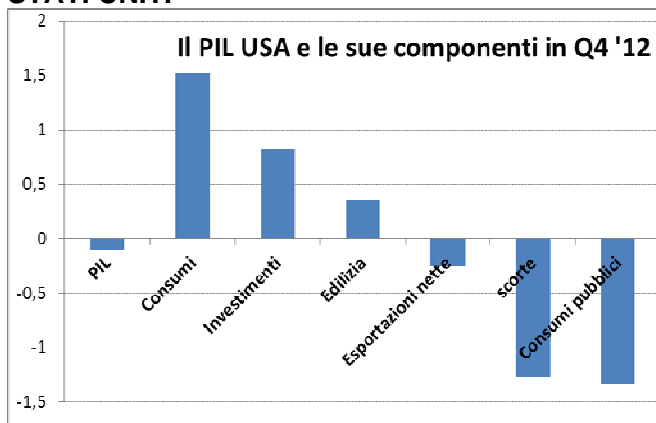


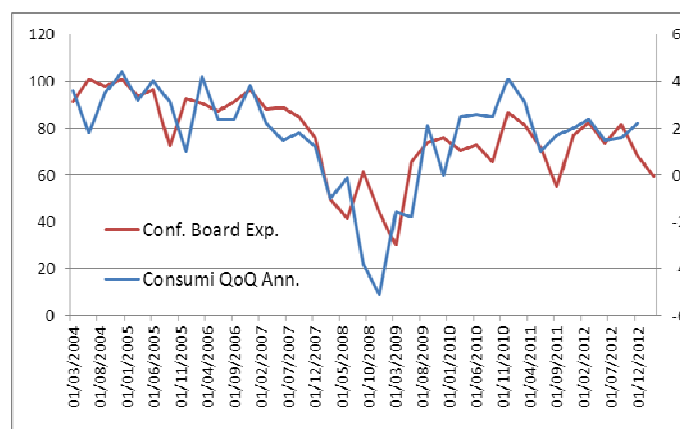
**IL QUADRO MACRO**

**STATI UNITI**

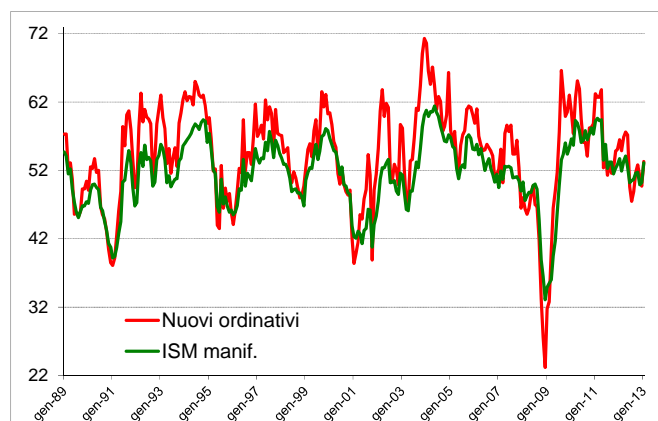


Inaspettatamente il PIL americano del quarto trimestre 2012 ha fatto registrare una contenutissima variazione negativa, (-0,1 trimestrale annualizzato), rispetto ad un consenso posizionato per una crescita in un intorno dell'1%. Guardando però alle componenti né gli analisti né la stessa FED hanno espresso particolari preoccupazioni, in quanto le principali componenti autonome della domanda (consumi delle famiglie, investimenti delle imprese e settore edilizio) hanno fatto registrare incrementi in linea con le recenti medie storiche post recessione. In particolare è da notare come l'aneddotica circa la possibilità che il dibattito sul fiscal cliff di fine 2012 potesse penalizzare l'investimento delle imprese è stata disattesa, visto che la spesa in conto capitale delle aziende ha messo a segno un rotondo +8% in accelerazione rispetto al trimestre precedente. Come mostra il grafico sopra riportato le due voci che hanno determinato la contrazione del PIL sono state una forte riduzione della spesa pubblica nel settore difesa e una riduzione delle scorte. Riguardo a quest'ultima si tratta di una componente erratica che nel trimestre successivo dovrebbe compensare quanto perso nell'ultimo trimestre del 2012. Per quanto riguarda il calo della spesa per la

difesa il Pentagono, prudenzialmente, sta semplicemente impostando il proprio bilancio come se i tagli programmati di spesa fossero confermati, mentre sappiamo che tali politiche sono oggetto delle negoziazioni tra Repubblicani e Democratici in atto in queste settimane, con la possibilità che la trattativa porti a tagli di bilancio meno incisivi.



Dove invece la politica si è già espressa in maniera definitiva è nel campo dell'aumento delle tasse a carico dei cittadini, che sarà visibile sugli stipendi del 2013. Questo ha già determinato un calo della fiducia dei consumatori (come mostra il grafico sopra riportato), compatibile con una stagnazione dei consumi nel primo trimestre dell'anno.



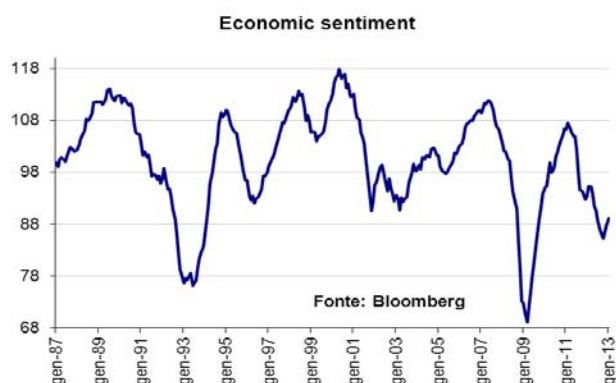
Infine i dati mensili sul mercato del lavoro e sulla fiducia degli imprenditori manifatturieri continuano a evidenziare aspettative di crescita dell'economia in linea con la media post recessione.

## AREA EURO

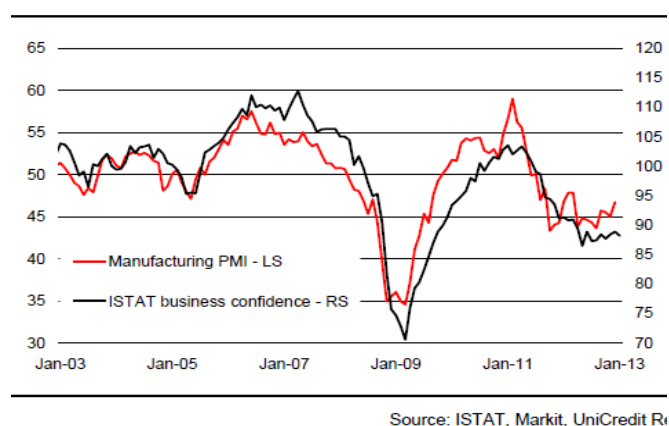
Continua la fase positiva dei dati europei, che da alcune settimane a questa parte superano sempre al rialzo le aspettative del consenso, come mostra il grafico sotto riportato.



Le ultime evidenze in ordine di tempo sono stati gli indici di fiducia del settore manifatturiero a livello nazionale e il sondaggio a livello aggregato per tutti i settori dell'economia elaborato dalla Commissione europea riportato di seguito.



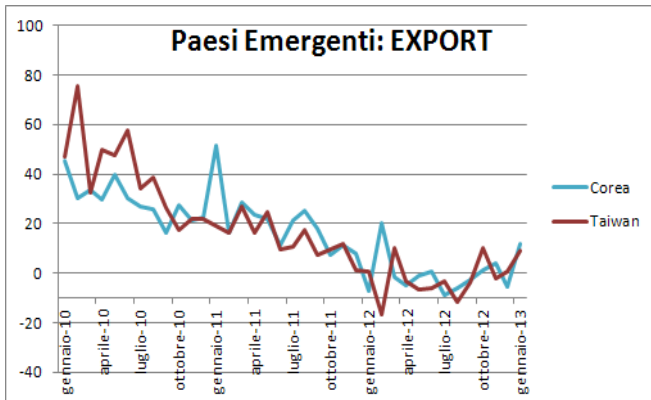
Oramai il rimbalzo nei livelli di fiducia è esteso ad una pluralità di indicatori, e ha una intensità tale che l'aspettativa di un'attenuazione della recessione per il primo trimestre appare correttamente fondata. Se il trend positivo nella fiducia continuerà anche nei prossimi mesi diverrà sempre più probabile collocare la fine della recessione in Europa durante la primavera.



Negli indicatori di fiducia italiani i segnali di ripresa non sono così univoci, visto che gli indici PMI sono in rialzo, mentre l'indice ISTAT è stagnante. Come mostra il grafico sopra riportato fino ad ora il PMI è stato in grado di cogliere meglio i punti di svolta, anticipando la dinamica dell'indice ISTAT.

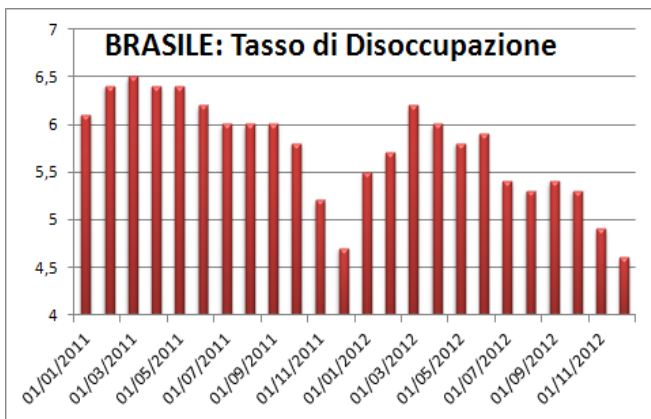


**PAESI EMERGENTI**



Sono giunti segnali contrastanti dai paesi emergenti: gli indicatori coincidenti di economia reale stanno volgendo al bello, mentre l'ultima tornata degli indici PMI ha rallentato il passo, pur continuando a posizionarsi al di sopra di 50.

Il quadro complessivo, in ogni caso, continua ad essere quello di una ripresa graduale dell'economia, come segnalato in Asia dai numeri incoraggianti dell'export in Corea e a Taiwan, sottolineato dagli indici di fiducia sempre in Corea, confermato dalla disoccupazione in Brasile sui minimi storici.



Siamo in prossimità del capodanno cinese, che contribuirà ad aumentare la vischiosità dei dati sia per l'effetto di mancata destagionalizzazione, sia perché il confronto anno su anno è falsato dal fatto che il capodanno l'anno scorso era stato

festeggiato in gennaio, mentre quest'anno cade in febbraio. Dovremo, come tutti gli anni, attendere le letture di marzo per verificare l'effettiva ripresa delle economie asiatiche e di quella cinese in particolare. Dal lato delle politiche monetarie non si segnalano variazioni di rilievo, mantenendo le principali banche centrali un atteggiamento espansivo. La Reserve Bank of India ha abbassato in settimana i tassi portandoli al 7,25%, prendendo spunto da una dinamica dell'inflazione che, nelle ultime letture, sembra più benigna. Lo spazio di manovra appare, però, limitato e dipendente soprattutto dal proseguimento dell'azione del Governo improntata alle riforme economiche.

**I MERCATI**

**OBBLIGAZIONI**

BOND	01 feb	25-gen	04-gen	31 dic 12
USA 10Y	1,96	1,95	1,90	1,76
USA 2Y	0,25	0,27	0,26	0,25
GER 10Y	1,65	1,64	1,54	1,32
GER 2Y	0,24	0,26	0,08	-0,02
Euribor 3m	0,23	0,21	0,19	0,19
Euro\$ 3m	0,30	0,30	0,31	0,31
Itrax Crossover	443	420	428	482

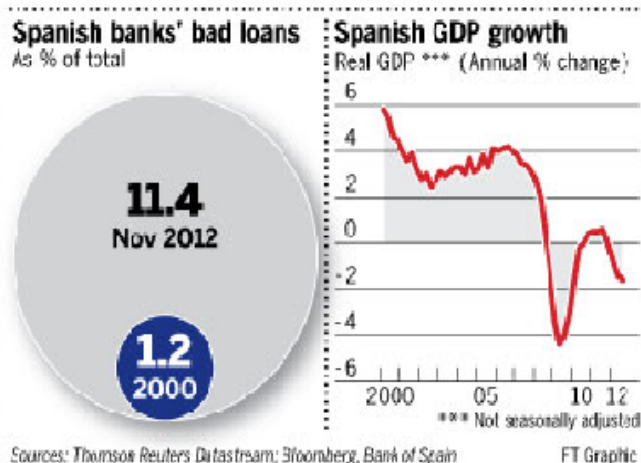
Periodo privo di particolari spunti per il mercato obbligazionario. Movimenti contenuti sia per quanto riguarda i titoli di Stato tedeschi e americani sia per quanto riguarda i governativi periferici.



## AZIONI

EQUITY	01 feb	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
<b>S&amp;P 500</b>	1508,60	0,38%	2,87%	5,78%
<b>Stoxx 600</b>	288,89	-0,29%	0,37%	3,29%
<b>Eurostoxx50</b>	2716,85	-1,00%	0,28%	3,07%
<b>Topix</b>	942,65	2,79%	6,09%	9,64%
<b>FTSE Asia exJp</b>	496,00	0,49%	0,55%	2,78%
<b>FTSE Emer Mkt</b>	539,33	0,46%	0,41%	2,68%
<b>VIX</b>	13,00	0,11	-0,83	-5,02
<b>V2X</b>	15,77	0,87	-0,30	-5,58

Per la prima volta da inizio anno alcuni mercati azionari hanno restituito una performance settimanale negativa. Il mercato italiano ha perso circa il 2%, trainato al ribasso da Saipem che ha perso in un solo giorno il 30% a seguito di una sostanziale revisione al ribasso delle attese sugli utili di quest'anno. Sui motivi che hanno portato ad una revisione così forte delle stime di redditività, il comunicato ufficiale è stato poco dettagliato, indicando solo problemi di marginalità su grandi commesse prese nei trimestri scorsi (per forte concorrenza), oltre che slittamento di ordini in alcune aree geografiche. A questo si aggiunge anche la decisione di entrare pesantemente sul mercato del Brasile, immaginiamo a questo punto con margini molto bassi o addirittura in perdita per i primi contratti, e con l'ottica di guadagnare quote di mercato per i prossimi anni in un'area promettente.



Ma il mercato più penalizzato nel periodo in considerazione è stato quello spagnolo, che ha perso oltre il 5%, e non solo per la rimozione del divieto di vendita allo scoperto sui finanziari. Infatti tra i peggiori contributori alla performance figurano oltre alle banche anche i titoli legati al settore delle costruzioni, che continua a risentire della debolezza dell'economia reale. Inoltre alcune banche hanno cominciato a riportare i risultati relativi all'ultimo trimestre del 2012 e i primi segnali non sembrano incoraggianti. Santander in particolare ha annunciato un utile netto di 2,2 miliardi di euro in flessione del 59% rispetto all'anno precedente dopo aver contabilizzato accantonamenti per ben 18,8 miliardi. In realtà i commenti di alcuni ufficiali della Banca di Spagna e dello stesso presidente del Santander sono più incoraggianti e parlano di una situazione critica ormai alle spalle. Il tono più conciliante di queste dichiarazioni è riflesso anche dal fatto che molte banche hanno ripagato parte dei prestiti della BCE a tre anni. Lo stesso Santander ha annunciato di aver restituito circa 24 miliardi e ci si aspetta che anche BBVA abbia fatto lo stesso. Per capire se la situazione sta effettivamente migliorando, sarà necessario attendere i risultati delle altre banche, specialmente di quelle che sono più esposte all'economia domestica come Caixabank da cui ci si aspetta un aumento delle sofferenze a 1,14 miliardi nell'ultimo trimestre. Nel



frattempo non è incoraggiante il fatto che Banco Sabadell si sia rifiutata di includere un dettaglio delle sue sofferenze nel bilancio di fine anno come era stato chiesto a gran voce dagli analisti finanziari. Questi ultimi, infatti, pur riconoscendo i progressi delle banche spagnole, rimangono ancora scettici sul fatto che la situazione si sia effettivamente normalizzata. Le banche spagnole continuano ad avere un rapporto tra impieghi e raccolta intorno al 200% circa e dovranno ridurlo nei prossimi anni. Particolarmente preoccupante è la situazione dei prestiti ai costruttori che, secondo un analista di Exane BNP Paribas, è cresciuto dal 1995 al 2009 di ben 27 volte, ma negli ultimi anni si è ridotto solo del 14% e oggi è sui livelli del 2007. Ci vorrà probabilmente ancora molto tempo per assorbire gli eccessi del passato.

Sui mercati emergenti, la cui performance, in questo inizio d'anno, non sta spiccando nonostante un quadro macro e micro incoraggiante, potrebbero iniziare a pesare in senso *contrarian* anche i flussi; hanno infatti raggiunto livelli di guardia come evidenziato dal grafico qui sotto riportato.

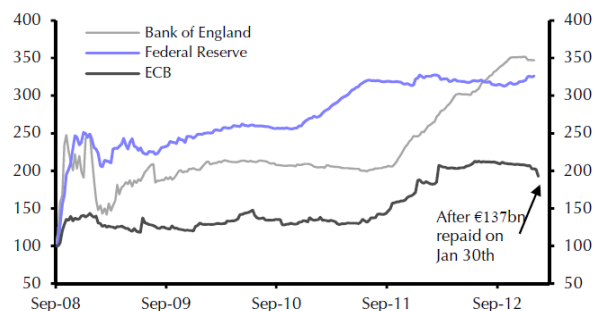


## VALUTE

CURRENCY	01 feb	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
EUR / USD	1,3649	1,4%	4,4%	3,5%
EUR / YEN	126,02	3,0%	9,4%	10,1%
USD / YEN	92,33	1,6%	4,7%	6,4%

Inizio d'anno con il "botto" per l'euro che ha fatto registrare un considerevole apprezzamento nei confronti delle principali divise, con un movimento assai ampio nei confronti dello yen sul quale però pesano fattori di debolezza propri. In particolare il mercato dei cambi sembra essersi focalizzato su due temi: uno di breve, che rispecchia sorprese economiche più positive in Europa rispetto agli USA (si veda il primo grafico riportato per l'area euro), e l'altro che potrebbe avere un più ampio respiro e che fa riferimento al diverso grado di espansione dei bilanci di BCE e FED. Se infatti quest'ultima con il QE "infinito" accrescerà nel corso dell'anno la quantità di dollari emessi, la BCE ha già visto una prima riduzione dei propri attivi di bilancio a seguito della decisione di alcune banche private di ripagare i prestiti concessi con il primo LTRO. In sostanza questo si traduce in un aumento della massa monetaria americana e in una contrazione di quella europea, con il conseguente rafforzamento dell'euro. Se il sistema finanziario in Europa dovesse continuare a normalizzarsi tale tendenza potrebbe proseguire, e con essa la forza relativa della moneta unica.

Chart 5: Central Banks' Balance Sheets (Sep. 2008 = 100)



**MATERIE PRIME**

COMMODITY	01 feb	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
<b>OIL</b>	97,50	1,7%	4,7%	6,2%
<b>CRB Index</b>	304,7	1,8%	3,6%	3,3%
<b>Gold</b>	1670	0,7%	0,8%	-0,3%
<b>Silver</b>	31,80	1,9%	5,3%	4,8%
<b>Copper</b>	376	3,0%	1,9%	3,0%
<b>Gas</b>	3,36	-2,5%	2,2%	0,2%

Il primo mese dell'anno si chiude con una performance mensile positiva per tutto il comparto delle materie prime, in scia a quanto si è assistito un po' su tutti i mercati in un clima di generale "risk on". In particolare si evidenzia la buona performance del **petrolio**. Le motivazioni sono da ricercare sicuramente nella serie di dati macroeconomici positivi diffusi nella prima settimana di febbraio, culminati con la lettura di un dato sui Non Farm Payrolls americani che, seppure sotto le attese, mostra un buon trend di crescita e in un dollaro generalmente più debole che ne rende

maggiormente convenienti i prezzi di acquisto in valute più forti come l'Euro. Senza dimenticare ovviamente gli episodi di tensione in Medio Oriente ancora registrati a fine gennaio (attacchi di jets israeliani a camion siriani il 29 gennaio). In coerente controtendenza invece il prezzo dell'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.

