

IL QUADRO MACRO

STATI UNITI

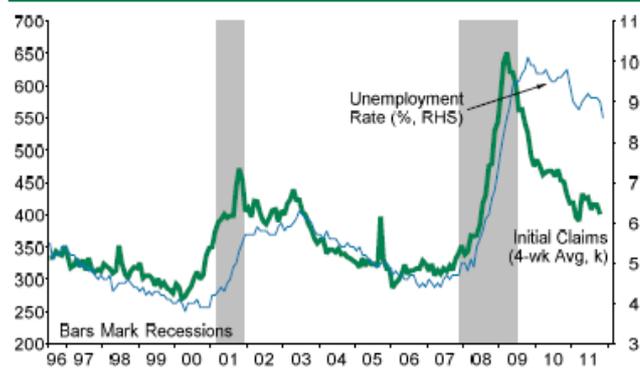
L'esito dei dati macro americani continua ad essere moderatamente favorevole anche se in settimana non vi sono state statistiche che hanno sorpreso positivamente il mercato.

Dal punto di vista strettamente macro quindi non vi sono particolari eventi da segnalare, rimanendo in essere l'ipotesi di lavoro di una economia USA in moderata espansione sostenuta da una spesa per consumi modesta ma positiva e da investimenti aziendali che possono contare su livelli di liquidità delle aziende decisamente elevati.

affinché nell'anno elettorale 2012 sia visibile il sostegno dell'amministrazione all'economia. Tuttavia l'esito dei negoziati è tutt'altro che scontato, dato che più volte nel corso dell'anno le due parti o non hanno trovato un accordo o questo è risultato decisamente al ribasso.

AREA EURO

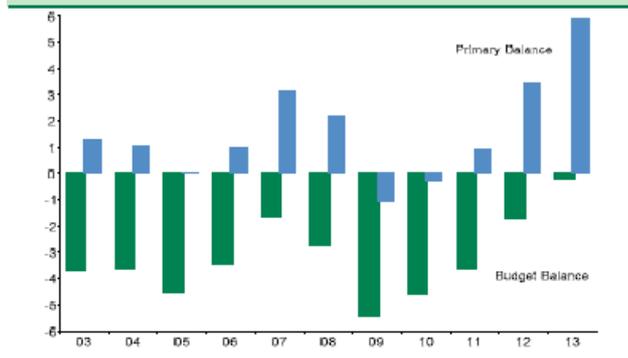
Chart 4: Unemployment Higher than Claims



Source: Reuters EcoWin Pro

Dal fronte della politica monetaria non ci sono particolari novità di rilievo, con l'ipotesi di un QE3 da parte della FED nel primo trimestre del prossimo anno ancora oggetto di dibattito dentro e fuori il FOMC. Infine, per quanto riguarda la politica fiscale, rimane di pressante attualità il braccio di ferro tra Democratici e Repubblicani sul rinnovo o meno delle misure di stimolo all'economia in scadenza con l'avvio del nuovo anno. La ritrosia dei Repubblicani ad accettare i tagli automatici alla difesa (la cosiddetta sequestration) dovrebbe indurli a cercare un compromesso con il patito del Presidente, il quale a sua volta ha tutto l'interesse

Chart 1: Public Administration Budget Balance (% of GDP)



Source: Reuters EcoWin Pro, Ministry of Finance. 2011-2013 figures are government's targets

Per l'Europa è stata una settimana densa di avvenimenti con una coda attesa per il week end quando terminerà il meeting avviatosi nella serata di giovedì. Ha iniziato l'Italia con la manovra Monti che ha messo nero su bianco i numeri grazie ai quali si otterrà il pareggio di bilancio nel 2013. Come mostra il grafico sopra riportato il Governo prevede di riportare il surplus primario al 3% nel 2012, e al 6% l'anno successivo. Lo sforzo richiesto al Pese è notevole, ma storicamente in circostanze simili si è ritrovata la compattezza necessaria per raggiungere simili traguardi.

Mercati e commentatori hanno accolto positivamente le misure: l'Italia da prova della volontà di mettere ordine nei conti pubblici, riacquistando credibilità tra i partner europei con numeri sufficientemente credibili anche di fronte



alla probabile recessione in cui andremo incontro nel 2012. Le attese ora si concentrano per la “fase due” ovvero le misure volte a liberalizzare l’economia e a far aumentare il potenziale di crescita del nostro paese, unico strumento efficace per ridurre strutturalmente il debito pubblico. Rimane il rischio della mancata approvazione da parte del parlamento, che dovrebbe avvenire prima di Natale, anche se la gravità del contesto italiano ed europeo portano a ritenere improbabile un no delle forze politiche.

Il secondo evento della settimana sono state le misure introdotte dalla BCE a seguito del comitato mensile di politica monetaria. Il tasso ufficiale è stato ridotto di 25 p.b. al 1% in linea con le aspettative di mercato. Per fronteggiare i problemi di liquidità delle banche sono state introdotte due operazioni di rifinanziamento per quantità illimitate della durata di tre anni, ed inoltre è divenuta più ampia la lista degli attivi che le banche private possono portare alla BCE come collaterale per ricevere liquidità (sono ammessi addirittura alcuni tipi di crediti bancari). Questi sono stati gli elementi positivi che inizialmente hanno accolto il favore dei mercati. La doccia fredda è però arrivata nel giro di pochi minuti, allorché Draghi ha riaffermato la contrarietà della BCE ad un maggior coinvolgimento nell’acquisto di titoli di Stato anche a fronte di provvedimenti forti presi dai governi in direzione di una maggiore unitarietà della politica fiscale. Quindi la BCE con tutti i mezzi a sua disposizione si pone come prestatore di ultima istanza per il settore finanziario, ma non accetta di assumere questo ruolo nei confronti dei governi. Infine il summit europeo iniziato giovedì sera e che già nella notte ha prodotto alcune indicazioni:

- i governi si impegnano a perseguire il pareggio di bilancio, mettendo tale vincolo in Costituzione, senza però citare la data di introduzione
- possibilità di sanzioni quasi-automatiche applicate dalla Commissione in caso di deficit superiore al 3% del PIL

- attività dell’ESM operative dall’estate 2012
- il plafond totale dei mezzi a disposizione dell’EFSF-ESM è di 500 md EUR, ma potrebbe essere rivisto entro marzo
- il coinvolgimento del settore privato imposto dalla Germania per condizionare gli aiuti alla Grecia viene specificatamente riconosciuto come un’eccezione che non si ripeterà più; in caso di aiuti a stati in difficoltà verrà adottato l’approccio del Fondo Monetario Internazionale che non pregiudica il sostegno alla partecipazione delle perdite ai privati.
- alcuni punti, come Eurobonds, ruolo della BCE, il funzionamento concreto della sorveglianza reciproca ex-ante, condivisione della sovranità ed sostegno della crescita non sono stati affrontati rimandando il problema a futuri incontri.

Non è stata ottenuta l’unanimità tra i 27 paesi ma un accordo tra 23 paesi, tra cui 17 della zona Euro.

- Regno Unito e Ungheria hanno annunciato che non parteciperanno agli accordi
- Repubblica Ceca e Svezia si sono riservate di poter condurre delle consultazioni interne

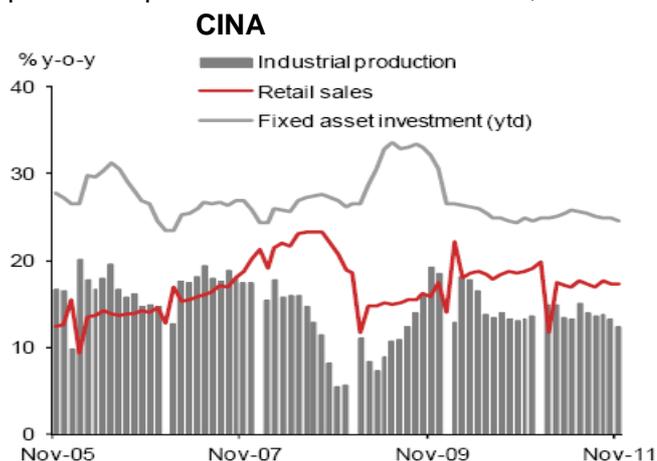
Va in particolare evidenziato che tutti i processi descritti si riferiscono alle istituzioni dell’UE a 27 e non sono dedicati esclusivamente alla zona euro. Una situazione che fa sì che siamo ancora lontani dalla creazione di un ministero economico della zona euro, soluzione che potrebbe aprire la via agli Eurobond e rendere più efficace il ruolo della BCE.

MERCATI EMERGENTI

I dati economici relativi ai paesi emergenti confermano il rallentamento in atto, trainato dall’affievolirsi della componente legata all’export. Le dinamiche dell’inflazione, però, controbilanciano la frenata dell’economia: se in Brasile il PIL del terzo trimestre è risultato inferiore alle aspettative (+2,1% vs +2,4%), l’inflazione è rimasta in linea (+6,6%). Lo stesso scenario si delinea in Asia con



la produzione industriale cinese a novembre in lieve frenata al 12,4% vs 12,6% atteso, accompagnata da vendite al dettaglio sostenute (+17%) e da un'inflazione in netto contenimento e prossima al target ufficiale del 4% oltretutto con i prezzi alla produzione in rialzo di solo il 2,7%.



I MERCATI

OBBLIGAZIONI

BOND	09 dic	02-dic	11-nov	31 dic 10
USA 10Y	1.99	2.03	2.06	3.29
USA 2Y	0.22	0.25	0.23	0.59
GER 10Y	2.08	2.14	1.89	2.96
GER 2Y	0.32	0.31	0.40	0.86
Euribor 3m	1.44	1.47	1.46	1.01
Euro\$ 3m	0.54	0.53	0.46	0.30
Itrax Crossover	761	741	727	437

Settimana di ampia volatilità per quanto riguarda gli spread rispetto al Bund dei titoli periferici. Il giudizio favorevole sulla manovra italiana e aspettative su una possibile azione coordinata governi-BCE avevano determinato consistenti cali nei differenziali di rendimento italiani ed anche spagnoli. Successivamente le parole di Draghi hanno gelato i mercati, portando a consistenti allargamenti degli spread. Non è bastato l'accordo di massima del summit europeo di fine settimana

Le autorità fiscali e monetarie hanno ampie risorse a loro disposizione per controbilanciare gli effetti di eventuali bruschi rallentamenti dell'economia reale. Per dare una misura della reattività dell'economia cinese agli stimoli indotti giova ricordare come nel primo trimestre 2009, a fronte dello shock inatteso del fallimento Lehman, il Pil cinese "crollò" al 6,9% per riprendersi rapidamente nei trimestri successivi fino al +9,2% del terzo trimestre 2009. Come le autorità dei paesi sviluppati, anche quelle emergenti hanno affinato i metodi e la sensibilità sulla gestione delle crisi e si stanno dimostrando reattive con politiche monetarie accomodanti e politiche fiscali a sostegno.

per riportare gli spread in un territorio di maggiore conforto.

Infine è da notare come la crisi europea fornisca un supporto anche al mercato obbligazionario americano. Infatti, come mostra il grafico sotto riportato, l'evidenza macro positiva di queste ultime settimane è stata quasi completamente ignorata dal mercato obbligazionario USA che continua ad esprimere livelli di tasso prossimi ai minimi assoluti.

US Treasuries Look Expensive, Still Supported by Euro Crisis



Source : Reuters EcoWin Pro



AZIONI

EQUITY	09 dic	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
S&P 500	1245.85	0.13%	-1.42%	-0.94%
Stoxx 600	239.54	-0.49%	-0.60%	-13.15%
Eurostoxx50	2328.58	-0.59%	0.16%	-16.62%
Topix	738.12	-0.81%	1.23%	-18.67%
FTSE Asia exJp	411.71	-3.12%	-3.36%	-16.69%
FTSE Emer Mkt	467.63	-2.57%	-4.35%	-20.04%
VIX	28.63	1.11	-1.41	10.88
V2X	36.40	0.71	-3.13	12.34

L'alta volatilità indotta dalle aspettative sulla Riunione della BCE prima e sul Summit Europeo poi, hanno caratterizzato i mercati azionari. La settimana, apertasi con toni sostenuti, si chiude in territorio negativo dopo le parziali delusioni provenienti dal vertice dei capi di Stato europei che è stato per l'ennesima volta incapace di mettere la parola fine alla crisi in Europa. Ma a deludere i mercati è stata soprattutto la riunione della BCE che, pur fornendo ampio sostegno al sistema bancario (riduzione dei tassi ufficiali, aste di finanziamento a 3 anni e allargamento dei collateral), ha nei fatti frenato sul ruolo di compratore di ultima istanza dei debiti pubblici europei.

La fotografia dei mercati azionari evidenzia ancora un elevato premio per il rischio, con alta volatilità e performance relative che privilegiano i settori/paesi più difensivi a dispetto di quelli maggiormente sensibili al ciclo economico e/o alla crisi europea. In questo contesto i mercati sviluppati continuano a sottoperformare gli emergenti al pari delle piccole capitalizzazioni che continuano a segnare il passo rispetto alle blue chips. Dal punto di vista micro non si segnalano novità di rilievo; il ritmo di revisione al ribasso delle aspettative di crescita degli utili si è fermato. Negli Stati Uniti le stime per il 2012 si posizionano sempre nell'intorno di una crescita pari al 9%. Stime immutate e quotazioni in calo portano a valutazioni sempre più attraenti, sulle quali, però, non bisogna essere tratti in inganno, considerata la

scarsa visibilità sul contesto. Alcuni distinguo sono d'obbligo: se in Europa le prospettive non sembrano rosee, negli Stati Uniti e nei Paesi Emergenti la situazione sembra più governabile.

VALUTE

CURRENCY	09 dic	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
EUR / USD	1.3369	-0.2%	-2.8%	0.0%
EUR / YEN	103.83	-0.5%	-2.2%	-4.3%
USD / YEN	77.66	-0.4%	0.6%	-4.3%

Le considerazioni che gli eventi relativi al mese di dicembre inducono a trarre per quanto riguarda il mercato dei cambi è che il contrasto tra USA ed Europa sull'approccio da seguire per fronteggiare la debolezza dell'economia è divergente: gli USA si mantengono attivi sia dal lato della spesa pubblica (manovra Obama già menzionata a proposito del quadro macroeconomico) che da quello monetario (possibile QE3), mentre l'Europa ha scelto la via dell'austerità (anche perché per alcuni paesi sono stati i mercati ad imporla). Tale divergenza, potrà rappresentare un fattore di sostegno alla valuta USA, anche se i livelli del cambio euro dollaro non presentano estremi valutativi tali da giustificare una proposizione marcatamente attiva a favore di una delle due.

MATERIE PRIME

COMMODITY	09 dic	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
OIL	98.25	-2.7%	-0.7%	7.5%
CRB Index	307.4	-2.0%	-4.0%	-7.6%
Gold	1712	-1.9%	-4.2%	20.7%
Silver	31.98	-2.1%	-7.9%	3.5%
Copper	353	-1.5%	1.8%	-20.6%
Gas	3.37	-5.9%	-5.9%	-23.4%

Settimana negativa per le materie prime, con perdite significative per tutte le componenti dell'indice aggregato CRB.



PROSSIMA SETTIMANA

	USA	EMU	EARNINGS
Lunedì 12			
Martedì 13	Fiducia piccoli imprenditori; vendite al dettaglio; FOMC.	GE: indice di fiducia ZEW;	
Mercoledì 14		EMU: produzione industriale	
Giovedì 15	Sussidi alla disoccupazione;	EMU: indici di fiducia PMI; inflazione; occupazione.	
Venerdì 16	Inflazione;	EMU: costo del lavoro	

Movimenti di portafoglio

Sulle linee Bilanciata, Aggressiva e Flessibile al fine di incrementare l'esposizione alla valuta americana chiudiamo l'investimento in Glb US equity selection e allochiamo il ricavato in FDS America. Sulla linea Difensiva concentriamo l'investimento azionario chiudendo la posizione su Fds Europa e reinvestendo il ricavato in Glb Equity. Sulla linea Prudente incrementiamo di un punto percentuale l'esposizione all'oro.

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.