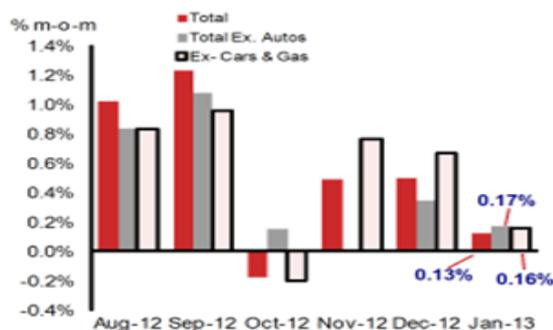


IL QUADRO MACRO

STATI UNITI

Figure 1: Monthly retail sales growth



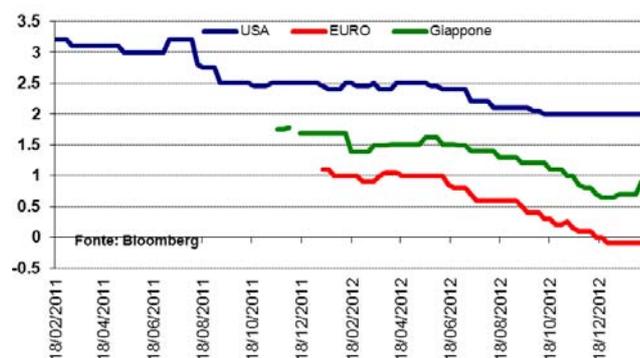
Source: Census Bureau, Nomura

L'aumento delle tasse sul reddito deciso con l'accordo del 31 dicembre si sta manifestando in una moderazione dei consumi delle famiglie. Infatti, come mostra il grafico sopra riportato, dopo due solidi dati a novembre e dicembre, gennaio ha fatto registrare una decisa moderazione nella lettura delle vendite al dettaglio. Questo conferma l'aspettativa di una stagnazione dei consumi in Q1 che dovrebbe pesare sulla dinamica dell'intero PIL data la rilevanza di questa componente.

Vi è tuttavia la concreta possibilità che Democratici e Repubblicani non si accordino su come evitare i tagli di spesa automatici, per un ammontare di 84 mld di dollari, che dovrebbero entrare in vigore dal primo marzo. Se così fosse l'economia USA dovrebbe affrontare un'ulteriore forza recessiva tale da portare, nelle previsioni del CBO, l'organismo indipendente del Congresso, ad una variazione del PIL Q4'13 su Q4'12 del +1,4%, che corrisponderebbe ad un dato medio annuo poco al di sotto di tale valore. Pur non essendo possibile escludere definitivamente un accordo dell'ultimo momento, l'atteggiamento ostile tra le due parti sembra rendere più probabile l'entrata in vigore del cosiddetto "sequester" con le conseguenze sopra

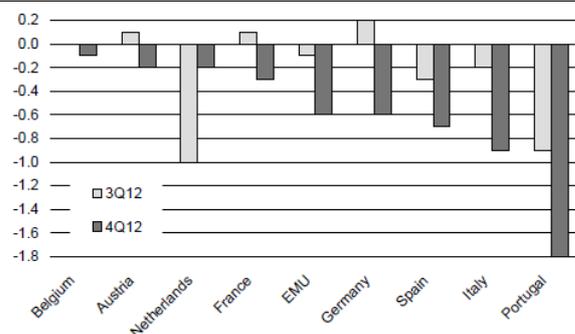
citare. Se così sarà le aspettative più ottimistiche che ipotizzavano una crescita per il 2013 superiore al 2% molto probabilmente verranno riviste al ribasso.

PIL 2013: il consenso secondo Bloomberg



AREA EURO

GDP, REAL, IN % QOQ

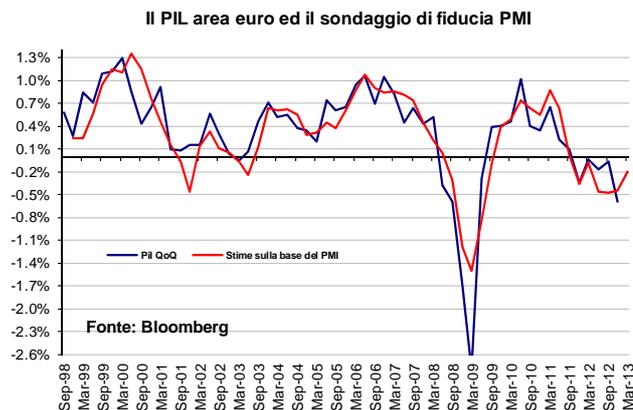


I dati sul PIL europeo del quarto trimestre hanno deluso le aspettative. Il fenomeno è risultato generalizzato in quanto tutti i principali paesi, Germania, Francia e Italia hanno fatto registrare contrazioni del PIL oltre quanto ipotizzato dagli economisti.

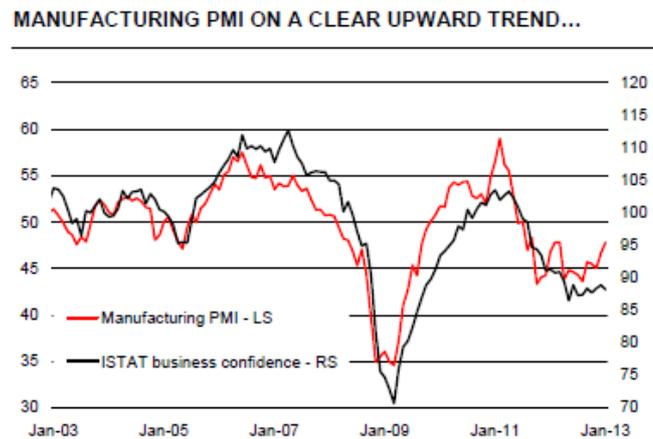
Come mostra il grafico sotto riportato la contrazione del PIL è risultata poco al di sotto di quanto suggerito dalla relazione con gli indici PMI. Questi



ultimi segnalano una significativa attenuazione della recessione per il trimestre in corso, portandoci a riconfermare l'aspettativa che la recessione in Europa possa cessare con la primavera.



Per quanto riguarda l'Italia, la variazione del PIL è stata particolarmente accentuata (-0.9% trimestrale). Pur non essendo disponibili i dati disaggregati le statistiche mensili anticipano una probabile contrazione delle principali componenti della domanda interna, consumi ed investimenti, mentre le esportazioni dovrebbero aver fatto registrare un modesto progresso.

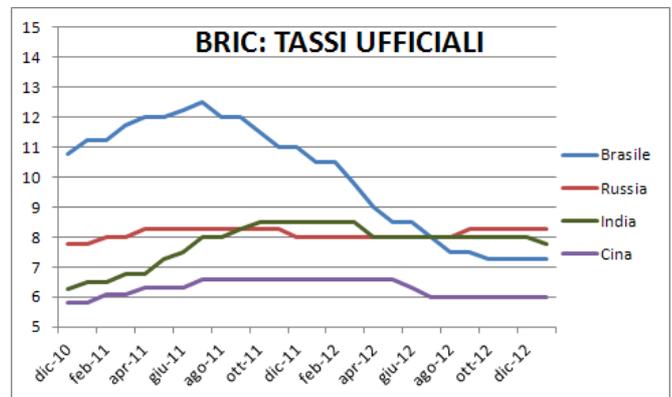


La situazione in Italia risulta ancora di estrema difficoltà come mostrano i dati sul PIL. Tuttavia anche per il nostro paese gli indici PMI segnalano

un ritorno della fiducia tra i nostri imprenditori. Come mostra il grafico sopra riportato la tendenza è favorevole, ma i livelli di fiducia sono ancora decisamente contenuti. Pertanto l'aspettativa sull'Italia e che la recessione possa durare un trimestre in più rispetto alla media europea, e che quindi solo nella seconda metà dell'anno potremmo assistere ad una stabilizzazione dell'attività economica.

PAESI EMERGENTI

Poche novità e alcune conferme dalle economie dei paesi emergenti. Le politiche monetarie, ad esempio, continuano ad essere accomodanti con tassi che permangono sui livelli minimi, come evidenziato anche nelle ultime sedute delle Banche Centrali russa e sudcoreana.



In India, invece, la produzione industriale del mese di dicembre è risultata nuovamente in flessione (-0,6%) e al disotto delle aspettative; per contro il raffreddamento delle dinamiche dell'inflazione dovrebbe garantire uno spazio di manovra maggiore alle autorità sia di politica fiscale che di politica monetaria per riuscire nell'arduo compito di sostenere l'economia anche attraverso quelle riforme strutturali e quelle aperture tanto invocate per garantire uno sviluppo per il futuro.



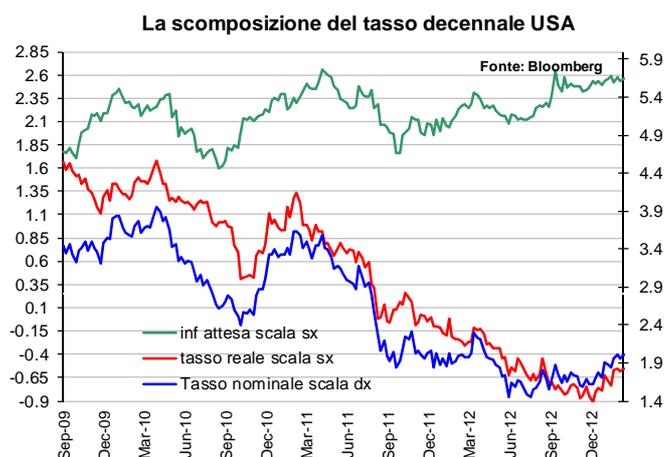
I MERCATI

OBBLIGAZIONI

BOND	15 feb	08-feb	18-gen	31 dic 12
USA 10Y	2.01	1.95	1.84	1.76
USA 2Y	0.27	0.25	0.25	0.25
GER 10Y	1.63	1.61	1.56	1.32
GER 2Y	0.18	0.18	0.18	-0.02
Euribor 3m	0.23	0.23	0.21	0.19
Euro\$ 3m	0.29	0.29	0.30	0.31
Itrax Crossover	431	448	423	482

Settimana di moderata risalita per i rendimenti a scadenza sui titoli tedeschi ed americani, che ha portato un po' di sollievo sui prodotti "a spread" siano essi titoli di Stato periferici che obbligazioni societarie.

Il mercato obbligazionario americano sta attribuendo l'attuale risalita del tasso nominale al miglioramento delle prospettive di crescita piuttosto che ad un peggioramento delle aspettative di inflazione. Questo è quello che si evince analizzando la dinamica dei rendimenti a scadenza del Treasury decennale e di quello legato all'inflazione.



Questo fenomeno va interpretato positivamente, in quanto le massicce iniezioni di liquidità operate dalla FED al momento non hanno portato le aspettative di inflazione oltre i livelli di guardia.

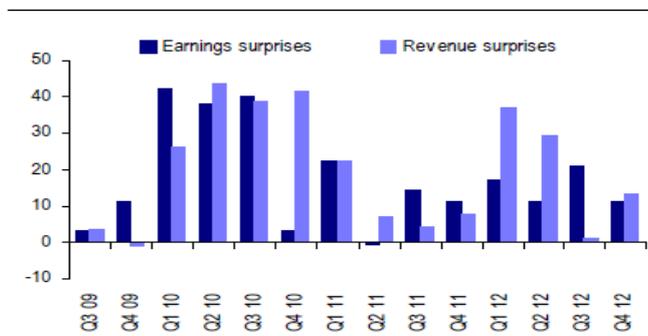
AZIONI

EQUITY	15 feb	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
S&P 500	1521,13	0,21%	2,37%	6,66%
Stoxx 600	288,02	0,24%	0,34%	2,98%
Eurostoxx50	2624,43	-0,22%	-3,14%	-0,44%
Topix	942,41	-1,56%	3,40%	9,61%
FTSE Asia exJp	499,46	1,28%	0,38%	3,49%
FTSE Emer Mkt	532,68	0,03%	-1,37%	1,42%
VIX	12,29	-0,73	-0,17	-5,73
V2X	18,53	-0,03	2,65	-2,82

I dati peggiori delle attese sul GDP del 4Q dell'eurozona hanno annullato il recupero che il mercato azionario europeo stava tentando nella prima parte della settimana. I dati congiunturali e l'incertezza che aleggia intorno alle elezioni italiane e gli scandali emersi in Italia e Spagna hanno rallentato i flussi di investimento sull'equity continentale. Nella prima parte dell'anno infatti, secondo le stime di EPFR, sono affluiti oltre 22 miliardi di euro sull'equity europeo, livello record dal 2007, prima dell'inizio della crisi.

La reportistica europea prosegue in modo tutto sommato discreto e comunque in un senso supportivo al mercato. Al momento hanno riportato circa un terzo delle società in termini di market cap e le sorprese sugli utili sono allineate alle medie, con i ricavi che hanno fatto nettamente meglio del trimestre precedente.

Chart 4: Revenue vs. Earnings surprises (mkt cap weighted)



Source: Bloomberg, UBS European Equity Strategy

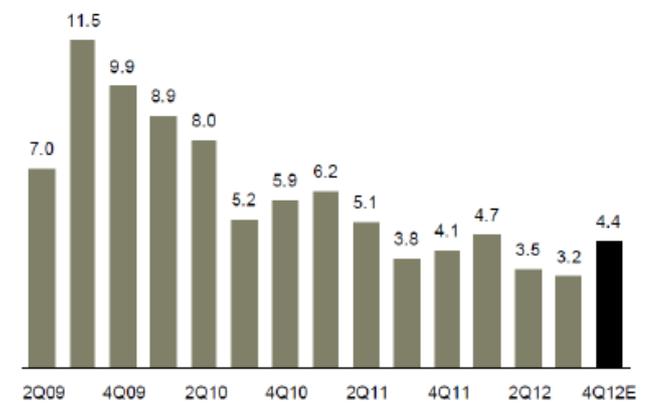


Inoltre, come detto in precedenza, i dati dei PMI sulle fiducie rimangono supportivi, soprattutto per i settori più ciclici.

A parte l'incertezza politica, gli elementi di maggior rischio per la crescita e per i mercati azionari europei potrebbero derivare da un ulteriore e rapido apprezzamento della moneta unica, come anche sottolineato dal Governatore Draghi. I fondamentali macro dovrebbero peraltro costituire, prima o dopo, un limite al movimento.

Negli USA la reportistica è invece quasi giunta al termine (82% in termini di mkt cap) con oltre il 70% delle società che ha battuto le stime in termini di profitti e una dimensione media della sorpresa del 4.4%.

Chart 12: US Earnings Surprise ex-Financials



In queste ultime settimane, con un po' di incertezza che, come detto, aleggia intorno ai periferici, Italia e Spagna in particolare, la maggiore visibilità sui profitti e sul ritmo di crescita dell'economia hanno nuovamente determinato una sovra-performance del mercato americano, soprattutto verso quello europeo.

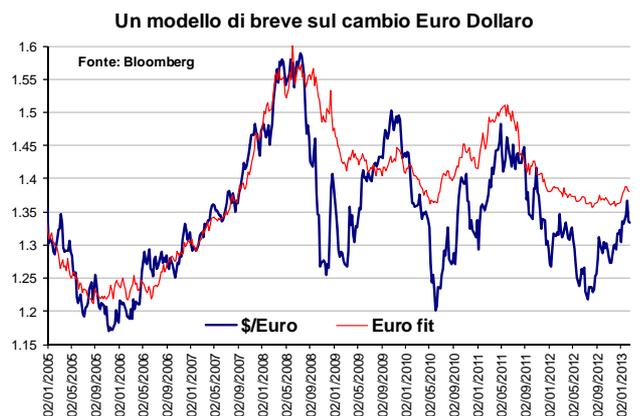
Per i mercati emergenti continua la sotto-performance relativa rispetto a quelli sviluppati, soprattutto USA. Le principali cause vanno ricercate da un lato in Brasile, dall'altro in Corea. Il

mercato brasiliano continua ad essere appesantito dal mix di politica monetaria lasca e tensioni inflattive alte (causate da un mercato del lavoro surriscaldato), tanto che gli investitori iniziano a temere un prematuro e forse anche scomposto rialzo dei tassi, come le stesse fonti governative hanno fatto intendere. La Corea, invece, sta risentendo delle guerre valutarie in corso e in particolar modo del deprezzamento dello Yen giapponese nei confronti del Won coreano che inizia a erodere la competitività del paese in termini di export.

VALUTE

CURRENCY	15 feb	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
EUR / USD	1.3354	0.0%	0.2%	1.2%
EUR / YEN	124.86	0.8%	4.1%	9.2%
USD / YEN	93.49	0.8%	3.8%	7.9%

Settimana caratterizzata da movimenti contenuti rispetto alla volatilità passata. Assente una direzionalità precisa sul dollaro euro solo lo yen ha mostrato una certa debolezza verso le altre divise.



La normalizzazione del contesto europeo sta portando il cambio dollaro euro in linea con quanto suggerito dal differenziale dei tassi, come mostra il grafico sopra riportato. Dato questo livello dello spread tra i titoli a due anni americani e tedeschi



l'area fair del cambio si trova, secondo questa metrica, nella banda 1,35 – 1,4.

MATERIE PRIME

COMMODITY	15 feb	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
OIL	96.27	0.6%	0.7%	4.8%
CRB Index	298.5	-0.8%	-0.9%	1.2%
Gold	1615	-3.1%	-4.4%	-3.6%
Silver	30.00	-4.5%	-6.1%	-0.8%
Copper	372	-0.9%	1.2%	2.0%
Gas	3.17	-3.0%	-11.0%	-5.3%

La generale debolezza delle commodities di questa settimana è stata dovuta alle preoccupazioni degli investitori sul quadro macro europeo che gli ultimi dati pubblicati hanno definito ad un livello più negativo delle aspettative. Tutti i metalli industriali ne hanno risentito, compresi quelli classificati tra i metalli preziosi il cui uso industriale rappresenta più della metà del consumo (**platino, palladio e argento**). Tuttavia il trend di fondo positivo dovrebbe continuare perché, anche se l'Europa dovesse deludere in termini di capacità di ripresa, c'è molto consenso sull'accelerazione della crescita nelle altre due grandi economie mondiali (USA e

Cina). Inoltre abbiamo già segnalato in precedenza come per alcuni metalli (Platino e Palladio) vi sia un problema di offerta del mercato. Le stesse motivazioni stanno invece influenzando negativamente sul prezzo dell'**oro**. I flussi di acquisto provenienti dalle Banche Centrali, soprattutto di Paesi Emergenti, che nel 2012 hanno aumentato del 17% le loro riserve auree, sono stati compensati da flussi in uscita da parte degli investitori che in un clima di maggiore "appetito per il rischio" hanno ridotto complessivamente la domanda di quasi il 10%.

Per quanto riguarda il **petrolio**, il quadro è un po' più confuso: Nei fatti, il mercato appare tutt'altro che carente dal punto di vista dell'offerta fisica: le scorte dei Paesi OCSE in dicembre sono scese meno delle aspettative e comunque ad un livello superiore alla media degli ultimi 5 anni, e le riserve strategiche sono al livello più alto dalla fine del 2011. Dal lato della domanda, l'AIE ha appena rivisto al ribasso le stime per l'anno in corso. Nonostante ciò, la salita dei prezzi sia del WTI che del Brent è stata significativa e ci induce a suggerire cautela.

PROSSIMA SETTIMANA

	USA	EMU	EM. MKT	EARNINGS
Lunedì 18				
Martedì 19	Fiducia settore immobiliare.	GER: indice ZEW.		EU: Ubs, BG, Enel
Mercoledì 20	Permessi alla costruzione.	EMU: fiducia consumatori.		EU: Glaxo
Giovedì 21	Sussidi alla disoccupazione; inflazione; preliminare ISM; leading indicator.	EMU: preliminari PMI.		EU: CS, Sanofi, Daimler
Venerdì 22		GER: IFO.		EU: Telecom IT

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.

