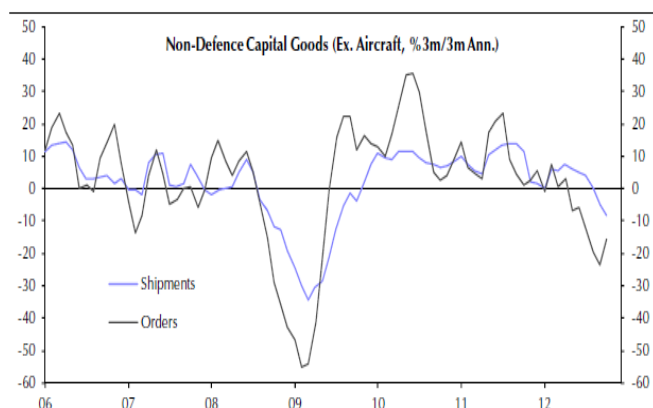
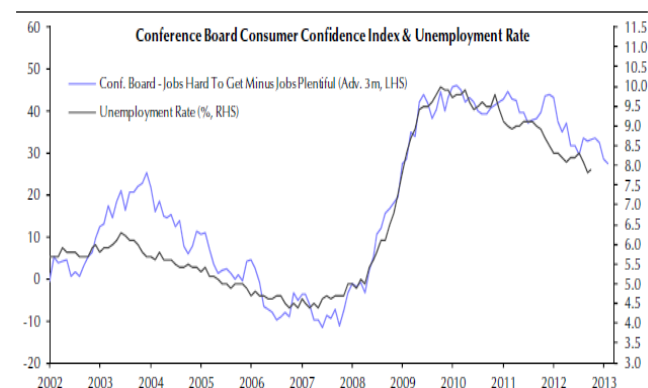


IL QUADRO MACRO

STATI UNITI



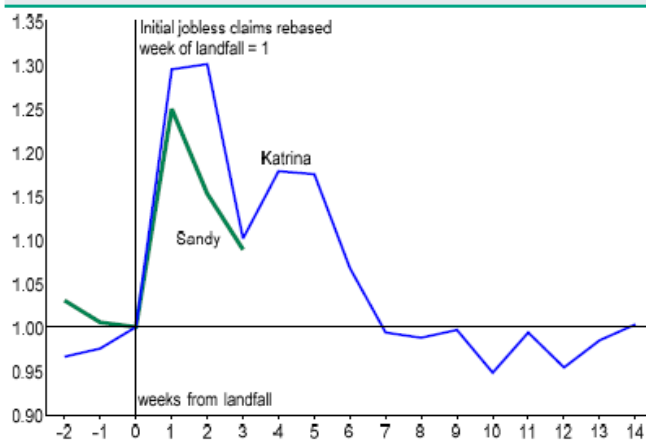
La revisione al rialzo del PIL USA del terzo trimestre è stata quantitativamente significativa, (passando dal 2% trimestrale annualizzato al 2,7%) ma qualitativamente deludente in quanto dovuta a dati superiori alle precedenti stime per quanto riguarda scorte e consumi pubblici. Per contro consumi privati ed investimenti sono stati rivisti al ribasso. Fortunatamente le statistiche mensili su investimenti (ordinativi di beni durevoli nel grafico sopra riportato) e fiducia dei consumatori (grafico sotto riportato) sono risultati favorevoli.



Riguardo alla spesa in conto capitale delle aziende l'impressione, suffragata anche dall'assenza di

licenziamenti nei dati pre uragano, è che gli imprenditori stiano aspettando di capire come verrà risolto il tema del "fiscal cliff" prima di dare luogo a nuovi investimenti

Chart 2: Jobless claims show sizable impact from Sandy



Source: Reuters Ecowin Pro, BNP Paribas

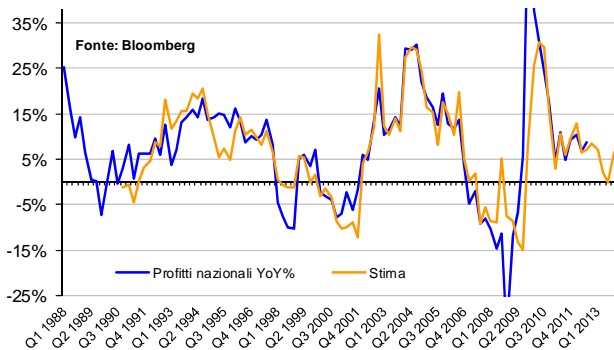
Qualora l'esito del confronto tra Presidente e Democratici da un lato e Repubblicani dall'altro dovesse essere favorevole, ci potrebbe essere un recupero degli investimenti fino ad ora congelati nei confronti di una spesa per consumi che nel frattempo è continuata ad espandersi, e che solo nell'ultimo dato a causa dell'uragano ha subito una battuta d'arresto.

In sintesi quindi le dinamiche di consumi ed investimenti nel trimestre in corso dovrebbero dare segnali di tenuta, tuttavia la crescita nel suo complesso dovrebbe risentire negativamente di un decumulo delle scorte a causa di magazzini riempiti in maniera eccessiva nel trimestre appena conclusosi. Infine il dato sui profitti di contabilità nazionale mostra un buon progresso di questi ultimi, anche se quasi interamente dovuto al balzo della componente finanziaria. La marginalità si mantiene su livelli elevati, senza al momento dare segnali di cedimento. Una crescita degli EPS vicina



la PIL nominale (4 - 5%) rimane il nostro scenario di riferimento.

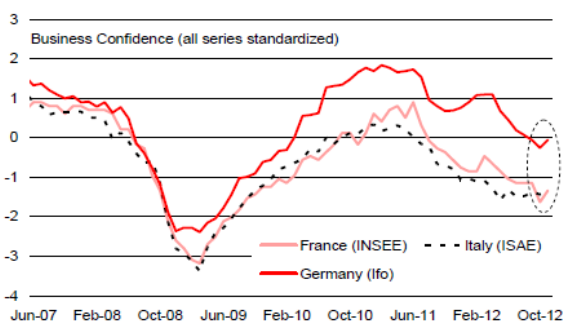
I profitti di contabilità nazionale



AREA EURO

Tutti gli indicatori anticipatori da noi monitorati nel mese hanno mostrato un miglioramento dei livelli di fiducia, sia a livello di singolo paese (grafico sotto riportato) che a livello aggregato, come le statistiche fornite dalla Commissione Europea o gli indici PMI.

BUSINESS CONFIDENCE – STARTING TO TURN AROUND?

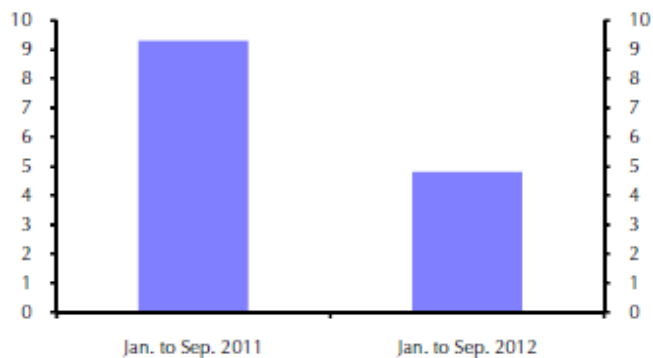


Pertanto sulla base di queste informazioni si può ancora mantenere l'ipotesi di lavoro di una graduale attenuazione della recessione nel corso del 2013 una volta terminati gli effetti negativi sulla crescita della stretta fiscale nella periferia.

L'accordo raggiunto sulla Greca tra i partner europei dovrebbe essere in grado di posporre la decisione sull'eventuale ristrutturazione del debito ellenico nelle mani degli altri Stati europei a dopo le

elezioni tedesche. Questo sempre che 1) la volontà dell'esecutivo greco di mantenere l'attuale rigore permanga 2) che non vi sia una nuova voragine nei conti pubblici dovuta ad un intensificarsi della recessione oltre le attese. Nell'assenza di imprevisti su questi due aspetti, scenario di non facile ponderazione, il prossimo snodo della crisi greca dovrebbe essere dopo le elezioni tedesche, allorquando si ritornerà a parlare di una possibile riduzione del debito, la cui traiettoria è insostenibile, con i costi sopportati dai contribuenti degli altri stati europei.

Chart 3: Greek General Government Deficit (% of GDP)



PAESI EMERGENTI

Anche se le prospettive nel medio termine continuano ad essere incerte, e il ribilanciamento della Cina da paese esportatore a paese consumatore porterà a tassi di crescita inferiori al passato, la situazione economica nel breve termine si è stabilizzata: anche la pubblicazione dei dati relativi ai corporate profits del mese di ottobre (+0.5% yoy) ha corroborato l'idea che il miglioramento del ciclo economico si stia già riflettendo sulla bottom line delle aziende.

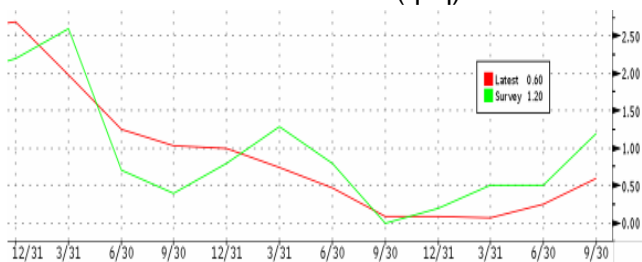


CINA: Industrial Profits (YoY)



Per contro in Brasile l'azione coordinata di politica fiscale e monetaria (in settimana la Banca Centrale ha mantenuto i tassi invariati al 7.25%) stenta ancora a dipanarsi pienamente sull'economia: se le dinamiche dell'inflazione sembrano sotto controllo, il Prodotto Interno Lordo del 3Q è risultato ampiamente al di sotto delle aspettative, frenato dalla componente investimenti.

BRASILE: GDP (qoq)



I MERCATI

OBBLIGAZIONI

BOND	30 nov	23-nov	02-nov	30 dic 11
USA 10Y	1.60	1.69	1.71	1.88
USA 2Y	0.25	0.27	0.28	0.24
GER 10Y	1.36	1.44	1.45	1.83
GER 2Y	0.00	0.00	0.01	0.14
Euribor 3m	0.19	0.19	0.20	1.36
Euro\$ 3m	0.31	0.31	0.31	0.58
Itrax Crossover	497	496	514	755

Fase positiva per il reddito fisso italiano, con lo spread sul decennale tedesco che nell'ultima

settimana di novembre si è avvicinato a quota 300 p.b. per poi chiudere in area 320 punti base. Le motivazioni di questo movimento sono molteplici e legate da un lato al clima generale di propensione al rischio che ha caratterizzato la totalità dei mercati finanziari. Dall'altro vi sono stati l'accordo sulla Grecia, e l'esito non traumatico delle elezioni regionali in Catalogna, che hanno portato sollievo ai titoli della periferia, e in special modo a quelli spagnoli.

Per quanto riguarda i mercati emergenti, invece, la decisione del Giudice Federale di New York (al quale si erano appellati alcuni investitori istituzionali) circa il coinvolgimento dei creditori che non avevano aderito al piano di salvataggio a seguito del fallimento del 2001 nei flussi di pagamento in atto, ha fatto deteriorare la posizione dell'Argentina sui mercati del debito. Inoltre l'agenzia di rating Fitch ha declassato il rating dell'Argentina da B a CC.

La recente decisione della corte d'appello americana di dare più tempo all'Argentina per difendersi dall'obbligo imposto dal giudice Griesa consente di evitare per ora il default tecnico. La situazione è quanto mai incerta, ma tra le strade percorribili quella più probabile è la riapertura dell'offerta di concambio anche per quei risparmiatori che ormai quasi 10 anni fa non avevano aderito.

AZIONI

EQUITY	30 nov	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
S&P 500	1415.95	0.48%	0.12%	12.59%
Stoxx 600	276.61	1.20%	0.64%	13.11%
Eurostoxx50	2585.74	1.12%	1.52%	11.62%
Topix	781.46	1.03%	3.91%	7.25%
FTSE Asia exJp	467.63	1.91%	1.52%	15.34%
FTSE Emer Mkt	500.44	1.17%	-0.13%	8.77%
VIX	15.06	-0.08	-2.53	-8.34
V2X	16.50	-1.24	-4.06	-7.55



L'accordo sulla nuova tranche di aiuti alla Grecia, con un primo passo nella direzione di un *hair-cut* del debito detenuto dalle istituzioni europee, ha contribuito a un ulteriore progresso dei mercati azionari in settimana. Come detto già nella sezione macro dell'area Euro, il livello del debito greco rimane insostenibile e sarà necessario un taglio del suo valore nei prossimi 1-2 anni. Per ora si è concessa una riduzione degli interessi sui prestiti, la possibilità che i governi retrocedano alla Grecia i profitti degli acquisti fatti dalla BCE con il SMP e infine che il paese possa fare delle operazioni di *buy-back* sulle obbligazioni in circolazione. L'accordo trovato rappresenta quindi un primo passo nella direzione di un alleggerimento del carico complessivo.

L'attenzione degli investitori è quindi ora catalizzata nel breve dai colloqui del Congresso americano sul *fiscal cliff*. Il consenso è abbastanza unanime nel prevedere che un compromesso venga trovato, su livelli di tagli pari a circa un terzo di quelli che scatterebbero in automatico, ovvero con un impatto sul GDP di circa 1,5%, in luogo del 4,5%. Peraltro, proprio perché il consenso è abbastanza convergente, il mercato risulta piuttosto nervoso nei momenti in cui questa ipotesi sembra svanire, come è successo in settimana.

Di fondo il mercato rimane supportato da attese di crescita globale ancora dignitose per il prossimo anno e crescite dei profitti che gli *strategist top-down* stimano all'incirca del 5-6% per gli USA, del 2-4% per l'Europa e del 8-10% per i mercati emergenti. Le valutazioni rimangono al di sotto delle medie di lungo periodo o al più in linea con esse. I premi al rischio, espressione delle valutazioni relative rispetto ai titoli governativi, sono sostanzialmente sui livelli massimi, così come le valutazioni in relazione al rendimento dei crediti *corporate*. Rimane anche un buon potenziale da parte del posizionamento che, in generale, appare ancora abbastanza sotto-pesato sull'asset class, soprattutto a favore proprio del credito societario. Il ribilanciamento di queste allocazioni è uno dei

driver indicati da molti *strategist* per prevedere performance a cavallo, o poco sotto, la doppia cifra per il 2013 da parte dei mercati azionari.

Valutazioni, prospettive macroeconomiche e flussi sono anche gli ingredienti che stanno canalizzando l'attenzione sui mercati emergenti. L'India in particolare sembra offrire le maggiori potenzialità di crescita soprattutto alla luce del processo di riforme economiche che, a fatica, la maggioranza di governo sta portando avanti. In Cina la differenza di performance tra il listino domestico (più diversificato verso le *small caps* industriali) e quello di Hong Kong (più concentrato sulle *large caps* finanziarie) è lo specchio di una situazione economica in ripresa, ma che presta il fianco alle revisioni al ribasso delle aspettative di crescita degli utili per tutti i comparti maggiormente legati all'export.

VALUTE

CURRENCY	30 nov	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
EUR / USD	1.2981	0.0%	1.2%	0.2%
EUR / YEN	107.33	0.3%	4.0%	7.6%
USD / YEN	82.68	0.4%	2.8%	7.4%

Le stesse motivazioni che hanno portato ad una chiusura degli spread sui periferici governativi europei nella parte finale di novembre sono alla base anche del recente movimento di rafforzamento dell'euro sul dollaro. La valuta europea si è portata così grosso modo in linea con i valori di inizio anno. Dopo il forte movimento di indebolimento dello yen sul dollaro delle scorse settimane la valuta giapponese, il mercato sembra essersi preso una pausa di riflessione, in attesa che dalla politica economica giungano le conferme allo scenario delineato dagli operatori.

Il generale apprezzamento delle valute emergenti contro dollaro sta andando di pari passo con un scenario macroeconomico che, dopo l'estate, sembra essere più costruttivo. A questo proposito il grafico del rapporto tra Renmimbi e Dollaro Usa è



esemplificativo da un lato dal miglio stato di salute dell'economia cinese, dall'altro della necessità da parte delle autorità cinesi di proseguire nel percorso di liberalizzazioni in campo finanziario in primis per quanto riguarda il libero scambio della valuta.



MATERIE PRIME

Volatilità contenuta sulle commodity sia per quanto riguarda l'indice generale sia per le sue componenti principali.

COMMODITY	30 nov	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
OIL	88.06	-0.2%	3.8%	-10.9%
CRB Index	299.3	0.1%	2.4%	-2.0%
Gold	1724	-1.6%	2.8%	9.3%
Silver	34.13	0.2%	10.5%	21.1%
Copper	359	1.8%	3.1%	4.5%
Gas	3.67	-6.0%	3.1%	22.6%

PROSSIMA SETTIMANA

	USA	EMU	EM. MKT	EARNINGS
Lunedì 3	ISM manifatturiero.	EMU: indici PMI manif.	BRIC: PMI	
Martedì 4				
Mercoledì 5	Sondaggio ADP mercato del lavoro; ISM non manifatturiero.	EMU: indici PMI generale.		
Giovedì 6	Sussidi alla disoccupazione;	EMU: PIL Q3; comitato BCE.	RUSSIA: Banca Centrale	
Venerdì 7	Mercato del lavoro.		TAIWAN: Export	

Convegni

Barclays Milano Global Outlook 2013

MACRO (Fabio Fois)

Ribilanciamenti globali che avvengono nello stesso momento fanno sì che la crescita economica globale sia moderata (+3.4% GDP mondiale nel 2013).

Le banche centrali continuano ad essere di sostegno.

Us Fiscal cliff si risolverà con un consolidamento fiscale pari a -1.5% del pil (200mld \$ rispetto al totale di 650 mld).

La Cina crescerà al 7.5% per la transizione da investimenti a consumi.

L'europa ha già fatto molto consolidamento fiscale a livello aggregato. A livello di singoli paesi la Grecia dovrà affrontare un'altra ristrutturazione del debito che coinvolgerà anche il settore pubblico, la Spagna deve chiedere aiuto il più presto possibile perché da sola non ce la fa. Francia grande malato d'europa, ma nel momento giusto (situazione si sta normalizzando). Italia messa bene dal punto di vista fondamentale, unica incertezza sono le elezioni.



TASSI (Giuseppe Maraffino)

Mercato in questo momento troppo ottimista sui tassi a breve. Euribor sconta un taglio dei tassi che al momento è improbabile. La BCE si concentrerà prima sulla trasmissione della politica monetaria, per rendere i tagli dei tassi più efficaci.

Sugli spread dei periferici siamo oggi in una fase di resistenza politica che potrebbe determinarne un allargamento.

Italia e Spagna hanno fatto gran parte delle emissioni per quest'anno (anche se la Spagna deve farne 10 mld in più per via dei nuovi target di deficit). Il problema è il prossimo anno, non tanto per l'Italia, quanto per la Spagna che deve trovare il compratore marginale per circa 48 mld di emissioni nette in più. Anche la Francia dovrà affrontare un anno di emissioni record.

I flussi delle ultime settimane sono stati soprattutto short covering, mentre i real money non residenti stentano ancora ad affacciarsi. Solo sull'Italia c'è qualche interesse in più, ma pesa l'incertezza sulle elezioni.

C'è il rischio concreto che la Spagna chieda l'aiuto della BCE solo se spinta dal mercato con i tassi intorno al 7%.

CORPORATE (Jonathan Glionna)

Focus su banche europee: se dovessi guardare le banche sui fondamentali si direbbe che oggi stanno molto meglio di qualche anno fa.

La liquidità non è mai stata così elevata, il funding si è stabilizzato, asset quality buona tranne in alcune regioni, patrimonializzazione mai stata così elevata (10% mediamente contro il 4% di qualche anno fa).

Purtroppo la protezione per i bond holders peggiora per diversi motivi:

- 1- Nuova normativa su bail in (clausole di assorbimento di cedole e capitale)
- 2- Emissioni di debito secured (crediti da BCE collateralizzati e covered bond) tolgono protezione alle altre categorie.
- 3- Nuovo linguaggio nei documenti di offerta (attenzione alle clausole inserite sulle singole emissioni)

Consiglia RBS e Lloyds LT2 x capitalizzazione molto elevata, COCOCO Lloyds (trigger di core capital al 3%), callable LT2 banche svizzere.

ASSET ALLOCATION (Michael Gavin)

Al di là della visione moderatamente positiva sul lungo periodo, ci sono delle questioni da risolvere nel breve che peseranno molto sui mercati: il fiscal cliff è sicuramente uno di questi, ma non il solo. Più in generale sul mercato pesano oggi i timori di uno stallo politico in US visto che i Repubblicani hanno ancora il potere di bloccare ogni decisione legislativa. Superati questi ostacoli di breve, il clima può diventare moderatamente positivo per gli asset rischiosi.

Il mondo sta diventando più rischioso, ma gli asset sicuri sono sempre di meno e quindi questo è il motivo per cui il rendimento reale è negativo. Continuerà ad esserlo ancora per molto tempo. Ma non c'è soluzione per l'asset allocation, meglio stare da un lato su asset sicuri accontentandosi di rendimenti nulli e fare la performance sulla parte equity.

Tra l'equity meglio l'europa x le valutazioni, mentre non si aspettano particolari performance dai mercati emergenti visto che la Cina continuerà a rallentare anche se in maniera controllata. Il Brasile tra gli emergenti è quello che ha le migliori prospettive perché il mercato sta scontando uno scenario troppo pessimista (P/E 12 x, dvd 4%).

Anche le commodities non saranno il tema del 2013 per le stesse considerazioni sulla Cina, mentre il petrolio può essere interessante. L'oro continuerà a mantenere il suo stato di rifugio in un momento di esperimenti monetari come non se ne erano mai visti.

FX (Jose Wynne)

In linea con la visione di asset allocation nel breve termine starebbe su \$ fino a quando si farà chiarezza sul fiscal cliff in US. Dopo prevede un \$ debole per continuo stimolo monetario e crescita moderata. Anche sull'Euro continua ad essere cauto, anche se prevede un rimbalzo nel momento in cui la Spagna dovesse chiedere aiuto. Positivo invece, sulle valute dei paesi emergenti x carry e crescita.

EUROPEAN EQUITY (Dennis Jose)

Molto positivo specialmente su Italia, dove le valutazioni hanno raggiunto livelli che storicamente hanno segnalato performance stellari negli anni futuri.

Stime di consenso degli analisti ancora troppo alte a livello aggregato per il 2013 (+13%).

Movimenti

Sulle linee Ritorno Assoluto e Flessibile introduciamo per una quota consistente del patrimonio Leadersel Diversified Strategies prodotto che per lo stile di gestione assunto ben si adatta alla politica di investimento delle linee sopra menzionate.

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.