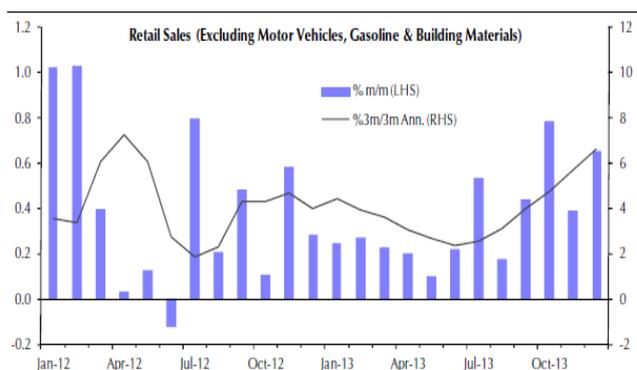


IL QUADRO MACRO

STATI UNITI

Il numero di statistiche macroeconomiche diffuse in settimana è stato di una certa entità, anche se una visione di sintesi dei numeri non porta a introdurre elementi di novità nello scenario delineato nelle scorse settimane.

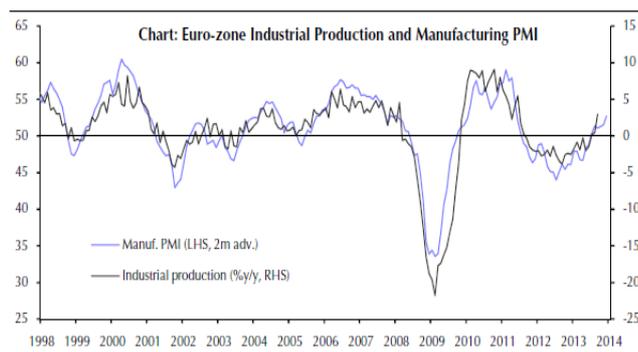


Forse il dato di maggior interesse, proprio perché trattasi di una statistica di economia reale e non di sentiment, è stato quello relativo alle vendite al dettaglio. Come mostra la figura sopra riportata queste corroborano l'indicazione, già fornita da precedenti dati, di una accelerazione della spesa da parte delle famiglie in Q4, che dovrebbe dare slancio ai consumi anche per la parte iniziale del 2014. Temi già noti e scenarizzati dagli analisi e per i quali in settimana si è avuta ulteriore conferma.

AREA EURO

Il buon dato della produzione industriale aggregata relativa al mese di novembre ha allineato la dinamica di questa statistica di economia reale con il segnale di ripresa proveniente dagli indicatori anticipatori (si veda il grafico sotto riportato). Dato il contributo che il settore secondario solitamente apporta al PIL è verosimile ipotizzare un progresso di questa grandezza nell'intorno dello 0,2% (trimestrale) in Q4, in linea cioè con il nostro

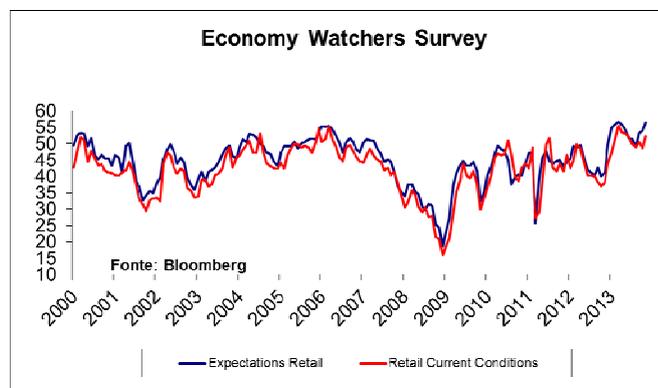
scenario e con quanto suggerito dagli indicatori anticipatori.



La ripresa industriale si è avuta in tutti i principali paesi dell'aggregato. Di rilievo il fatto che l'espansione italiana sia giunta al terzo mese consecutivo e che la Francia abbia "rimbalzato" dopo una serie di letture con il segno meno.

GIAPPONE

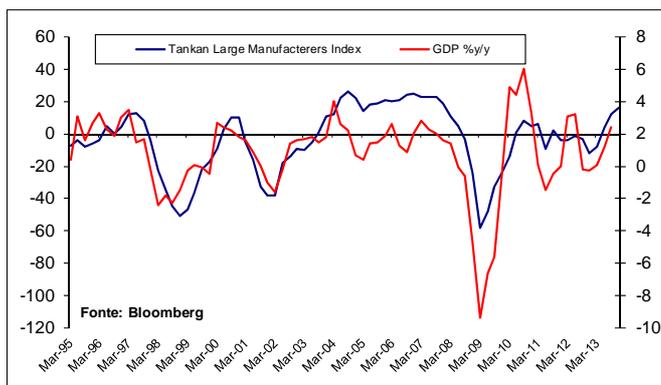
La ripresa del PIL giapponese del 2013 è stata accompagnata da un'ottima performance dei mercati azionari e da un forte deprezzamento dello yen.



Le incognite del 2014 sono legate a come reggerà l'economia nipponica l'aumento dell'IVA dal 5% all'8% prevista ad inizio aprile e come questo si rifletterà sui salari.

Il rimbalzo della spesa dei consumatori è stato molto forte nel 2013 sorretto dalla crescita degli asset mobiliari e immobiliari, per mantenere tali livelli sarà importante che i salari nominali crescano della stessa misura dei prezzi per rendere sostenibile il potere d'acquisto. Su questo punto si è già mossa l'amministrazione di Abe con la richiesta di canalizzare una parte dei profitti derivanti dalla svalutazione dello yen sui salari.

Gli indicatori anticipatori, sia sul lato dell'offerta come il Tankan sia sul lato della domanda come l'economic watchers survey non segnalano particolari preoccupazione ed anzi si trovano su livelli di massimo degli ultimi 5 anni.

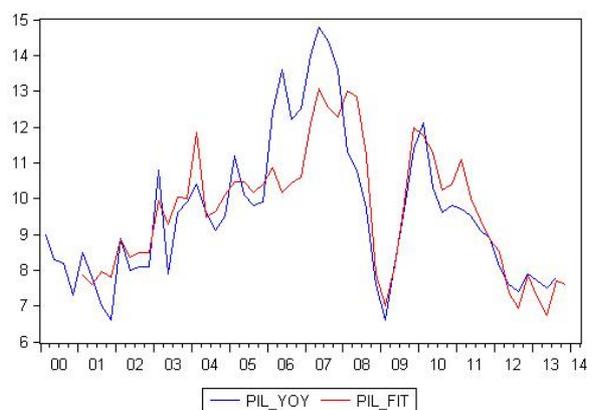


PAESI EMERGENTI

Il focus torna prepotentemente sulla Cina. Lunedì 20 è prevista la pubblicazione dei dati di produzione industriale e del PIL del Q4. Il nostro modello interno ci offre la possibilità di avere un'idea preliminare del dato in uscita, grazie soprattutto ad alcune statistiche pubblicate recentemente (tra cui la produzione elettrica a livello industriale e la crescita dei mutui, entrambe in moderazione).

Il dato di previsione puntuale indica una crescita anno su anno del 7,6%, in decelerazione rispetto al +7,8% del Q3 (ritenuto dalla maggior parte degli analisti un picco). Un livello di crescita di questo tipo indicherebbe una stabilizzazione assolutamente non drammatica; anzi, se accompagnata dalle tanto annunciate riforme strutturali, un tale valore dimostrerebbe il forte impegno dei legislatori cinesi al raggiungimento di una crescita sana.

Cina: previsione per la crescita del PIL di Q4 2013.



Per i mercati finanziari l'importanza di quest'approccio sarà verificata soprattutto in base ai risultati ottenuti nel contenimento del credito (già in attuazione) e dello shadow banking. I più grandi rischi finanziari (con potenziali effetti sistemici) potrebbero giungere proprio da questo lato. La sensibilità del settore finanziario cinese a questi temi si è ancora una volta manifestata sui livelli dei tassi interbancari, balzati oltre il 7% intraday, probabilmente in seguito al settimo giorno consecutivo di inattività della Banca Centrale per quanto riguarda le Open Market Operations (OMO). Questo episodio segue eventi molto simili verificatisi a fine anno e a giugno 2013.

La settimana in chiusura è stata relativamente povera di statistiche rilevanti per gli altri Paesi Emergenti, eccezion fatta per l'inflazione indiana, in moderazione sia dal lato dei prezzi all'ingrosso (+6,2%; +7,5% a novembre) che al consumo



(+9,9% dopo il +11,2% di novembre). Quest'ultima sembra essere la misura che giocherà il ruolo principale per la Banca Centrale Indiana. Le aspettative tendono comunque ad una salita dei tassi (probabile un aumento cumulativo di 50 bps nel 2014).

La Banca Centrale Brasiliana ha invece portato il tasso Selic al 10,5%, con un aumento di 50 bp che ha sorpreso leggermente gli analisti (era atteso un rialzo più graduale, in due fasi da 25 bps l'una).

I MERCATI

OBBLIGAZIONI

BOND	17 gen	10-gen	20-dic	31 dic 13
USA 10Y	2.85	2.86	2.89	3.03
USA 2Y	0.38	0.37	0.38	0.38
GER 10Y	1.76	1.84	1.87	1.93
GER 2Y	0.18	0.19	0.23	0.21
Euribor 3m	0.30	0.28	0.29	0.29
Euro\$ 3m	0.24	0.24	0.25	0.25
Itrax Crossover	279	284	290	287

Il movimento più rilevante della settimana è stato quello relativo alla discesa dei tassi a lunga in Europa, ed in particolare in Germania. In modesta discesa anche gli spread sui titoli corporate europei, mentre sul mercato dei governativi americani non si segnalano movimenti di rilievo.

AZIONI

EQUITY	17 gen	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
S&P 500	1845.89	0.19%	1.52%	-0.13%
Stoxx 600	335.22	1.60%	4.38%	2.12%
Eurostoxx50	3152.98	1.57%	3.40%	1.41%
Topix	1297.39	-0.08%	2.83%	-0.38%
MSCI Asia exJp	539.91	0.88%	-0.32%	-2.09%
MSCI Emer Mkt	974.65	0.46%	-1.38%	-2.80%
VIX	12.53	0.39	-1.26	-1.19
V2X	16.22	-0.35	0.21	-1.04

Sul lato azionario si segnalano le buone performance degli indici europei, sia sulla settimana che year-to-date. Fase di stallo in America, con cambiamento leggermente positivo sulla settimana e negativo da inizio anno.

In Giappone, dopo un drawdown giornaliero del 2,26% a inizio settimana, il Topix si è ripreso fino ad arrivare quasi ai livelli di fine 2013.

Gli emergenti risultano i worst performer da inizio anno, avendo già accumulato una perdita di quasi 3 punti percentuali. Discorso leggermente migliore ma comunque negativo per l'Asia presa a sé stante. Settimana comunque in ripresa per entrambi gli indici.

Questa settimana ha visto anche l'apertura della reporting season negli USA, con dati vicini alle aspettative medie per le società dell'indice S&P 500 finora considerate. La prossima settimana sarà comunque quella più rilevante sotto questo punto di vista.

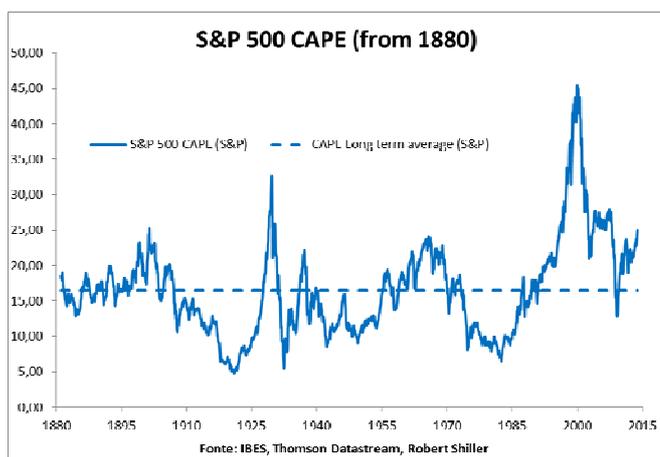
In attesa dei dati effettivi sulle vendite e sui profitti per gli USA, è interessante fare il punto sulle valutazioni attuali dei mercati più importanti.

Quello americano sembra il più sopravvalutato, sia in termini di metriche notoriamente "bearish" come il PE di Shiller (S&P 500 prezzato a 25 volte gli EPS), sia dal punto di vista dei PE trailing (circa 17x) e forward (15x). Risulta comunque fondamentale il confronto con le medie di lungo periodo per poter debitamente considerare questi valori. Anche in questo caso, parte della valutazione è lasciata dalla discrezionalità dell'analista. Nel caso del PE di Shiller, il mercato USA appare in linea o al di sotto della media degli ultimi dieci anni (circa 27x), mentre sembra già decisamente "expensive" se confrontato con medie di più ampio respiro, come quella degli ultimi 40 anni (che si ferma a circa 20x) o addirittura dal 1880, che non raggiunge nemmeno 17x.



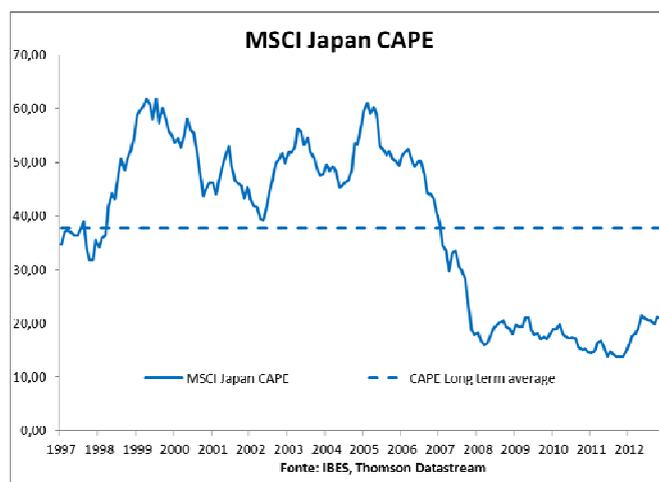
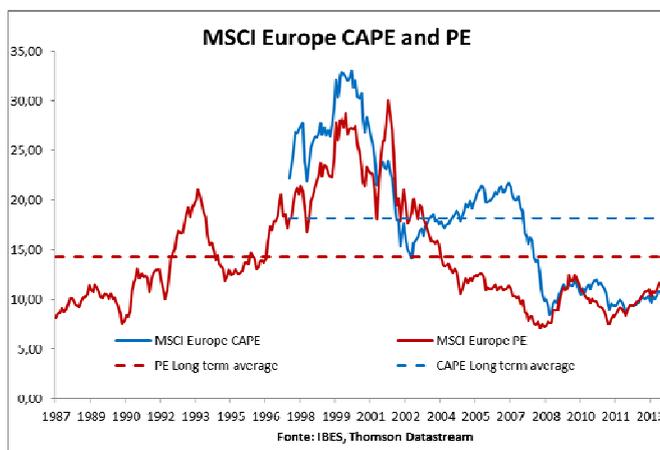
I PE semplici, sia trailing che forward, sembrano invece più in linea con le loro medie.

Su questi livelli sembra comunque poco plausibile un'ulteriore espansione dei multipli.



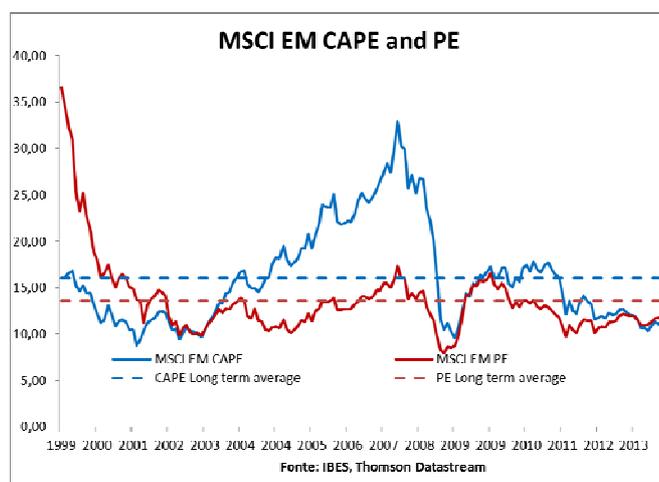
Per quanto riguarda l'Europa, i dati di earnings sull'indice MSCI Europe indicano una certa convenienza negli attuali multipli, sia in termine di CAPE (11x, ancora lontani dalla media storica di 18x) che di PE trailing (12x, media dal 1987 pari a 14x) e forward (11x, media uguale a 12x).

Per il Giappone (indice MSCI Japan) la serie storica del PE è inquinata da alcuni episodi di earnings vicini a 0, mentre il CAPE, che non presenta questo tipo di inconveniente, si attesta a 22x, molto lontano dalla media di lungo periodo di 38x.



Per quanto riguarda i Paesi Emergenti, la situazione è più sfumata e vanno considerate alcune peculiarità tipiche di ogni realtà.

Nell'aggregato (MSCI EM) sembrano a sconto rispetto alla media storica e a tutte le altre aree, con un CAPE di 11x (media di lungo periodo 16x), PE trailing di 11x (media 18x) e PE forward pari a 10x (media 15x). In questo caso è però molto importante discernere per le situazioni individuali di ogni paese. I mercati nazionali più convenienti sotto questo punto di vista sono Cina, Taiwan, Russia e Corea mentre quelli più costosi risultano Malesia, Indonesia, Brasile, Messico e Sudafrica.



VALUTE

CURRENCY	17 gen	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
EUR / USD	1.3574	-0.7%	-0.8%	-1.6%
EUR / YEN	141.61	-0.4%	-0.5%	-2.4%
USD / YEN	104.33	0.3%	0.3%	-0.9%

Coerentemente con l'ampliarsi del differenziale dei tassi americani rispetto a quelli tedeschi si è avuto un rafforzamento della valuta americana rispetto all'euro. Questo è stato probabilmente il principale fattore che ha determinato il movimento della moneta unica rispetto al dollaro, dato che non vi sono stati altri fattori causali di rilievo durante la settimana.

MATERIE PRIME

COMMODITY	17 gen	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
OIL	94.68	2.1%	-4.7%	-3.8%
CRB Index	278.2	1.0%	-1.7%	-0.7%
Gold	1248	0.1%	3.8%	3.6%
Silver	20.27	0.3%	4.6%	4.2%
Copper	336	0.4%	1.4%	-1.2%
Gas	4.32	6.6%	-2.2%	2.2%

Settimana di recupero delle materie prime dopo un inizio anno decisamente in tono minore. L'indice CRB è stato spinto al rialzo soprattutto dalle componenti energetiche, con petrolio e gas naturale in evidenza.

PROSSIMA SETTIMANA

	USA	EMU	EM. MKT	EARNINGS
Lunedì 20			CH: PIL, Prod. Ind. Vendite al dettaglio	
Martedì 21		GER: ZEW		SAP, SABMiller. J&J, IBM.
Mercoledì 22				BHP.
Giovedì 23	Initial jobless claims; preliminare PMI; leading indicator.	EMU: PMI; fiducia consumatori.	CH: PMI; RU: Prod. Ind.	McDonald's, Microsoft.
Venerdì 24			BZ: Partite correnti.	Procter&Gamble, Kimberly-Clark.

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.

