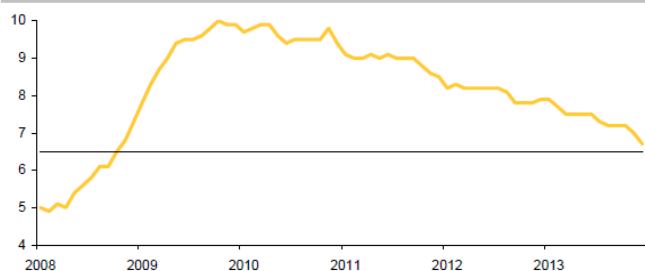


**IL QUADRO MACRO**

**STATI UNITI**

A cavallo d'anno importanti dati di economia reale come le statistiche sui consumi delle famiglie e gli investimenti delle imprese hanno fatto registrare un'accelerazione tale da rendere altamente probabile una lettura del tasso di crescita atteso del PIL nel Q4 '13 e nel Q1 '14 in media al 3%, validando quelli che erano i segnali forniti dagli indicatori anticipatori e ribaditi in settimana dall'indice ISM manifatturiero.

**USA: Unemployment rate to hit Fed's 6.5% threshold soon**  
unemployment rate in %



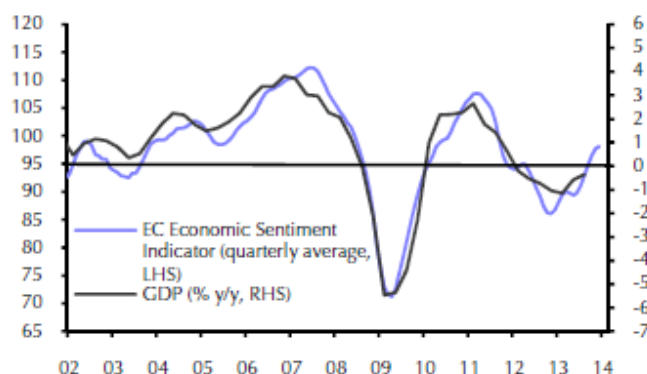
In controtendenza i dati sul mercato del lavoro, specialmente quello relativo ai nuovi occupati, con una debolezza estesa anche ai salari medi orari e alla settimana lavorata. Difficile quadrare questo dato con quelli discussi in precedenza; data la sua volatilità appare però prudente non fare eccessivo affidamento ad una singola lettura mensile. In settimana sono state rese note anche le minute dell'ultimo FOMC. L'impressione è quella di una FED "data dependent" nell'accezione che è sufficiente il mantenimento delle attuali tendenze sul mercato del lavoro (NFP medi mensili a +200 mila circa) per procedere con la riduzione ulteriore degli acquisti di obbligazioni.

**AREA EURO**

Gli indicatori anticipatori europei continuano ad evidenziare un moderato miglioramento delle

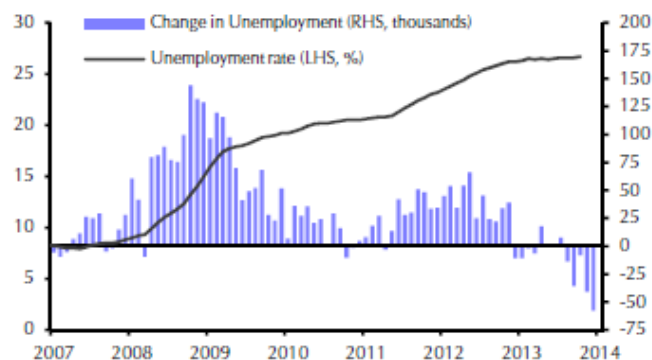
prospettive economiche dell'area, come illustra il grafico sotto riportato.

**3. EC Economic Sentiment Indicator & GDP Growth**



Anche i dati di economia reale sono in linea con tale evidenza, come testimoniato dalle vendite al dettaglio. In articolare questo inizio anno si caratterizza per numeri positivi di sentiment e di economia reale per la Spagna, dove anche una variabile "ritardata" rispetto al ciclo come l'occupazione sembra essere in fase di svolta.

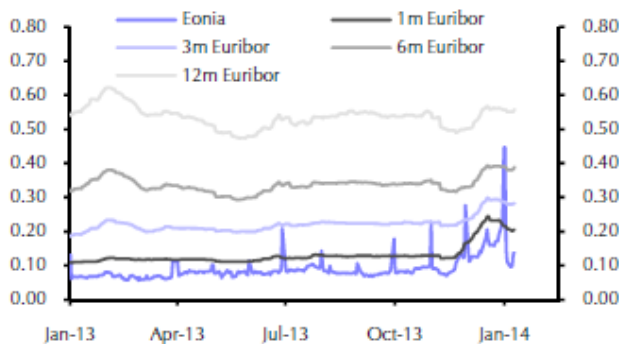
**3. Spain Employment & Unemployment**



L'inflazione continua ad essere molto contenuta nelle letture tendenziali annue (+0,7% la core), tuttavia nelle dinamiche mensili non si segnala nessun peggioramento tendenziale.



**Chart 1: Inter-bank Interest Rates (%)**

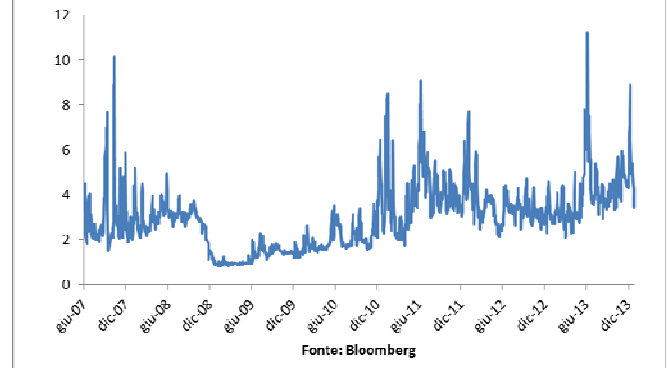


La BCE considera lo scenario economico per crescita ed inflazione in linea con le proprie aspettative. In particolare non ha posto nessuna enfasi particolare sul rischio deflazione nell'aggregato. L'impressione in conferenza stampa è quella di una banca centrale pronta a fare di più sia sul fronte delle misure straordinarie di liquidità sia con un'azione sul fronte dei tassi, come possibile risposta ad un aumento dei rendimenti sul monetario. Nel complesso Draghi ha dato forti segnali circa l'intenzione della BCE di essere fortemente orientata ad un atteggiamento di massimo supporto all'economia. Non è neppure esclusa quindi l'opzione "nucleare" degli acquisti di obbligazioni sul secondario per fronteggiare la possibile minaccia deflattiva.

## PAESI EMERGENTI

Il 2013 è stato un anno non facile per i paesi emergenti, che hanno dovuto affrontare tensioni legate all'inizio del tapering ed alla necessità di ribilanciamento e riforme strutturali. Alcuni di questi (segnatamente Brasile e Turchia, ma in parte anche India) hanno mostrato una certa fragilità dovuta a flussi di capitale in uscita su livelli che non si registravano da anni. Il 2014 si prospetta quindi un anno ricco di sfide.

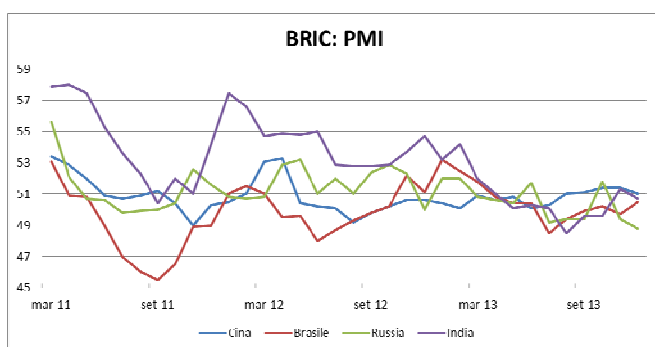
**Chinese 7-Day Interbank Repo Rate**



La Cina in particolare appare impegnata seriamente nel ridurre i rischi legati all'eccesso di debito e alla conseguente necessaria stretta creditizia. Nonostante una probabilità non trascurabile di default a livello di LGFV (Local Government Financing Vehicles), sia la Banca Centrale che il Governo sembrano avere la forza per portare a compimento questa impresa. Il mercato interno sembra già aver colto queste intenzioni: a fine Dicembre si è verificato un picco nei tassi di interesse interbancari a breve (tasso repo a 7 giorni), che sono arrivati intorno al 10%. Inoltre, proprio nelle ore finali dell'anno le banche più grandi sono state coinvolte loro malgrado dalla Banca Centrale in una repurchase operation che ha drenato liquidità ma soprattutto ha dimostrato l'intenzione del governo di mantenere i tassi monetari ad un livello più alto di quello visto finora. Il tema dei tassi di interesse sarà preponderante nel 2014 per tutte le economie emergenti, in un momento in cui le rilevazioni dei PMI non sono brillanti e gli indicatori di fiducia coincidenti (soprattutto dal lato dei consumatori) sono in caduta in molte di queste economie. Alcune di esse, segnatamente Tailandia e Turchia, si trovano anche invischiata in gravi crisi politiche se sembrano poter ribaltare in negativo ciò che di buono è stato fatto negli ultimi mesi e, soprattutto, mettere a repentaglio i piani di crescita a breve-medio termine.



Una delle poche nazioni su cui l'outlook sembra in miglioramento è invece la Corea, che ha registrato un forte aumento sia degli export che degli import e ottimi dati di leading indicator e consumer sentiment. A questo si aggiunge la decisione della Banca Centrale di mantenere i tassi invariati (nonostante ci fosse spazio per un ulteriore easing), indice di una certa fiducia nella crescita prevista (3,8-4% nel 2014).



## I MERCATI

### OBBLIGAZIONI

BOND	10 gen	03-gen	13-dic	31 dic 13
USA 10Y	2.90	2.99	2.86	3.03
USA 2Y	0.39	0.40	0.32	0.38
GER 10Y	1.86	1.94	1.83	1.93
GER 2Y	0.20	0.21	0.25	0.21
Euribor 3m	0.28	0.28	0.28	0.29
Euro\$ 3m	0.24	0.24	0.24	0.25
Itrax Crossover	285	284	319	287

I dati negativi sul mercato del lavoro USA, e le affermazioni di Draghi dal tono assai accomodante, hanno determinato una discesa dei tassi americani e tedeschi sulle parti a lunga della curva. Stabile il differenziale di rendimento delle obbligazioni societarie. Per quanto riguarda lo spread dei periferici si segnala da inizio anno un'ulteriore chiusura del gap con i Bund sia per i BTP che per i Bons, questi ultimi influenzati probabilmente dal miglioramento del quadro congiunturale.

### AZIONI

EQUITY	10 gen	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
S&P 500	1838.13	0.37%	3.54%	-0.55%
Stoxx 600	330.46	0.86%	6.69%	0.67%
Eurostoxx50	3107.69	1.08%	6.36%	-0.04%
Topix	1298.48	-0.29%	4.81%	-0.29%
FTSE Asia exJp	534.39	-0.74%	-2.05%	-3.09%
FTSE Emer Mkt	963.11	-1.67%	-2.76%	-3.95%
VIX	12.89	-0.87	-2.87	-0.83
V2X	16.82	-1.18	-1.38	-0.49

Dopo la conferma delle ottime performance azionarie con la chiusura del 2013 (eccetto per gli emergenti), è ora possibile tentare di discernere gli effetti che hanno contribuito maggiormente ai movimenti degli indici.

Per l'S&P 500, nonostante un anno positivo per gli earnings (e il fatto che storicamente il mercato USA sia guidato da quest'ultimi), la stragrande maggioranza del movimento è stato causato dal P/E. Discorso molto simile per l'Europa, dove la leggera caduta dei profitti non ha impedito guadagni intorno al 20%, grazie all'ampio contributo del P/E.

Tutt'altra storia in Giappone, dove l'eccezionale anno per i profitti sembra essere stato il driver principale dell'ottima performance del Topix, con un contributo del P/E leggermente negativo.

L'unica stonatura è rappresentata dai Paesi Emergenti, dove si registrano performance negative (intorno al -5% sul MSCI EM) causate da contributi negativi sia degli earnings che del P/E.

Sul lato profitti, in attesa dell'inizio della reporting season americana, è possibile cominciare a delineare le stime per il 2014 in base agli EPS operativi forward (fonte IBES) e ad alcuni modelli proprietari. In generale, le aspettative puntano ad una ripresa relativamente forte dei profitti in Europa e, in tono minore, nei Paesi Emergenti, dopo diversi anni in cui le aspettative degli analisti sono state quasi sempre disattese per entrambe le aree



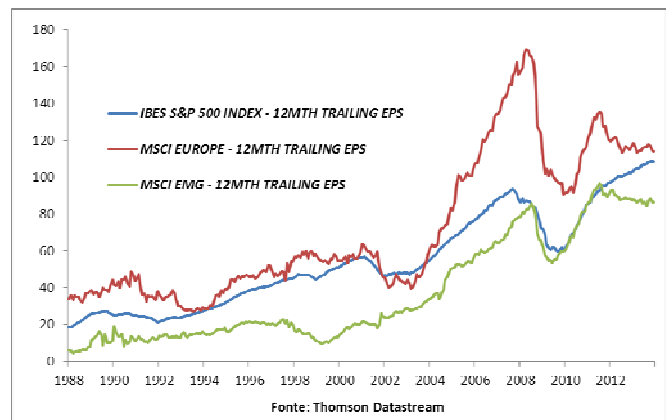
(revision ratio media nel periodo 2008-2013 di -22% per l'Europa e -10% per gli Emergenti) . Negli USA le prospettive sono di leggera accelerazione del ritmo di crescita, mentre in Giappone si prospettano profitti in territorio positivo ma lontani dall'accelerazione verificatasi quest'anno.

Entrando più nel dettaglio, le stime bottom-up per gli EPS trailing dell'indice S&P 500 vanno dal +9,89% di IBES al +13,3% di S&P. Le stime top-down sono invece più contenute e per gli strategist di Bloomberg si attestano al +7,3%, numero che a nostro avviso appare più ragionevole anche alla luce della maggiore maturità del ciclo economico americano.

L'Europa è forse l'area da cui ci si attende una crescita maggiore, in particolare dopo gli earnings leggermente negativi previsti per il 2013. Il nostro modello sull'indice MSCI Europe indica una crescita del +13,7%, coerente con la stima IBES di +12,68%.

Anche gli Emergenti, approssimati con l'indice MSCI EM, sembrano poter puntare ad una crescita in doppia cifra secondo gli analisti IBES (+11,78%), ipotesi apparentemente ottimista dato il nostro scenario di stabilizzazione del ciclo economico dell'area e fragilità specifiche di alcuni paesi presenti nell'indice.

Il Giappone invece, dopo l'exploit nei profitti di quest'anno, dovrebbe rallentare ma comunque arrivare ad una crescita soddisfacente (+9,85% secondo IBES).



## VALUTE

CURRENCY	10 gen	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
EUR / USD	1.3639	0.2%	-0.6%	-1.1%
EUR / YEN	142.66	0.4%	0.7%	-1.7%
USD / YEN	104.60	0.1%	1.3%	-0.6%

Sull'orizzonte settimanale movimenti contenuti sui principali cross. Da inizio anno tendenza al rafforzamento del dollaro sull'euro, movimento sostenuto probabilmente anche dai dati USA di economia reale.

Sulle valute emergenti da segnalare l'oramai profonda e continuata crisi per la lira turca, la rupia indonesiana e il baht thailandese. Riteniamo che siano fenomeni locali non destinati a ingenerare un fenomeno di natura sistemica in grado di contagiare le asset class a livello globale.

## MATERIE PRIME

COMMODITY	10 gen	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
OIL	92.70	-1.3%	-4.0%	-5.8%
CRB Index	273.7	-1.0%	-2.1%	-2.3%
Gold	1241	0.3%	0.5%	3.0%
Silver	20.05	-0.8%	1.9%	3.1%
Copper	334	-0.5%	0.8%	-1.7%
Gas	4.01	-6.8%	-7.8%	-5.2%

Dopo le perdite dello scorso anno anche il 2014 inizia con un calo dell'indice CRB. Le prospettive



economiche dei paesi sviluppati appaiono in miglioramento, ma questo non sembra essere

sufficiente a invertire la rotta alla dinamica dell'indice aggregato.

### PROSSIMA SETTIMANA

	<b>USA</b>	<b>EMU</b>	<b>EM. MKT</b>	<b>EARNINGS</b>
<b>Lunedì 13</b>			IN: Inflazione	
<b>Martedì 14</b>	Fiducia piccole imprese; vendite al dettaglio;	EMU: prod. Ind.		
<b>Mercoledì 15</b>		GER: PIL Q4 e 2013	BZ: Tassi politica monetaria	
<b>Giovedì 16</b>	Initial jobless claims; inflazione; fiducia settore immobiliare.	EMU: inflazione;	BZ: Vendite al dettaglio	
<b>Venerdì 17</b>	Fiducia dei consumatori; permessi alla costruzione.		RU: Bilancia commerciale	

### 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.