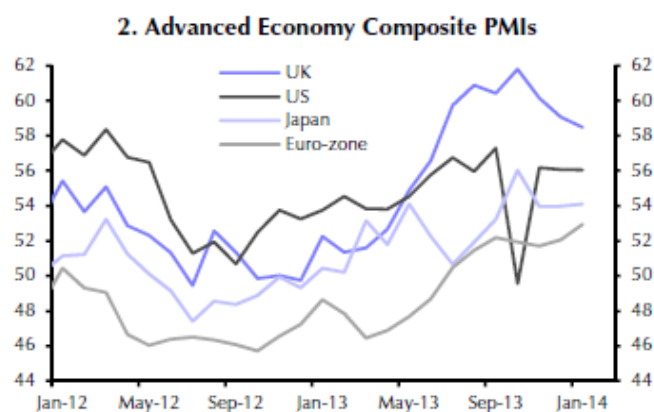


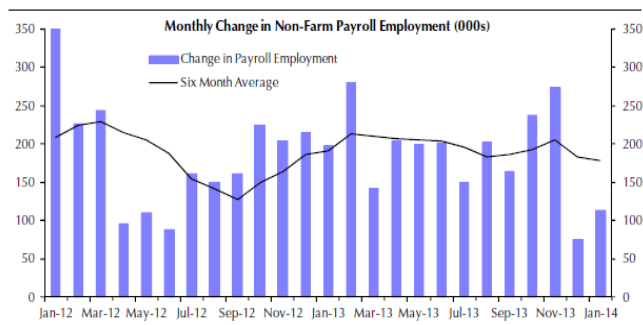
IL QUADRO MACRO

STATI UNITI

Le due statistiche mensili più rilevanti, il sondaggio di fiducia sul settore manifatturiero ISM e quella relativa al numero di nuovi occupati hanno deluso le attese in misura significativa.



Il sondaggio sul manifatturiero, che a detta di molti commentatori ha subito l'effetto negativo della tempesta di neve sulla costa est di metà gennaio, è stato in parte compensato dall'indice di fiducia sui servizi, tanto che il dato aggregato è rimasto stabile (si veda il sondaggio sopra riportato).



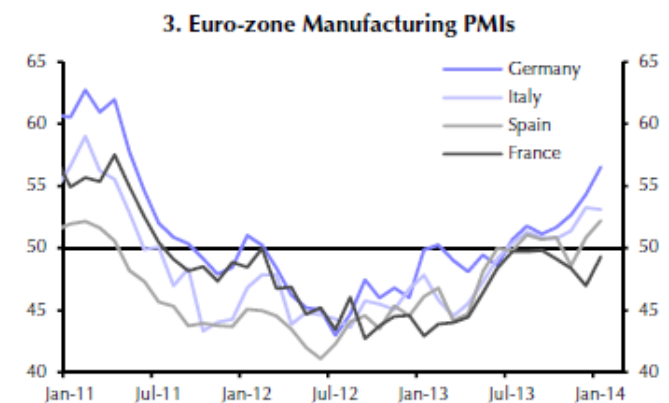
Per quanto riguarda i non farm payroll questo mese a differenza del precedente, non vi sono stati fattori straordinari che possono spiegarne il calo. Il dato quindi è innegabilmente negativo e presenta come unica attenuante il fatto che la statistica è molto

volatile e soggetta anche ad ampie revisioni, per cui occorrono conferme da altre fonti inerenti l'economia reale.

Infine ha ripreso avvio il dibattito sul debt ceiling. Il Tesoro ha comunicato che a partire dal 7 febbraio il fabbisogno di cassa verrà coperto che misure straordinarie, in grado di far fronte alle spese fino a fine mese (metà marzo secondo altri commentatori). Dato che i Repubblicani hanno promesso di non usare l'opzione default come arma di contrattazione, le loro possibilità di manovra appaiono alquanto limitate. Il tema quindi sembra assumere potenzialità meno dirimpenti che in passato.

AREA EURO

I dati macro più importati della settimana sono stati vendite al dettaglio e indicatori di fiducia PMI, risultati entrambi leggermente al di sotto delle attese e tali quindi da non apportare variazioni allo scenario di riferimento.



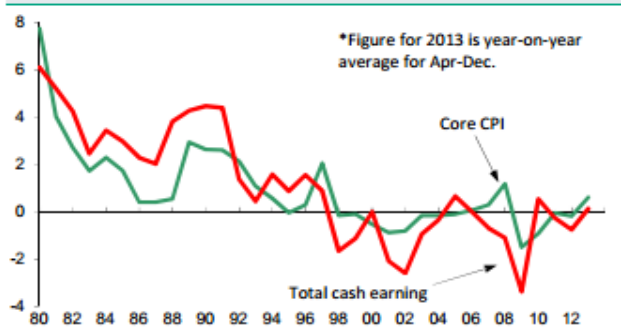
L'evento di maggior rilievo è stata la decisione della BCE nel meeting mensile di politica economica di mantenere invariati i tassi di riferimento, deludendo le aspettative formatesi sul mercato obbligazionario e di riflesso su quello dei cambi. Draghi ha però lasciato aperte tutte le possibilità per misure ordinarie (e non) di allentamento per il meeting del prossimo mese.



Dato che per quanto riguarda crescita ed inflazione il flusso di dati di recente pubblicazione e prospettico non appare sul punto di effettuare svolte significative è difficile che la BCE possa mutare radicalmente il proprio giudizio sul contesto economico. Quindi la decisione di procedere o no con nuovi allentamenti sarà frutto dei tipo di consenso che si verrà a formare tra “falchi” e “colombe” all’interno del direttivo. Il nulla di fatto di febbraio segnala che il compromesso non è stato trovato, con l’esito di rinviare la decisione il prossimo mese.

GIAPPONE

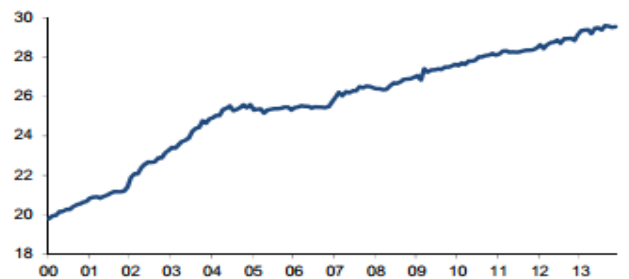
Chart 1: Total cash earnings and core inflation (FY, % y/y)



Source: MIC, MHLW, BNP Paribas

In Giappone sta per iniziare la stagione dei rinnovi contrattuali. Alcune grandi aziende sembrano propense a recepire la volontà del governo di salari più alti per favorire il processo di uscita dalla deflazione. Tuttavia la piccola impresa sembra meno propensa a compiere questo passo, potendo contare anche sulla maggior precarizzazione del mercato del lavoro giapponese.

Chart 2: Share of part-timers in the workforce (%)

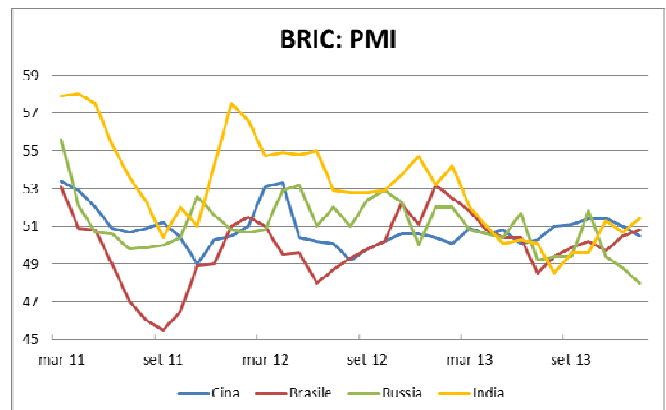


Source: MHLW, BNP Paribas

Per l’anno in corso appare quindi difficile prevedere grosse accelerazioni nel tasso delle retribuzioni. Solo un proseguimento duraturo dell’attuale fase di espansione economica potrebbe portare una tensione tale sul mercato del lavoro da spingere le imprese a concedere aumenti salariali in linea con l’inflazione attesa da governo e banca centrale.

PAESI EMERGENTI

BRIC: PMI



Le informazioni più rilevanti della settimana giungono dai PMI definitivi. Il dato cinese non brillante è stato confermato (49,5 a seguito del 50,5 di dicembre per HSBC), con in aggiunta un ulteriore deterioramento sul PMI relativo ad esportazioni e disoccupazione. In realtà, allargando il campo visivo al resto dell’Asia, le figure sono in miglioramento; nello specifico i manufacturing PMI di Corea, India, Indonesia e Taiwan segnalano tutti



un'accelerazione, seppur blanda. In termini globali ci sono ulteriori conferme negative sull'EMEA, con Russia e Sudafrica in deterioramento (e al di sotto della soglia di accelerazione posta a 50) e Turchia in diminuzione. In LatAm, Brasile in leggero miglioramento (da 50,5 a 50,8). In conclusione, i PMI sembrano rispecchiare il nostro scenario di crescita *subdued* rispetto ai fasti degli anni 2000 (soprattutto per i paesi già sotto pressione), con una leggera accelerazione nella crescita per il 2014 rispetto al 2013.

In settimana il PIL di Q4 dell'Indonesia ha sorpreso in positivo, mostrando anche una leggera accelerazione (+5,7% dopo il +5,6% del Q3), grazie all'effetto dell'aumento netto delle esportazioni (positivo anche per il current account, con un deficit in diminuzione).

Inoltre, Moody's ha deciso l'upgrade del rating sul debito sovrano del Messico (sia in valuta locale che straniera) ad A3 da Baa1, con outlook stabile. Questa notizia conferma l'aumento del potenziale di crescita del paese, soprattutto grazie a riforme strutturali decise nel 2013.

In uscita la prossima settimana anche i dati di crescita del PIL di Q4 per Corea (atteso in accelerazione) e Malesia, oltre ai meeting di politica monetaria per Indonesia e Corea, da cui il consenso non si attende nessun movimento nei tassi.

I MERCATI

OBBLIGAZIONI

BOND	07 feb	31-gen	10-gen	31 dic 13
USA 10Y	2.67	2.64	2.86	3.03
USA 2Y	0.30	0.33	0.37	0.38
GER 10Y	1.66	1.66	1.84	1.93
GER 2Y	0.09	0.07	0.19	0.21
Euribor 3m	0.29	0.30	0.28	0.29
Euro\$ 3m	0.23	0.24	0.24	0.25
Itrax Crossover	302	316	284	287

Nonostante i dati USA negativi e la mancata riduzione dei tassi da parte della BCE in settimana il movimento dei Bund e dei Treasury è risultato contenuto. Decisamente più marcate le performance dei titoli di Stato italiani e dei Corporate, che hanno visto i rispettivi spread stringersi di una certa entità.

AZIONI

EQUITY	07 feb	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
S&P 500	1779.19	-0.19%	-3.43%	-3.74%
Stoxx 600	324.58	0.64%	-1.63%	-1.12%
Eurostoxx50	3030.04	0.53%	-2.39%	-2.54%
Topix	1189.14	-2.58%	-8.42%	-8.69%
MSCI Asia exJp	513.52	-1.87%	-4.05%	-6.88%
MSCI Emer Mkt	929.80	-0.72%	-4.16%	-7.27%
VIX	16.26	-2.15	4.12	2.54
V2X	19.76	-2.06	3.20	2.50

Continua la fase di volatilità dei mercati azionari, seppur in rilassamento rispetto alla settimana scorsa. Piccoli cambiamenti su tutti i principali indici tranne il Topix, che non ha ancor recuperato le forti perdite di inizio settimana e risulta il peggiore da inizio anno.

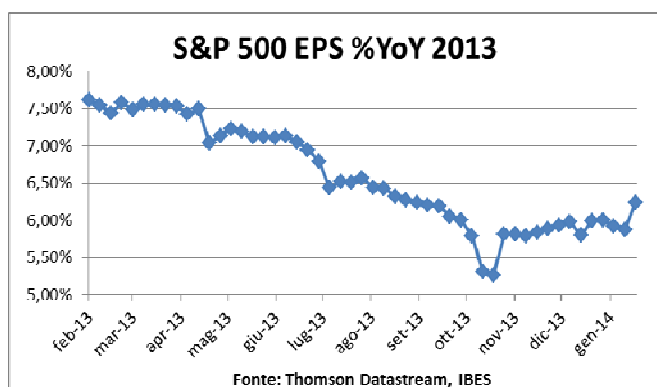
Leggermente negativi l'S&P 500 e gli emergenti, mentre l'Europa ha momentaneamente e debolmente invertito la rotta. Il momento risulta di difficile comprensione, con i mercati che sembrano molto dipendenti dai dati, senza possibilità di aggrapparsi ad un'interpretazione univoca sulla forte volatilità di breve periodo.

La reporting season americana si avvia verso le battute finali con buoni risultati. Le ultime stime di crescita trimestre su trimestre si aggirano intorno all'8%. Se confermato, sarebbe il miglior risultato dal 2011, portando la crescita anno su anno degli EPS trailing in doppia cifra tra l'11 e il 12%.

Anche i termini di sorprese rispetto alle stime degli analisti i risultati sono buoni finora, con una percentuale di società che hanno battuto le

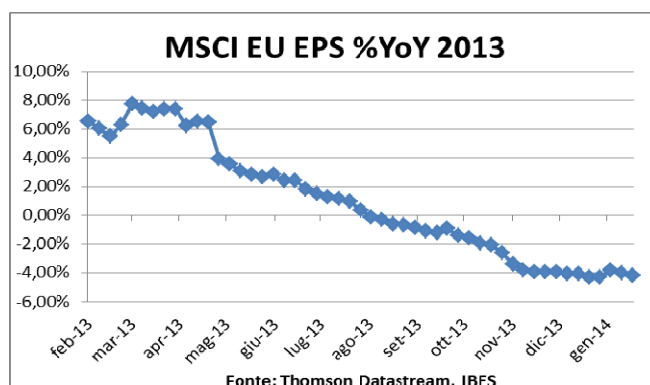


aspettative che si attesta al 68%, decisamente un buon numero rispetto agli ultimi anni, soprattutto considerando le revisioni al rialzo degli analisti nelle ultime settimane:



Nonostante la volatilità e il sentiment misto delle ultime settimane questi dati sembrano quindi decisamente di supporto agli investimenti azionari. Unica nota negativa è la mancanza di accelerazione nelle vendite. Considerando i margini di profitto elevati (sopra il 9%) di cui hanno beneficiato le aziende americane quest'anno e il loro probabile deterioramento nel 2014, una crescita così bassa nelle vendite implica che difficilmente gli utili nel 2014 cresceranno ad un ritmo maggior rispetto a quello del 2013. Ci si aspetta quindi una crescita sui livelli attuali (circa 10-11%).

In Europa invece la stagione è in fase più arretrata ed è ancora presto per tirare le somme. Possiamo comunque notare una apparente contraddizione: la *surprise ratio* è positiva, con il 38% di compagnie che hanno battuto le attese in più rispetto a quelle che hanno deluso (indice STOXX 600); d'altra parte, le stime aggregate sono in continua revisione negativa:



La spiegazione si trova molto probabilmente nella distorsione verso le *large cap companies* dell'aggregazione, mentre i dati di sorpresa sono estratti da una media equiponderata del mercato. Nonostante sia ancora presto, ci aspettiamo una crescita degli utili leggermente negativa o pari allo 0 per il 2013 e una decisa ripresa (in doppia cifra) per il 2014.

VALUTE

CURRENCY	07 feb	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
EUR / USD	1.3600	0.7%	-0.5%	-1.4%
EUR / YEN	138.95	0.6%	-2.3%	-4.3%
USD / YEN	102.17	-0.1%	-1.8%	-2.9%

Il movimento del cambio euro dollaro è stato coerentemente con i fondamentali e le news rese note in settimana. Dati americani sulla crescita al di sotto delle attese e il mancato taglio dei tassi da parte della BCE hanno dato sostegno all'euro nei confronti del dollaro. Stabile invece il cross della valuta americana con lo yen.

MATERIE PRIME



COMMODITY	07 feb	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
OIL	98.29	0.8%	6.0%	-0.1%
CRB Index	288.3	1.8%	4.7%	2.9%
Gold	1264	1.8%	1.4%	4.9%
Silver	19.98	4.2%	-1.1%	2.7%
Copper	324	1.5%	-2.9%	-4.5%
Gas	4.91	-0.7%	21.1%	16.0%

Rialzo dell'indice aggregato delle materie prime guidato dai metalli preziosi. Difficile scorgere un tema particolare dal movimento delle singole componenti dell'indice CRB, dato che sia le parti dipendenti dal ciclo, come i metalli industriali sia l'oro, il bene rifugio per eccellenza sono risultati in rialzo.

PROSSIMA SETTIMANA

	USA	EMU	EM. MKT	EARNINGS
Lunedì 10				
Martedì 11	Fiducia imprese; piccole			Michelin, l'Oreal;
Mercoledì 12		EMU: Produzione industriale.	CH: bilancia commerciale	Ciasco;
Giovedì 13	Initial jobless claims; vendite al dettaglio.		BR: vendite al dettaglio	Nestlè, ABB; Craft, AIG.
Venerdì 14	Fiducia dei consumatori.	EMU: PIL Q4	CH: inflazione	

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.

