modo significativo l'andamento delle principali commodities.

Se durante le settimane in cui era in corso lo "shutdown" americano stranamente l'oro non era riuscito a vestire i panni del bene rifugio, continuando la sua discesa e arrivando ai minimi

PROSSIMA SETTIMANA

	USA	EMU	EM. MKT	EARNINGS
Lunedì 21				
Martedì 22	Mercato del lavoro			US: Coca Cola Citi Yahoo Intel Apple J&J EU: H&M RioTinto
Mercoledì 23				US: Abbott BNYM BofA eBay Amex IBM EU: ASML Danone
Giovedì 24	Initial jobless claims; preliminare PMI.	EMU: indici PMI;	BZ: disoccupazione.	US: PhilMorr Verizon GS Google



dal luglio scorso (1250US\$/oz) all'inizio della settimana, subito dopo il raggiungimento dell'accordo si è impennato di oltre il 5%. Le ragioni alla base di questa reazione sono sicuramente legate al deterioramento nella fiducia di consumatori ed imprese americane ed al probabile danno alla crescita che queste due settimane di inattività da parte del governo hanno potuto causare. Si arriva così alla conclusione che con questo scenario la Federal Reserve non potrà fare altro che continuare nella sua attività di stimolo monetario all'economia. Tassi reali che restano bassi creano un ambiente relativamente più favorevole all'oro. Un altro fatto che ha indotto un ritorno di interesse sul metallo prezioso è stato l'annuncio del downgrade del debito americano da parte di Dagong, società di rating cinese, che si è riverberato immediatamente sulla valuta americana con un repentino indebolimento.

La debolezza del comparto energetico si è mitigata invece con la pubblicazione dei dati di crescita cinese (7,8% annualizzato nel terzo trimestre) che ha ridato slancio ad uno scenario di crescita globale in miglioramento. Permane comunque una situazione di mercato in oversupply, almeno per quel che riguarda il WTI (petrolio americano).

				EU: Roche Nestlé
Venerdì 25	Ordinativi beni durevoli; fiducia dei consumatori.	GER: Ifo; EMU: M3.	BZ: partite correnti	US: GE

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.