

Situazione Macroeconomica

ANCORA INCERTEZZE SU FUTURO ANDAMENTO ECONOMICO

STATI UNITI

CONGIUNTURA: ULTIMO TRIMESTRE 2009 POSITIVO

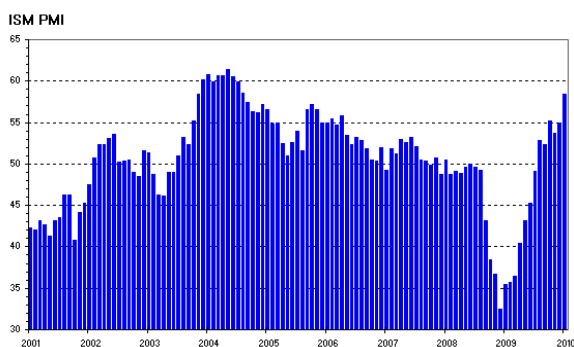
L'ultimo trimestre del 2009 si è chiuso con il GDP statunitense che è cresciuto, stante la stima iniziale, del 5.7% in termini annualizzati.

I principali sostegni alla crescita economica americana nell'ultima parte dell'anno sono arrivati da una liquidazione delle scorte aziendali meno marcata, dal maggior incremento degli ultimi due anni degli investimenti aziendali e da un favorevole andamento della bilancia commerciale.

I consumi sono cresciuti per il secondo trimestre consecutivo seppur ad un ritmo modesto, ad un tasso del 2.0%, in discesa rispetto al 2.8% registrato nel terzo trimestre del 2009.

Altre recenti indicazioni continuano ad prefigurare un proseguimento della crescita, con l'indice ISM manifatturiero del mese di gennaio salito oltre le attese, ad un livello di 58.4 punti.

Grafico 1: Andamento ISM manifattura USA



Fonte: Stone & McCarthy Research

Tra le sottocomponenti dell'indice ISM, merita rimarcare come la componente relativa ai nuovi ordinativi abbia

registrato, per il terzo mese consecutivo, un valore oltre i 60 punti, raggiungendo livelli che non si registravano dal dicembre del 2004.

Molti economisti restano, ad ogni modo, scettici sulle prospettive a medio termine dell'economia americana, considerando come le politiche monetarie e fiscali espansive abbiano contribuito in modo determinante nel miglioramento degli ultimi mesi.

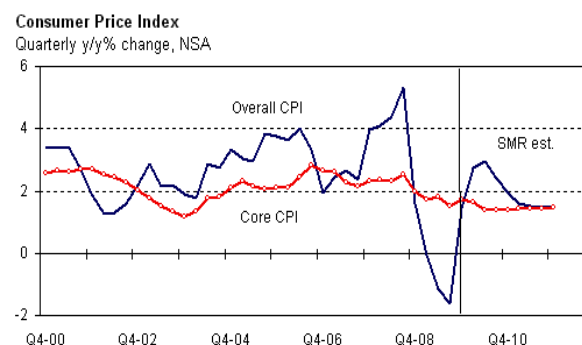
INFLAZIONE: TASSO DI INFLAZIONE IN CRESCITA

Il tasso di inflazione è salito durante il mese di dicembre dello 0.2%, così come il dato al netto delle componenti energetiche ed alimentari.

In termini tendenziali, il tasso di inflazione, dopo essere ritornato in terreno positivo per la prima volta in novembre dallo scorso febbraio, ha registrato un incremento del 2.7%, in rialzo dall'1.8% di novembre.

Il dato "core", invece, è stato caratterizzato da un andamento meno volatile, con un rialzo tendenziale in dicembre pari all'1.8% rispetto all'1.7% di novembre.

Grafico 2: Andamento inflazione USA



Fonte: Stone & McCarthy Research

PRODUZIONE INDUSTRIALE: ULTERIORE RIALZO

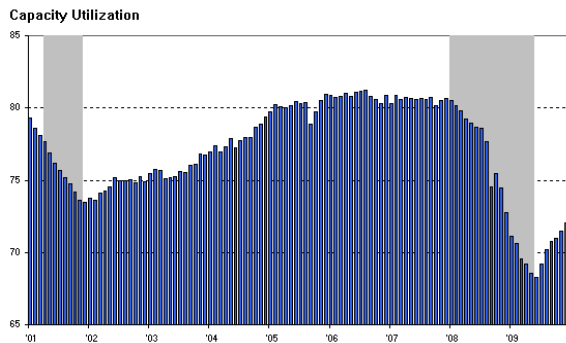
La produzione industriale è salita dello 0.6% in dicembre, dopo che il dato del mese di novembre è stato rivisto ad un incremento della stessa entità, rispetto alla stima iniziale di + 0.8%.

Tra i settori produttivi, quello che maggiormente ha contribuito al dato è stato quello delle utilities, la cui produzione, alla luce dell'ondata di freddo, è balzata nel mese del 5.9%.

Senza considerare il dato di tale settore, la produzione industriale avrebbe segnato un rialzo di appena lo 0.1%.

In termini tendenziali, la produzione industriale è in calo del 2%, in miglioramento quindi rispetto al - 4.9% di novembre, mentre il grado di utilizzo degli impianti è risultato in dicembre pari al 72.0%, in lento e graduale aumento dai minimi storici della scorsa estate.

Grafico 3: Grado utilizzo impianti USA



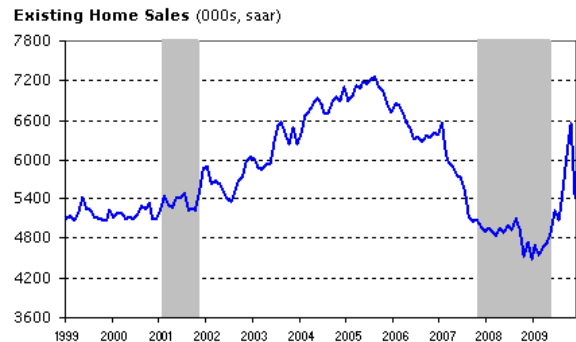
Fonte: Stone & McCarthy Research

SETTORE IMMOBILIARE: RIPRESA SETTORE SOSTENIBILE ?

Le vendite di case esistenti, dopo aver registrato negli scorsi mesi notevoli incrementi per effetto soprattutto delle agevolazioni fiscali concesse, hanno recentemente evidenziato un andamento negativo, alla luce della fine di tali agevolazioni.

Nel mese di dicembre sono, infatti, scese del 16.7% ad un livello pari a 5.45 milioni di unità in termini annualizzati, rispetto ai 6.54 milioni di novembre.

Grafico 4: Mercato immobiliare USA



Fonte: Stone & McCarthy Research

In termini tendenziali, le vendite di case esistenti restano comunque in terreno positivo, nonostante l'andamento dell'ultimo mese.

Le vendite di nuove case, invece, sono scese del 7.6% in dicembre e nonostante i dati dei mesi precedenti siano stati rivisti al rialzo, nel 2009 nel suo complesso, sono state effettuate appena 374mila compravendite, con un ribasso del 22% rispetto al 2008.

Il mercato immobiliare statunitense, seppur con tutta probabilità abbia superato la fase più critica, non sembra prossimo ad una ripresa sostenibile.

Tale ipotesi sembra venir confermata anche dall'indice NAHB sulla fiducia degli operatori del settore, sceso in gennaio ai livelli minimi dallo scorso giugno.

MERCATO DEL LAVORO: TASSO DISOCCUPAZIONE DIMINUISCE

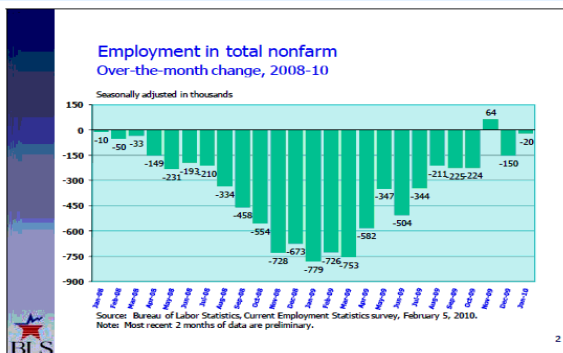
In gennaio, i nuovi disoccupati sono stati 20mila, dopo che i dati dei mesi di dicembre e novembre sono stati sostanzialmente rivisti rispettivamente in una perdita di 150mila unità ed una creazione di nuove busta paga di 64mila.

Questi dati indicano un trend in miglioramento rispetto ai trimestri precedenti. Inoltre, il dato relativo al settore manifatturiero ha registrato un incremento di 11mila posti di lavoro, così come variazioni positive si sono verificate nel settore dei servizi, mentre il comparto delle costruzioni è stato caratterizzato da

un calo di 75mila buste paga, anche a causa di effetti climatici.

Per il sesto mese consecutivo, i lavoratori impiegati part-time – solitamente precursori dell'andamento del dato generale – sono cresciuti, aumentando di 52mila unità, dopo l'aumento di 59mila di dicembre.

Grafico 5: Andamento mercato del lavoro USA



Fonte: Stone & McCarthy Research

Il tasso di disoccupazione è sceso in gennaio, passando dal 10% al 9.70%, a confermare come il picco per tale indicatore possa già essere stato superato.

La crescita dei salari è risultata pari allo 0.3% in termini congiunturali in gennaio, in aumento rispetto allo 0.2% registrato in dicembre.

In termini tendenziali, si è passati dal 2.2% al 2.5% in gennaio.

Un altro dato positivo è dato dal fatto che l'orario medio settimanale è salito, passando da 33.2 a 33.3 ore.

AREA EURO

CONGIUNTURA: ISM INDICA ESPANSIONE

L'indice ISM Composite per l'eurozona è leggermente sceso in gennaio, segnando un livello di 53.7, rispetto al dato di 54.2 registrato a dicembre.

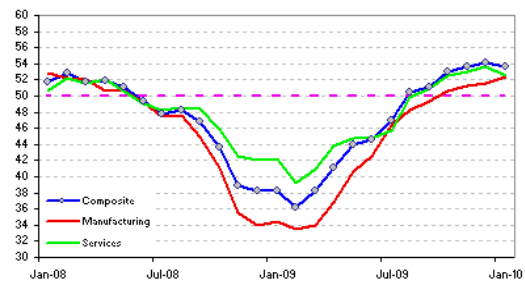
Tale dato rappresenta comunque il sesto mese consecutivo oltre la soglia dei 50 punti, indicante espansione economica.

I sotto-indicatori, relativi al settore manifatturiero e dei servizi, hanno evidenziato dei leggeri rialzi durante il mese di gennaio, passando rispettivamente da 52.0 a 52.4 e da 52.3 a 52.5.

Dall'analisi degli indicatori emerge, tuttavia, anche qualche dato negativo come, ad esempio, un decremento del fattore occupazionale nel settore manifatturiero, nonché un incremento degli costi e un corrispondente decremento dei prezzi, con un conseguente effetto negativo sui margini aziendali, tanto per il settore manifatturiero che per quello dei servizi.

Grafico 6: Indagini PMI a livello europeo

Eurozone PMI's



Source: Bloomberg

Fonte: Stone & McCarthy Research

PRODUZIONE INDUSTRIALE: RIPRENDE IL PERCORSO DI CRESCITA

Se il mese di ottobre era stato caratterizzato da un primo decremento della produzione industriale dopo 5 mesi di rialzi, novembre è stato nuovamente contraddistinto da un incremento della produzione industriale, salita dell'1% nel mese.

In termini tendenziali, il livello della produzione industriale europea è inferiore del 7.1% rispetto a novembre 2008.

Tra i settori della produzione industriale, quello inerente i beni intermedi, che rappresenta il 35% del dato totale, ha evidenziato un aumento per il settimo mese consecutivo in novembre con un rialzo dell'1.8%.

A livello nazionale, la produzione industriale è cresciuta in Germania dello

0.7%, con la spinta del settore automobilistico che pian piano sta scendendo con la fine degli incentivi statali, in Francia dell'1.2%, mentre il dato italiano ha registrato un aumento dello 0.2%.

Grafico 7: Produzione industriale area Euro



Fonte: Stone & McCarthy Research

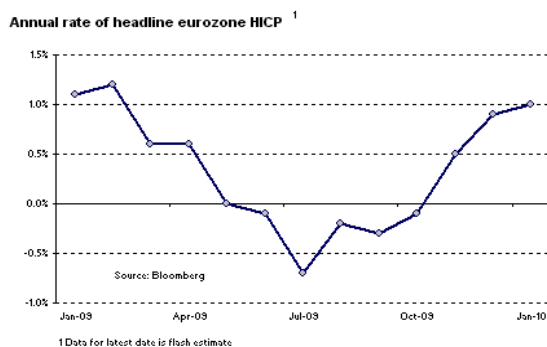
L'unico dato disponibile relativo alla produzione industriale di dicembre è quello tedesco, dove l'indice ha evidenziato una discesa del 2.6% mensile.

INFLAZIONE: AMPIAMENTE SOTTO IL 2%

Per il sesto mese consecutivo, l'inflazione armonizzata europea è salita in gennaio, segnando, stante alla stima preliminare, un livello dell'1.0% rispetto al + 0.9% di dicembre.

L'inflazione rimane quindi ben ancorata sotto il livello desiderato dalla Banca Centrale europea, che ha come obiettivo un tasso di inflazione prossimo al 2% annuo.

Grafico 8: Tasso di inflazione area Euro



Fonte: Stone & McCarthy Research

Nei prossimi mesi, grazie all'effetto sfavorevole di comparazione con l'anno precedente, il tasso di inflazione dovrebbe continuare la propria ascesa, pur rimanendo con tutta probabilità al di sotto del target della ECB.

Tra le maggiori nazioni europee, il tasso di inflazione è risultato pari allo 0.7% in Germania, all'1.1% in Spagna mentre i dati relativi alla Francia non sono ancora disponibili.

MERCATO DEL LAVORO: TASSO DISOCCUPAZIONE IN ULTERIORE AUMENTO

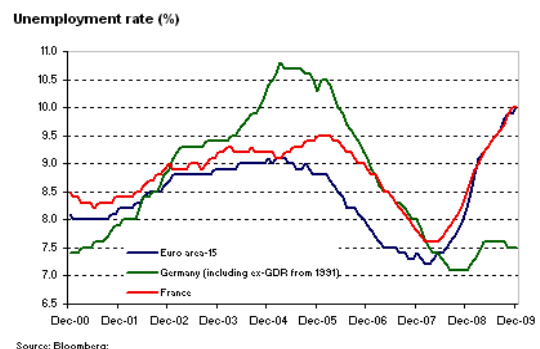
Dopo la pausa di novembre, il tasso di disoccupazione ha ripreso il proprio percorso di crescita in dicembre, salendo dal 9.9% al 10.0%, finendo così l'anno con il livello di disoccupazione più alto dall'agosto 1998.

Il numero dei nuovi disoccupati è aumentato di 87mila unità in dicembre, in miglioramento rispetto alla perdita di posti di lavoro per 93mila di novembre e per 153mila di ottobre.

A livello nazionale, si evidenzia come il tasso di disoccupazione sia risultato pari al 7.5% in Germania, all'8.5% in Italia, al 10.0% in Francia fino ad arrivare al 19.5% in Spagna.

Con la domanda finale ancora debole e conseguentemente con le imprese ancora alle prese con razionalizzazione di costi, è presumibile che il tasso di disoccupazione possa ulteriormente crescere nei prossimi mesi.

Grafico 9: Tasso di disoccupazione Eurozona



Fonte: Stone & McCarthy Research

MASSA MONETARIA: CONDIZIONI CREDITIZIE TESE

Anche in dicembre la crescita della massa monetaria è risultata negativa, anche se dopo tredici mesi consecutivi, il calo è risultato meno marcato rispetto al mese precedente.

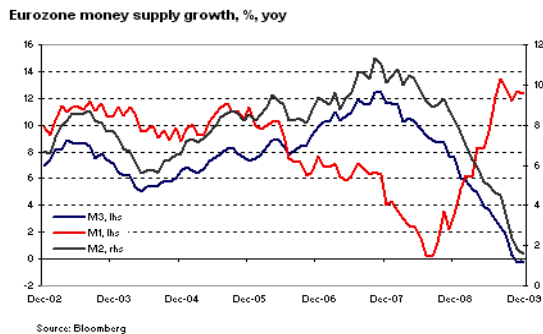
M3 è risultata in ribasso dello 0.2% in dicembre rispetto al - 0.3% di novembre, che rappresenta il minimo della serie.

I finanziamenti alle imprese non finanziarie sono scesi del 2.3% dal dato negativo di 1.9% di novembre.

M3 continua pertanto a risultare ben al di sotto della soglia indicata dalla ECB come non foriera di futura inflazione (4.5%).

La liquidità immessa nel sistema da parte della ECB sembra quindi non circolare nell'economia reale, tanto per una carenza di domanda, con le imprese ancora titubanti nell'intraprendere nuovi investimenti, quanto di offerta, con le banche che si dimostrano più restie a concedere credito.

Grafico 10: Andamento massa monetaria M3



Fonte: Stone & McCarthy Research

ITALIA

CONGIUNTURA: INDICI PREVISIONALI POSITIVI

La situazione congiunturale italiana è simile a quella rappresentata per l'intera Eurozona.

L'indice ISM manifatturiero è salito in gennaio a 51.7 punti da 50.8 mentre la

fiducia delle imprese è risultata in crescita da 82.4 a 83.2 punti.

L'inflazione, seppur rimanendo su livelli bassi, ha accelerato il passo in gennaio, e stando alla stima preliminare, il tasso armonizzato europeo è cresciuto dall'1.1% di dicembre all'1.4% in termini tendenziali.

Grafico 11: Andamento ISM Manifattura Italia



Fonte: Bloomberg

Politiche Monetarie – Banche Centrali

FED e ECB CON I TASSI SEMPRE AI MINIMI STORICI

FEDERAL RESERVE

I tassi di interesse negli Stati Uniti continuano a rimanere ai minimi storici, all'interno del range compreso tra lo 0 e lo 0.25%.

La linea ufficiale della Banca Centrale americana, emersa nel comunicato con cui accompagna le proprie decisioni sui tassi di interesse, continua ad essere improntata per una continuazione dell'attuale "status quo" in materia di tassi di interesse.

Grafico 12: Andamento tassi ufficiali USA



Fonte: Bloomberg

Sembra necessario un miglioramento dei flussi creditizi e del mercato del lavoro affinché la Fed possa iniziare un'azione di inversione dall'attuale politica monetaria.

ECB

I tassi di interesse per l'eurozona continuano a restare ai minimi storici, con il tasso di rifinanziamento che è stato mantenuto all'1% anche dopo l'ultima riunione ECB del 04 febbraio.

Nella conferenza stampa successiva alla comunicazione ufficiale, il Presidente della ECB Trichet non ha apportato modifiche in

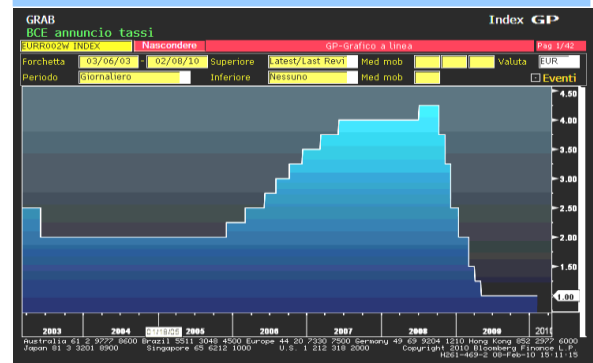
merito alle prospettive economiche nell'eurozona per i prossimi trimestri, rimarcando come la crescita è attesa moderata nel 2010 e le aspettative inflazionistiche ben ancorate nel medio e lungo termine.

Con riferimento alle misure straordinarie adottate nel recente passato per garantire liquidità al sistema, Trichet ha rimandato ogni decisione alla riunione del Comitato prevista per il mese di marzo.

L'ultima operazione di rifinanziamento a sei mesi con allocazione totale delle richieste è prevista per il 31 marzo; è probabile che la ECB ritorni alle allocazioni ad asta anche per le durate di 1 e 3 mesi a partire dal secondo trimestre del 2010.

Relativamente ai conti pubblici, Trichet ha continuato ad esortare gli Stati membri affinché consolidino i propri bilanci.

Grafico 12: Andamento tasso refi ECB



Fonte: Bloomberg

Mercati finanziari

I DEFICIT STATALI SOTTO ATTENTA OSSERVAZIONE

MERCATO AZIONARIO

Il mese di gennaio è stato caratterizzato da un ritorno dell'avversione al rischio, soprattutto nella seconda metà del mese.

A risentirne sono state tutte le principali classi di attivo a rischio, tra cui le azioni.

A livello geografico, tutti i maggiori indici hanno evidenziato arretramenti, tra cui lo S&P500 ha perso il 5.2%, l'Eurostoxx50 ha lasciato sul terreno il 4.1% mentre il Nikkei giapponese è sceso del 4.3%.

MERCATO CORPORATE BOND

Gennaio è stato caratterizzato da un ritorno di un'intensa attività sul mercato primario di collocamento, soprattutto durante la prima fase del mese con le migliori condizioni di mercato.

Nella seconda parte del mese è iniziato un allargamento degli spread, dopo molti mesi caratterizzati da un continuo restringimento degli stessi.

MERCATO INTERBANCARIO

I tassi di interesse sul mercato interbancario continuano a rimanere su livelli storicamente molto bassi con l'euribor 3M su livelli inferiori allo 0.7% (media di gennaio pari a 0.693%), considerando l'eccesso di liquidità ancora presente nel sistema dopo le numerose operazioni effettuate dalla ECB.

MERCATO TITOLI DI STATO EUROPEI

Il mercato dei titoli statali dell'Eurozona è stato caratterizzato da un'aumentata volatilità e da un crescente ampliamento degli spread tra i vari paesi europei.

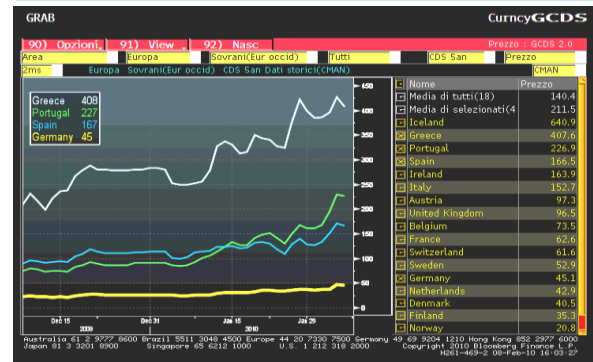
Oltre alla Grecia, anche altri paesi come Spagna e Portogallo sono finiti sotto attenta osservazione degli investitori, preoccupati dall'andamento dei conti pubblici e dalle politiche fiscali adottate.

La Grecia, il 25 gennaio ha emesso, tramite sindacato di collocamento, un bond a cinque anni che ha incontrato un notevole interesse tra gli operatori.

Il successo del bond, il cui importo è stato aumentato visto la forte domanda da 5 a 8 bio Eur (a fronte di richieste per 25 bio Eur), è stato collocato con un tasso particolarmente elevato, pari al 6.2% con uno spread di ben 350 bp sui corrispondenti tassi swap.

Il successo dell'operazione della Grecia (le cui necessità totali per il 2010 ammontano ad indicativi 50 bio Eur) ha avuto però una durata limitata, con un'alta volatilità ed un ampliamento del differenziale nei confronti dei titoli statali tedeschi che è ritornata nei giorni successivi sia sui titoli del debito greco che su quelli portoghesi e spagnoli.

Grafico 13: Andamento CDS di vari paesi EU



Fonte: Bloomberg

Come si può notare dal grafico 13, oltre all'ampliamento degli spread sui titoli, anche i relativi CDS – Credit Default Swap – sono aumentati notevolmente, con la Grecia arrivata sulla scadenza a 5 anni oltre i 400 bp, il Portogallo a 226 bp, la Spagna a 166 bp mentre la Germania è rimasta sotto i 50 bp (45 bp per la precisione).