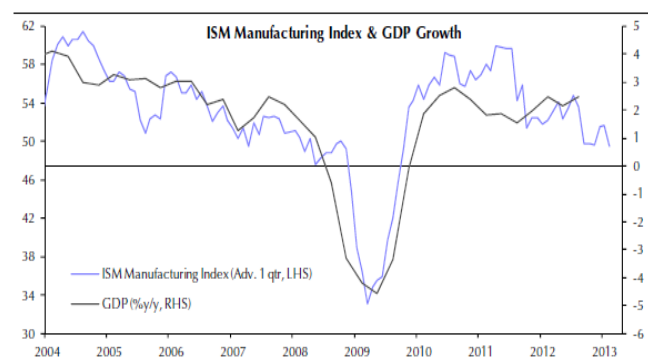


IL QUADRO MACRO

STATI UNITI

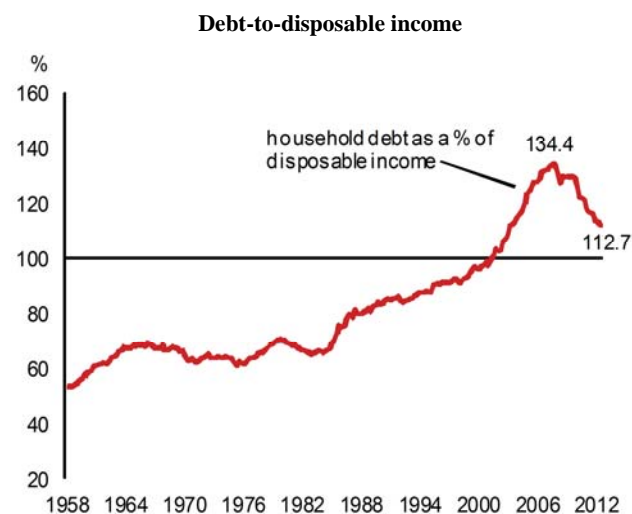


I dati pubblicati questa settimana sono verosimilmente ancora influenzati dall'effetto dell'uragano Sandy, di natura più transitoria, e dal tema del fiscal cliff, che ci accompagnerà ancora per qualche mese. Difficile quindi estrarre il "segnale" dal "noise" a esempio dalle letture discordanti di ISM manifatturiero, in calo, e non manifatturiero, in progresso.

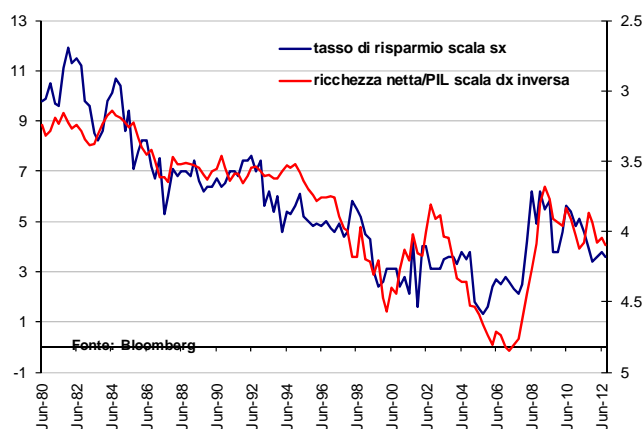


La sensazione di fondo, anche in seguito ai dati sul mercato del lavoro risultati al di sopra delle attese, è che lo scenario per l'economia americana sia sostanzialmente stabile. Ad un rallentamento della crescita in questo trimestre e forse anche nel

prossimo, se sul budget non viene raggiunto l'accordo, dovrebbe far seguito un ritorno all'espansione a tassi prossimi al 2% cioè in linea con le recenti medie post recessione.

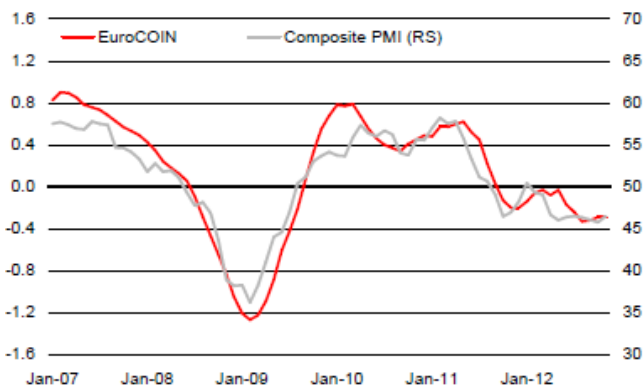


Il processo di deleveraging delle famiglie continua: rispetto ad un picco nel rapporto tra debito e PIL del 134% in Q3 2007 esattamente 5 anni dopo questo ratio è sceso al 112,7%. Il tutto avviene con una ricchezza netta delle famiglie in crescita.



AREA EURO

I due indicatori anticipatori più correlati con il PIL aggregato, l'euro Coin ed il Composite PMI (grafico sotto riportato) hanno confermato il messaggio delle survey rese note le scorse settimane.



La contrazione del PIL attesa per Q4 dovrebbe essere il punto di minimo dell'attuale fase recessiva, la quale dovrebbe estendersi, con intensità minore, anche nel primo semestre del 2013 per poi cessare a partire dall'estate. Questo è il nostro scenario di riferimento, quello di consenso, ed anche quello della Banca Centrale. La quale nel meeting di giovedì 6 dicembre ha rivisto al ribasso le proprie stime per crescita ed inflazione avvicinandosi così maggiormente a quanto ipotizzato dal consenso degli economisti indipendenti. Sulla base di queste nuove proiezioni per il 2013 (-0.3% per il PIL e 1,6% per l'inflazione) alcuni membri del Consiglio hanno discusso la possibilità di ridurre ulteriormente il tasso Refi dallo 0,75 allo 0,5%.

Table 1: Vintages of the ECB Staff Projections (%)

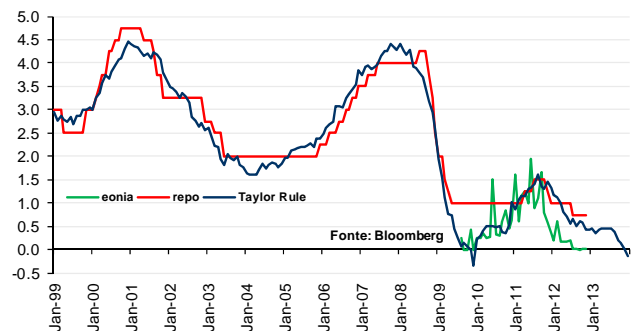
December versus September

		2012	2013	2014
Inflation	SEP	2.4 to 2.6	1.3 to 2.5	
	DEC	2.5	1.1 to 2.1	0.6 to 2.2
Growth	SEP	-0.6 to -0.2	-0.4 to 1.4	
	DEC	-0.6 to -0.4	-0.9 to 0.3	0.2 to 2.2

Source: ECB

A maggioranza è stata invece presa la decisione di mantenere i tassi invariati, visto che molti nel Direttivo ritengono l'OMT il principale strumento a disposizione per trasmettere la politica monetaria. Sulla base del nostro scenario la "finestra" per una eventuale riduzione del costo del denaro dovrebbe chiudersi nel primo trimestre del prossimo anno. Tuttavia data la presenza di misure straordinarie come appunto l'OMT e il full allotment sulle richieste di rifinanziamento, che ha già portato il tasso di mercato a zero (si veda il grafico della Taylor Rule) l'esito appare altamente incerto.

Il tasso Refi e la Taylor Rule



Per quanto riguarda l'Italia invece il dato sui PMI è risultato in calo e quindi in disaccordo con l'indice nazionale di fiducia elaborato dall'Istat. Occorrerà verificare nei dati di economia reale quale dei due segnali discordanti è il più attendibile.



PAESI EMERGENTI

Continuano le difficoltà dell'economia brasiliana che, dopo aver registrato una dato sul GDP inferiore alle aspettative, ha divulgato anche l'ultima lettura di Produzione Industriale in miglioramento, ma più bassa del previsto (+0.9% vs +1.2% atteso). La Banca Centrale ha confermato, in linea con le principali autorità monetarie dei paesi emergenti, di essere on hold dopo aver abbassato i tassi nel corso dell'anno fino al 7.25%. Anche la politica fiscale ha già adottato misure espansive, ma è ancora da quest'ultima che ci si aspetta un'azione più incisiva.

In Russia l'inflazione nel mese di novembre si è fermata al 6%, al di sotto delle aspettative che la proiettavano al 6.2%. Seppur in aumento rispetto al mese precedente, il contesto internazionale e le stesse parole della Banca Centrale fanno intravedere uno stop al processo di rialzo dei tassi che le stesse autorità monetarie avevano intrapreso sotto la spinta di prezzi alimentari in forte crescita.

I MERCATI

OBBLIGAZIONI

BOND	07 dic	30-nov	09-nov	30 dic 11
USA 10Y	1.62	1.62	1.61	1.88
USA 2Y	0.25	0.25	0.26	0.24
GER 10Y	1.29	1.39	1.35	1.83
GER 2Y	-0.08	0.01	-0.03	0.14
Euribor 3m	0.19	0.19	0.19	1.36
Euro\$ 3m	0.31	0.31	0.31	0.58
Itrax Crossover	475	497	533	755

Una settimana iniziata con tono positivo per i titoli di Stato periferici è stata "rovinata" in chiusura dall'improvviso aumento dell'incertezza politica in Italia. Di questo ne hanno tratto giovamento i Bund,

che in settimana hanno fatto registrare significative discese nei rendimenti a scadenza, mentre lo spread del decennale italiano è balzato nuovamente a quota 330, con un rialzo di circa 30 p.b.

AZIONI

EQUITY	07 dic	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
S&P 500	1413.94	-0.16%	2.47%	12.43%
Stoxx 600	279.62	1.39%	3.46%	14.35%
Eurostoxx50	2607.48	1.25%	5.15%	12.56%
Topix	790.24	1.12%	8.14%	8.46%
FTSE Asia exJp	473.08	1.17%	3.58%	16.68%
FTSE Emer Mkt	508.22	1.63%	2.95%	10.46%
VIX	16.58	0.71	-2.03	-6.82
V2X	17.07	0.52	-5.50	-6.98

La dialettica sul "fiscal cliff" anche questa settimana ha pesato sulla performance del mercato azionario americano. L'alternarsi di dichiarazioni più o meno possibiliste sul destino dell'accordo politico entro fine anno, ha avuto l'effetto di tenere gli investitori lontani dai mercati. Più questa situazione si protrarrà, maggiore sarà il rischio di un indebolimento degli indici azionari nelle prossime settimane. L'Europa, intanto, approfittando di questa situazione di incertezza negli Stati Uniti, è ritornata a testare i massimi di settembre, quasi come se fosse immune dagli sviluppi d'oltre oceano. Non è chiaro quanto questa situazione potrà durare, soprattutto se i mercati "periferici" cominciano a far mancare il loro apporto positivo e ricominciano a segnare performance negative, come avvenuto nella settimana trascorsa. Infatti, archiviate le notizie positive sull'intervento della BCE e sull'accordo sugli aiuti alla Grecia, i mercati hanno cominciato a confrontarsi con l'inizio della campagna elettorale in Italia.

Nel frattempo riemergono alcuni spettri dal passato e si scopre che Deutsche Bank potrebbe aver nascosto perdite per circa 12 mld di \$ tra il 2007 e



il 2009 che l'avrebbero costretta a chiedere aiuti di stato. Indagare oltre non serve più di tanto visto che si rischia di entrare nei meandri dei "leveraged super senior trades" e dei "CDO", basta sapere che tutto ha a che fare con la solita vecchia abitudine di sottovalutare il rischio legato ad alcuni investimenti complessi. La buona notizia è che oggi queste operazioni si sono concluse senza creare ulteriori problemi, ma è giusto indagare affinché non possano più accadere.

Più attuali, invece, sono le preoccupazioni legate alla volatilità del più grande titolo al mondo per capitalizzazione di mercato. Ha fatto molto scalpore, infatti, la performance di Apple di mercoledì quando il titolo ha perso in un sol giorno il 6%, soprattutto perché equivale ad una perdita, in termini di capitalizzazione, pari a circa 35 mld \$. È curioso, inoltre, constatare che il motivo non è chiaro. Molti sono gli indizi, a cominciare dall'accordo sottoscritto da Nokia con China Mobile che non è tra i clienti di Apple, per continuare con un report che evidenzia che Apple avrebbe perso 2.5% di quote di mercato nei tablet nel 2012, per poi passare a motivazioni più tecniche legate alla richiesta di maggiori margini da parte della "clearing house" sul titolo o al fatto che non pagherà un dividendo speciale. Nessuno di questi, tuttavia, è abbastanza convincente di per sé per spiegare tale movimento. Secondo alcuni commentatori è semplicemente una caratteristica di elevata volatilità che accomuna tutte le società che

operano nel settore dei "consumer electronics" a cui ci dovremo abituare.

VALUTE

CURRENCY	07 dic	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
EUR / USD	1.2897	-0.7%	1.4%	-0.5%
EUR / YEN	106.64	-0.4%	5.5%	6.9%
USD / YEN	82.68	0.2%	4.0%	7.4%

Dopo aver sfiorato quota 1.31 ad inizio settimana l'euro ha perso terreno nei confronti del dollaro in concomitanza con le notizie negative provenienti dall'Italia. Stabile invece lo yen nei confronti del biglietto verde dopo settimane di significativi apprezzamenti.

MATERIE PRIME

Settimana negativa per quanto riguarda l'indice aggregato delle materie prime. A trainare i ribassi è stato il petrolio con un calo di oltre due punti percentuali.

COMMODITY	07 dic	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
OIL	86.66	-2.5%	0.7%	-12.3%
CRB Index	295.9	-1.0%	1.3%	-3.1%
Gold	1698	-1.0%	-1.9%	7.7%
Silver	32.96	-1.4%	1.1%	16.9%
Copper	368	1.3%	6.7%	7.0%
Gas	3.64	2.1%	3.8%	21.6%

PROSSIMA SETTIMANA

	USA	EMU	EM. MKT	EARNINGS
Lunedì 10		ITA: PIL Q3.	BRIC: PMI	
Martedì 11	Fiducia piccole imprese.	GER: ZEW.		
Mercoledì 12	FOMC.	EMU: prod. Ind.		
Giovedì 13	Sussidi alla disoccupazione; vendite al dettaglio.		RUSSIA: Banca Centrale	
Venerdì 14	Inflazione; ISM dicembre	EMU: PMI dicembre; Inflazione	TAIWAN: Export	



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.