

Quadro generale

Il tono positivo dei mercati finanziari ed il graduale incremento della propensione al rischio degli investitori è proseguito nelle prime settimane dell'anno, determinando una buona performance dei mercati azionari ed obbligazionari ed un all'allentamento delle tensioni all'interno dell'area Euro nonostante la contestuale revisione al ribasso del rating di quasi tutti i paesi europei da parte di S&P.

La decisione della BCE di offrire liquidità al sistema bancario ad un tasso di interesse dell'1% su un orizzonte temporale eccezionalmente lungo e pari a tre anni è stata cruciale nel determinare l'attuale reazione dei mercati e, soprattutto, nell'evitare viceversa un significativo peggioramento: l'intervento della Banca Centrale guidata da Mario Draghi, infatti, ha scongiurato possibili pressioni sul mercato interbancario in prossimità della scadenza di fine anno, permettendo anzi agli istituti di credito di soddisfare in anticipo le proprie necessità di finanziamento di breve e medio periodo.

Molta della liquidità immessa, inoltre, è stata impiegata sul mercato dei titoli di Stato, soprattutto dei paesi periferici, sfruttando gli elevati rendimenti offerti ed il ridotto costo della liquidità stessa: la differenza tra i tassi di interesse italiani, spagnoli e portoghesi e quelli tedeschi è diminuita significativamente, soprattutto sulle scadenze più brevi.

L'importanza ed il significato di questa operazione sono molto importanti e meritano di essere analizzate con attenzione: prima di tutto è stata una vera e propria misura di quantitative easing (la prima) effettuata dalla BCE, anche se con caratteristiche e conseguenze decisamente differenti rispetto a quelle eseguite dalla Federal Reserve o dalla Bank of England.

La differenza più importante è l'obiettivo, poiché l'intervento è mirato direttamente a sostenere il sistema bancario e non a ridurre il livello dei tassi di interesse sulle diverse scadenze; inoltre l'operazione è stata immediata e la dimensione illimitata, diversamente rispetto ai piani di acquisto, per un ammontare definitivo e distribuiti nel tempo, attuati negli Stati Uniti ed in Inghilterra.

Infine la liquidità non è stata immessa su un mercato specifico ma concessa alle banche, lasciando loro la scelta di come impiegarla e, di conseguenza, anche il rischio legato alla volatilità degli strumenti acquistati.

L'effetto è stato repentino ed evidente, soprattutto sui mercati finanziari, sia per la portata dell'operazione sia per il segnale implicito offerto dalla BCE, e cioè l'intenzione di offrire tutto il supporto necessario alla stabilizzazione del sistema creditizio dell'area Euro, senza però sgravare i governi europei dalla loro responsabilità e sottolineando la necessità di un ulteriore sforzo condiviso.

Sul fronte politico, intanto, i progressi più significativi riguardano il tentativo di accordo tra le banche ed il governo greco per la ristrutturazione del debito ellenico, presupposto considerato indispensabile per il pagamento degli ulteriori aiuti previsti dall'Unione Europea e dal FMI: un'intesa potrebbe essere annunciata a breve ma sarà importante il livello delle perdite previste per gli istituti di credito ed il meccanismo di partecipazione per valutare l'impatto effettivo.

I capi di Stato dell'Unione Europea, intanto, proseguono i colloqui per le modifiche dei trattati comunitari: l'unica novità rilevante è la maggiore attenzione posta, nelle dichiarazioni di intenti, sulla crescita e l'occupazione oltre che sul rigore di bilancio, in seguito alle pressioni dei paesi periferici, Italia in primis, e della stessa Unione Europea.

L'obiettivo rimane quello di giungere ad un accordo tra la fine del mese di febbraio e marzo, per accelerare poi sull'attivazione del fondo di stabilizzazione permanente (ESM) a partire dalla seconda metà dell'anno, ma le divisioni e le contrapposizioni tra i diversi paesi sono ancora presenti su alcuni punti importanti, oltre al crescente malcontento del Parlamento Europeo e dell'Unione Europea, di fatto esclusi dalla trattativa.

In generale, però, le soluzioni proposte ed oggetto di discussione appaiono ancora insufficienti poiché non prevedono un adeguato coordinamento comunitario delle politiche fiscali ed economiche, con relativa concessione di sovranità da parte dei governi nazionali, e non istituiscono un effettivo meccanismo di raccolta e concessione di risorse finanziarie a livello europeo.

Proprio il giudizio negativo sulla gestione della crisi dell'area Euro da parte dei politici europei è alla base della decisione di S&P di abbassare il rating di quasi tutti i paesi dell'Unione Europea, inclusi Francia, Austria ed Italia e risparmiando la Germania.

La mossa di S&P è stata, come minimo, controversa, e non solo per la contemporaneità del taglio su diversi paesi ma soprattutto per il carattere politico della decisione: se la denuncia dell'inadeguatezza della risposta alla crisi può essere assolutamente condivisibile, infatti, è comunque azzardato abbassare il merito di credito di un'azienda per la presunta incapacità dei propri dirigenti, prima ancora di valutarne la solidità del bilancio, fatto di attivi e passivi.

In molti paesi, Italia in particolare, la dimensione della ricchezza privata, i tassi di risparmio e la qualità del tessuto imprenditoriale, sono, o dovrebbero essere, elementi fondamentali in un giudizio puramente finanziario: le considerazioni di S&P, viceversa, appaiono concentrate quasi esclusivamente su un solo aspetto del bilancio nazionale, quello pubblico, e su rischi politici difficilmente prevedibili e misurabili in termini monetari.

Una indicazione importante è però implicita nella decisione di S&P: il problema non è più, da ormai diverso tempo ormai, relativo ai singoli paesi ma riguarda l'area Euro nel suo complesso e potrà essere risolto in maniera efficace e persistente soltanto attraverso una sempre maggiore integrazione politica, economica e fiscale.

La reazione dei mercati è stata, in ogni caso, praticamente impercettibile ed il momento positivo è proseguito, grazie soprattutto al meccanismo virtuoso innescato dalla BCE ma anche perché le decisioni erano di fatto attese e ormai scontate dai mercati: i tassi di interesse francesi, ad esempio, erano già più elevati rispetto a quelli tedeschi mentre il costo della raccolta dell'EFSF, il quale ha perso anch'esso il rating AAA, era già cresciuto nei mesi scorsi.

In generale le misure straordinarie intraprese dalla Banca Centrale Europea, anche alla luce della nuova concessione di liquidità a tre anni prevista per il prossimo mese di febbraio, potrebbero garantire una relativa stabilità all'interno dell'area Euro e, di fatto, concedere ulteriore tempo alle istituzioni politiche per intraprendere le riforme necessarie.

I rischi rimangono, però, significativi perché la liquidità immessa potrebbe non continuare ad essere impiegata sul mercato dei titoli di Stato, soprattutto sulle scadenze medio - lunghe in previsione di aste importati da parte dei principali paesi europea, anche alla luce delle esigenze di miglioramento delle capitalizzazione degli istituti di credito europei.

La qualità e l'efficacia delle iniziative politiche nelle prossime settimane e mesi rimangono, quindi, elementi fondamentali per garantire una soluzione graduale ma definitiva delle tensioni all'interno dell'area Euro.

Macroeconomic Data – Euro Area

Data	Paese	Indicatore	Periodo	Atteso	Effettivo	Precedente
12-gen	EC	BCE Annuncio tassi	GEN	1.0%	1.0%	1.00%
17-gen	EC	Indice prezzi al consumo a/a	DIC	2.8%	2.7%	3.0%
17-gen	EC	Core CPI a/a	DIC	1.6%	1.6%	1.6%
17-gen	EC	Indice prezzi al consumo m/m	DIC	0.4%	0.3%	0.1%
12-gen	EC	Produzione industriale area Euro m/m	NOV	-0.3%	-0.1%	-0.1%
10-gen	FR	Produzione industriale m/m	NOV	-0.2%	1.1%	0.0%
9-gen	GE	Produzione industriale m/m	NOV	-0.5%	-0.6%	0.8%
12-gen	IT	Produzione industriale m/m	NOV	-0.2%	0.3%	-0.9%
9-gen	GE	Esportazioni m/m	NOV	0.5%	2.5%	-3.6%
6-gen	GE	Ordini di fabbrica	NOV	-1.8%	-4.8%	5.2%
5-gen	GE	Vendite al dettaglio m/m	NOV	0.2%	-0.9%	0.7%
6-gen	EC	Vendite al dettaglio zona Euro m/m	NOV	-0.4%	-0.8%	0.4%

Le ultime rilevazioni macro confermano il rallentamento dell'attività economica nell'area dell'Euro e il rischio di una possibile recessione: la produzione industriale a livello aggregato è rimasta invariata rispetto ai livelli precedenti (-0,1%) ma rimane evidente l'eterogeneità tra i paesi europei.

La debolezza del quadro macroeconomico dei paesi dell'area dell'Euro si è riflessa anche sull'economia più solida, quella tedesca, storicamente dipendente dal commercio intra-europeo: dopo la riduzione evidente osservata ad ottobre, le esportazioni sono cresciute del 2,5% su base mensile, in misura superiore alle aspettative; la produzione industriale, però, si è ridotta dello 0,9%, gli ordini di fabbrica sono diminuiti del 4,8% rispetto al mese scorso e le vendite al dettaglio hanno subito una riduzione dello 0,8%.

L'indice dei prezzi al consumo aggregato è cresciuto dello 0,3% su base mensile e del 2,7% su base annua. La pressione inflazionistica si è dunque leggermente ridotta, in particolare per effetto di una riduzione del prezzo delle materie prime, mentre la componente core sia rimasta stabile.

La BCE ha mantenuto invariato il costo del denaro, giudicandolo coerente con il raggiungimento dell'obiettivo di stabilità dei prezzi nel medio periodo, confermando le misure straordinarie di liquidità, necessarie per sostenere il sistema bancario dell'area dell'Euro e il finanziamento dell'economia reale.

Tuttavia, la crescita ancora sostenuta dei paesi emergenti e il conseguente effetto sul costo delle materie prime e l'aumento della tassazione fiscale nei paesi europei potrebbero esercitare pressione al rialzo sull'indice dei prezzi al consumo, nel breve periodo.

Le prospettive di crescita dell'area dell'Euro rimangono quindi negative e le politiche restrittive messe in atto dai paesi dell'area dell'Euro per ridurre il debito pubblico sono destinate ad aggravare il quadro macroeconomico.

Macroeconomic Data – United States

Data	Paese	Indicatore	Periodo	Atteso	Effettivo	Precedente
12-gen	US	Vendite al dettaglio	DIC	0.3%	0.1%	0.2%
6-gen	US	Variazione salari non agricoli	DIC	155k	200k	120k
6-gen	US	Disoccupazione	DIC	8.7%	8.5%	8.6%
4-gen	US	Ordini di fabbrica	NOV	2.0%	1.8%	-0.4%
19-gen	US	Indice dei prezzi al consumo m/m	DIC	0.1%	0.0%	0.0%
19-gen	US	CORE CPI m/m	DIC	0.1%	0.1%	0.2%
19-gen	US	Indice dei prezzi al consumo a/a	DIC	3.0%	3.0%	3.4%
19-gen	US	CORE CPI a/a	DIC	2.2%	2.2%	2.2%

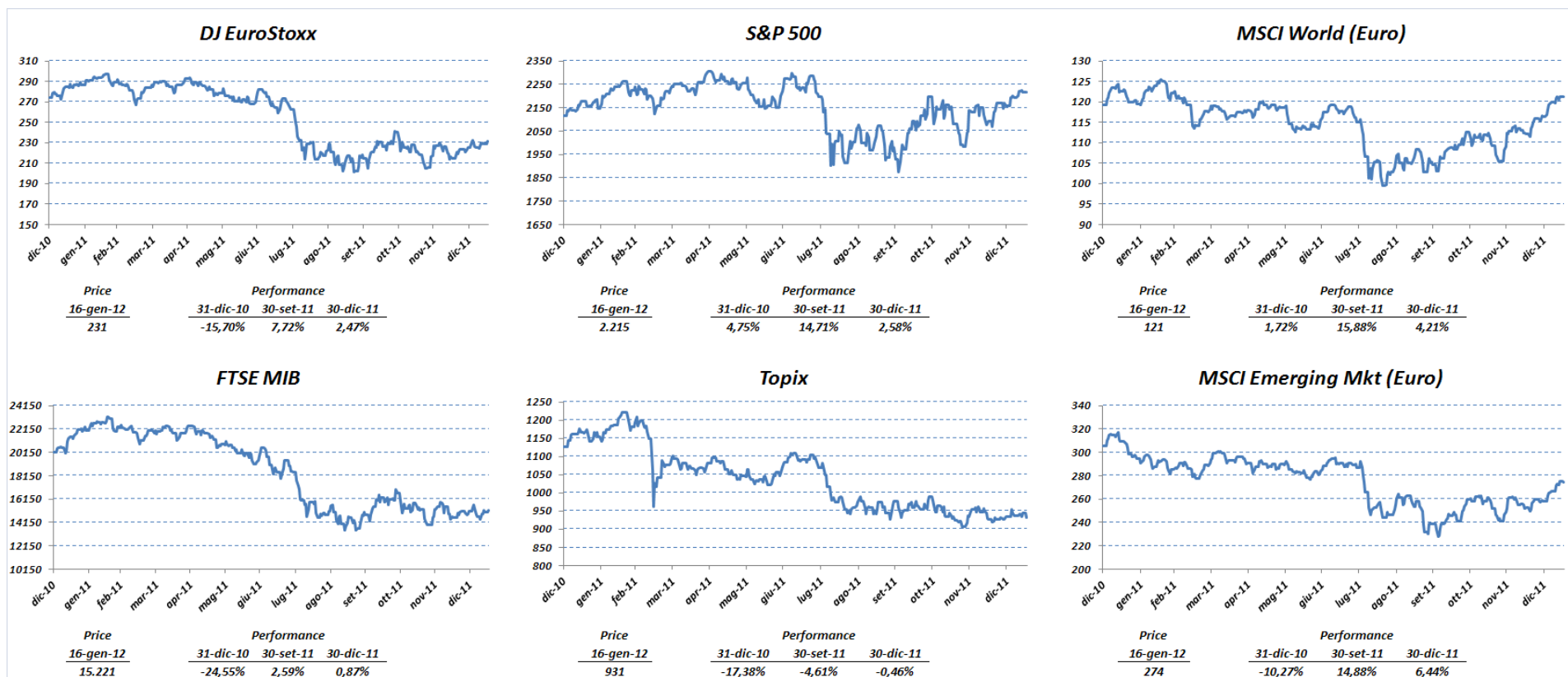
Negli Stati Uniti prosegue la fase di graduale ripresa dell'economia e le rilevazioni macroeconomiche continuano a essere miste e relativamente positive: gli ordini di fabbrica hanno ripreso a crescere a dicembre, dell'1,8% rispetto al mese precedente; le vendite al dettaglio sono cresciute di appena 0,1%, in misura leggermente inferiore alle attese.

Le condizioni del mercato del lavoro continuano a migliorare: i nuovi salari sono cresciuti di duecentomila unità, in misura superiore alle aspettative e i sussidi di disoccupazione si sono ridotti ulteriormente, confermando l'andamento osservato negli ultimi mesi; di conseguenza, il tasso di disoccupazione si è ridotto all'8,5%, rimanendo però a un livello storicamente molto alto; il possibile consolidamento della crescita nei prossimi mesi potrebbe contribuire ad una crescita più stabile e sostenibile nel medio periodo.

L'indice dei prezzi al consumo non è cresciuto rispetto al mese precedente: l'incremento su base annua si è però ridotto al 3%; il dato core ha subito un lieve incremento rispetto a novembre mentre l'aumento su base annua è rimasto stabile al 2,2%.

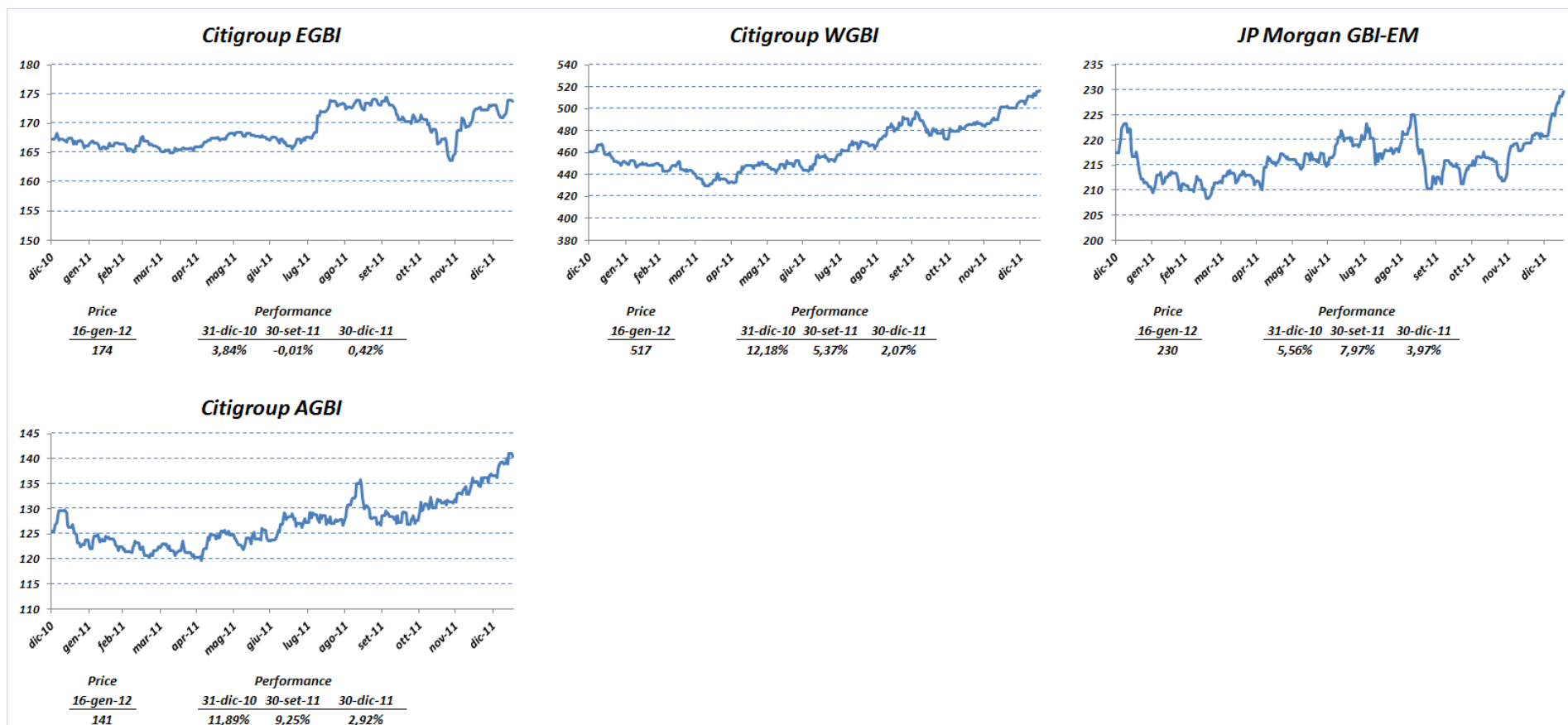
Le prospettive di crescita dell'economia statunitense nel breve periodo rimangono positive; tuttavia, nonostante la solidità dei fondamentali economici, il rallentamento della crescita globale e la possibile recessione europea potrebbero pesare negativamente nel medio periodo.

Market Monitor – Equity Indices



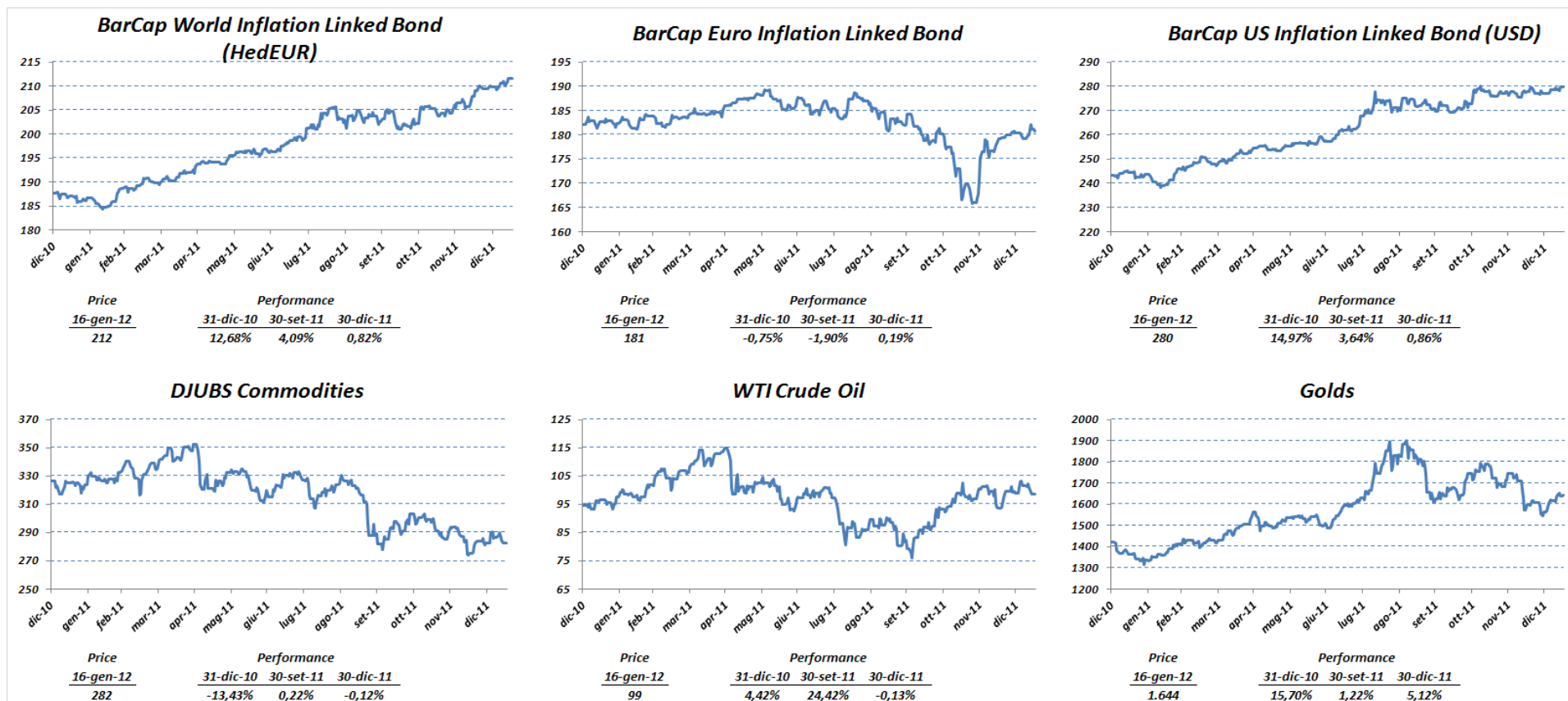
Le prime settimane dell'anno sono state positive per quasi tutti i mercati azionari, continuando la ripresa osservata già nel mese di dicembre, ad eccezione del mercato giapponese, il quale ha registrato, invece, una lieve perdita. In particolare, maggiormente sostenuta risulta la dinamica del mercato internazionale e del mercato dei paesi emergenti rispetto al mercato europeo e al mercato statunitense, i quali presentano una maggiore debolezza, ancora più evidente sul mercato italiano. I risultati sull'ultimo trimestre rimangono positivi per tutti i mercati, escluso il Giappone, mentre i risultati da fine dicembre 2010 risultano essere negativi, con perdite prossime al 25% per il mercato italiano e superiori al 10%, in valore assoluto, per gli altri mercati, ad eccezione dell'indice S&P 500 e dell'indice MSCI World, i quali hanno recuperato le perdite subite nel corso dell'anno passato.

Market Monitor – Fixed Income Indices



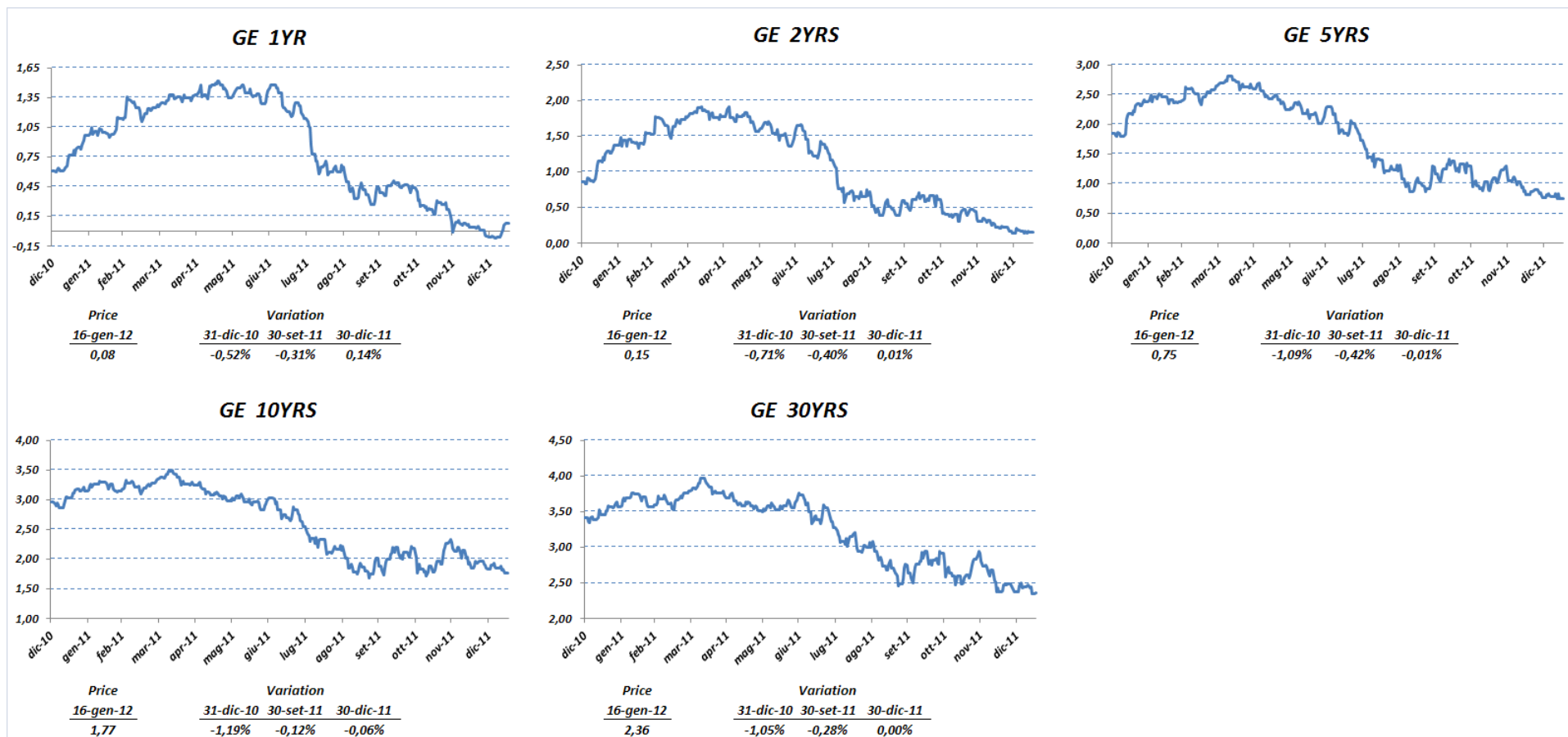
Da inizio anno la performance del mercato obbligazionario è stata positiva, in particolar modo per i paesi emergenti, dove la performance relativa dei mercati asiatici è stata inferiore rispetto al resto dei paesi in via di sviluppo, contrariamente a quanto sia possibile osservare sia sui dati dell'ultimo trimestre sia da dicembre 2010. La crescita del mercato europeo continua ad essere caratterizzata da una maggiore debolezza rispetto a quella del mercato globale.

Market Monitor – Inflation Linked and Commodities Indices



Ancora positiva è stata la dinamica del mercato delle obbligazioni indicizzate all'inflazione nel corso delle prime settimane dell'anno, nonostante la crescita sia stata più debole rispetto allo scorso mese, in particolar modo per il mercato europeo, per il quale a livello complessivo permane l'evidente divergenza rispetto al mercato internazionale; nell'ambito delle materie prime, si evidenzia il rialzo delle quotazioni dell'oro, mentre l'indice generale e il petrolio hanno subito, da inizio anno, una perdita contenuta, prossima ai dieci centesimi.

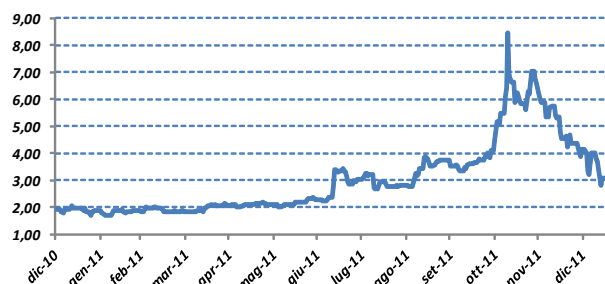
Market Monitor – German Interest Rates



I tassi d'interesse in Germania, da inizio anno, sono rimasti stabili su tutte le scadenze, ad eccezione del tasso ad un anno, il quale è tornato a crescere, registrando una variazione positiva di quattordici centesimi, dopo aver raggiunto livelli negativi e nuovi minimi assoluti nel corso del mese di dicembre.

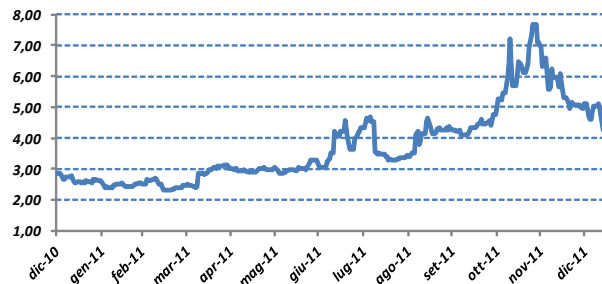
Market Monitor – Italian Interest Rates

IT 1YR



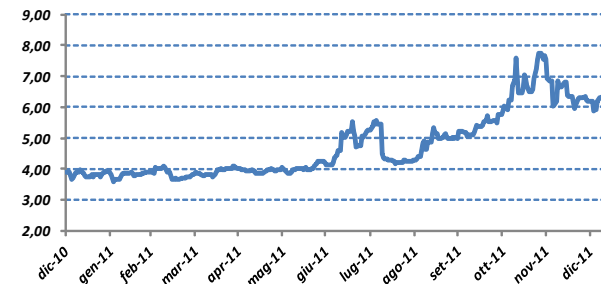
Price	Variation		
16-gen-12	31-dic-10	30-set-11	30-dic-11
3,02	1,08%	-0,52%	-1,12%

IT 2YRS



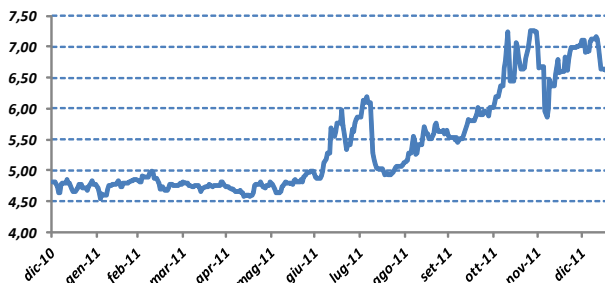
Price	Variation		
16-gen-12	31-dic-10	30-set-11	30-dic-11
4,24	1,36%	-0,02%	-0,88%

IT 5YRS



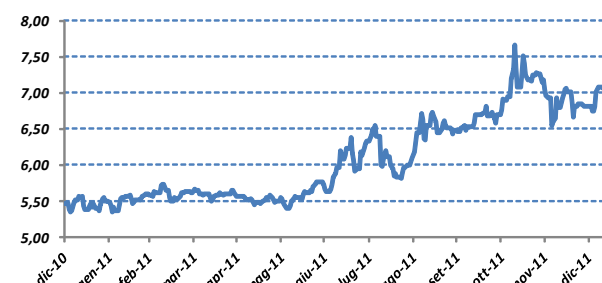
Price	Variation		
16-gen-12	31-dic-10	30-set-11	30-dic-11
5,72	1,83%	0,49%	-0,48%

IT 10YRS



Price	Variation		
16-gen-12	31-dic-10	30-set-11	30-dic-11
6,62	1,81%	1,09%	-0,49%

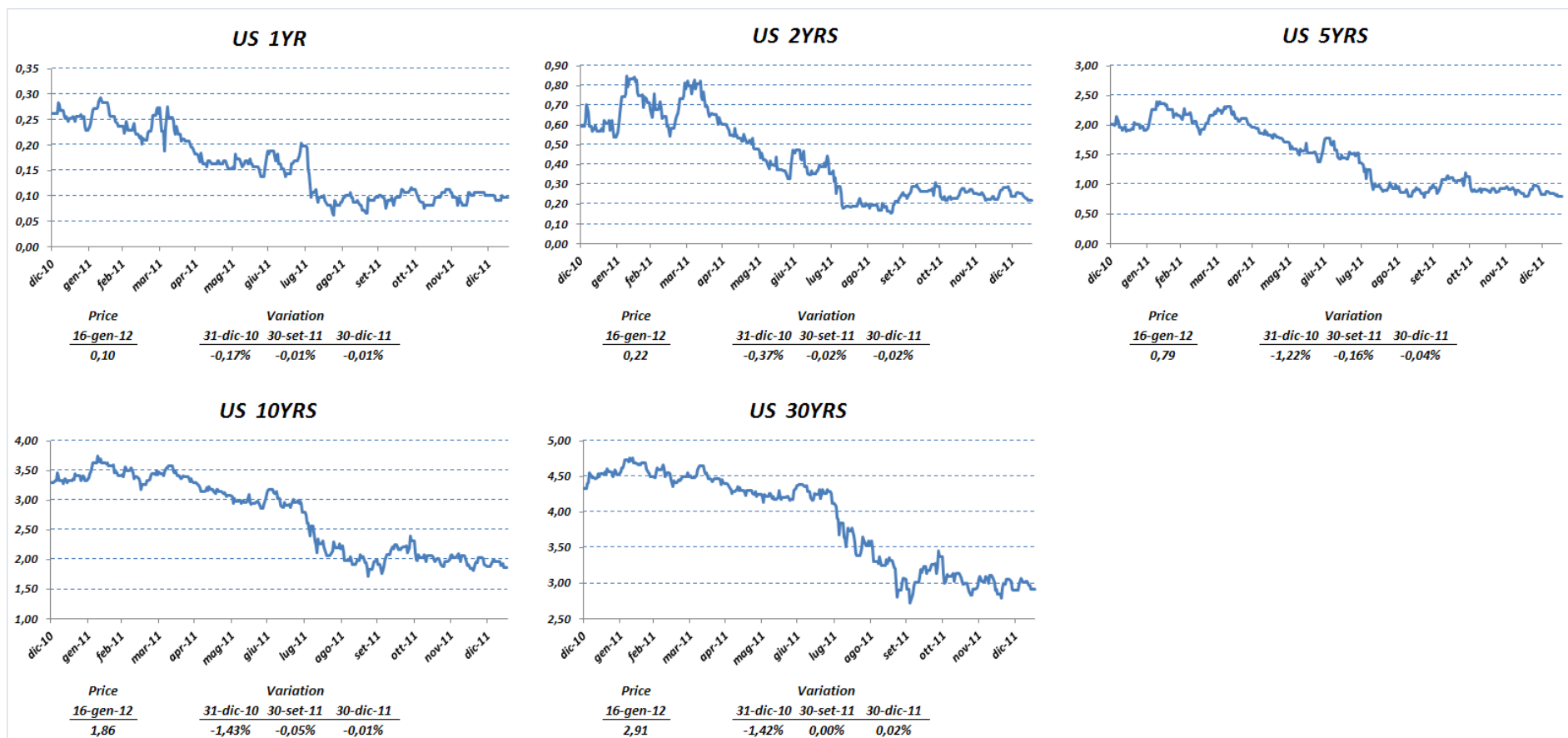
IT 30YRS



Price	Variation		
16-gen-12	31-dic-10	30-set-11	30-dic-11
7,10	1,64%	0,63%	0,28%

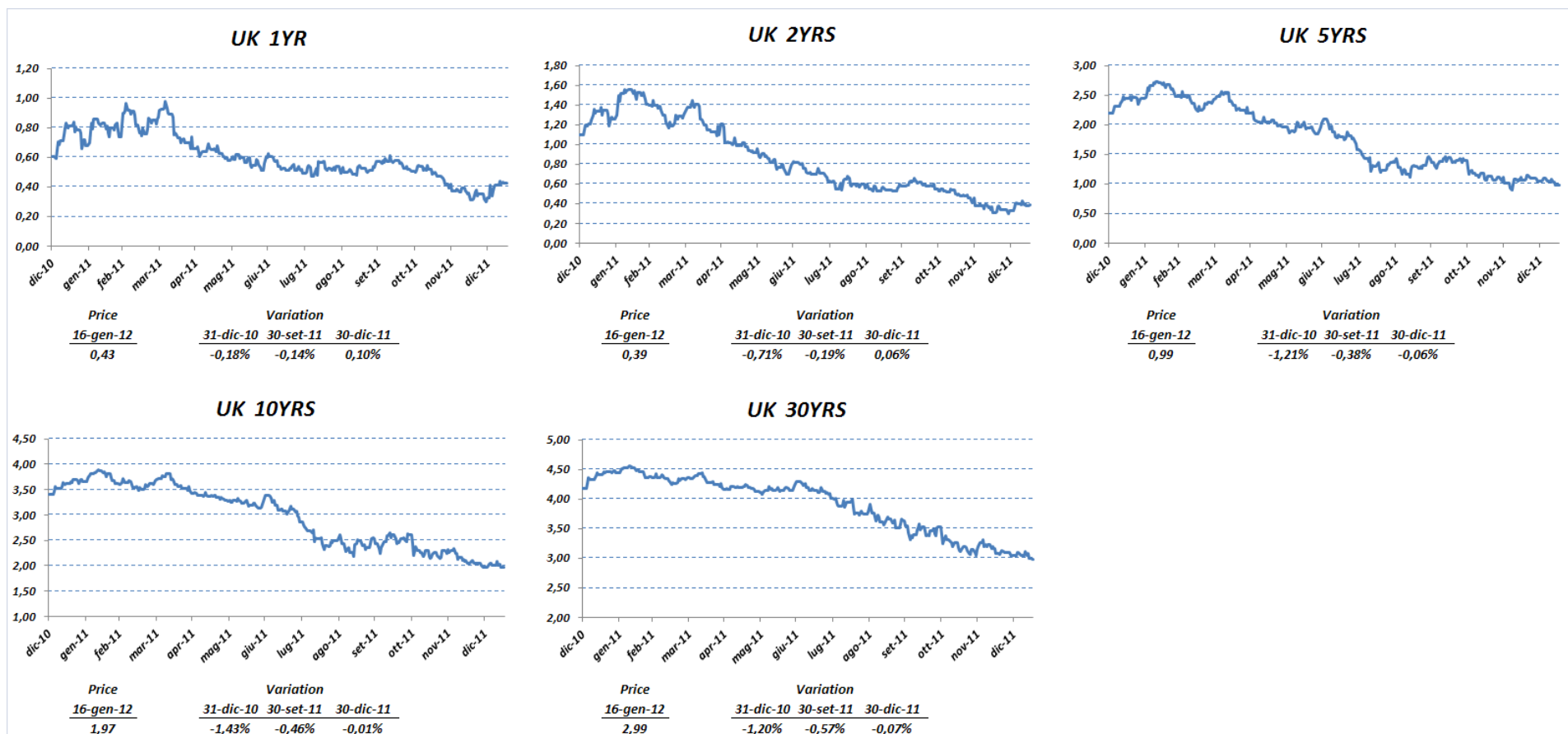
I tassi d'interesse dei titoli italiani, da inizio anno, si sono ridotti su tutte le scadenze, e in maniera più significativa sulle scadenze a più breve termine, ad eccezione del segmento a lunghissimo termine: in particolare, i tassi ad un anno si sono ridotti di oltre un punto percentuale, il tasso a due anni di circa novanta centesimi, mentre i tassi a cinque e a dieci anni di quasi cinquanta centesimi. Il tasso d'interesse a trent'anni, invece, è aumentato di trenta centesimi.

Market Monitor – US Interest Rates



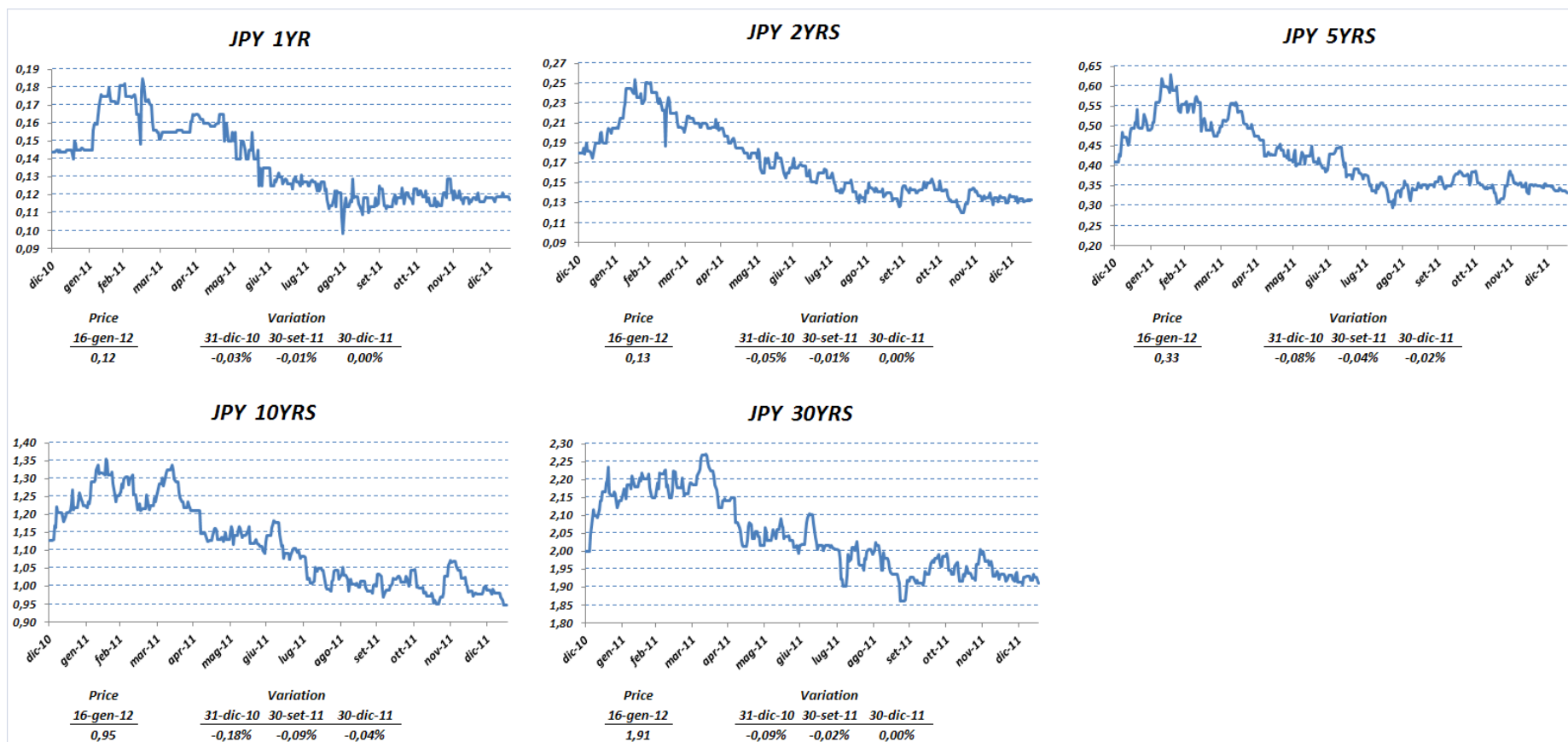
Il mercato dei titoli di Stato statunitensi è rimasto estremamente stabile da inizio anno, caratterizzato da bassi tassi di interesse e da una volatilità contenuta: i rendimenti sono inferiori al singolo punto percentuale su tutte le scadenze inferiori ai cinque anni e le variazioni dall'inizio dell'anno sono state, in tutti i casi, prossime a zero.

Market Monitor – UK Interest Rates



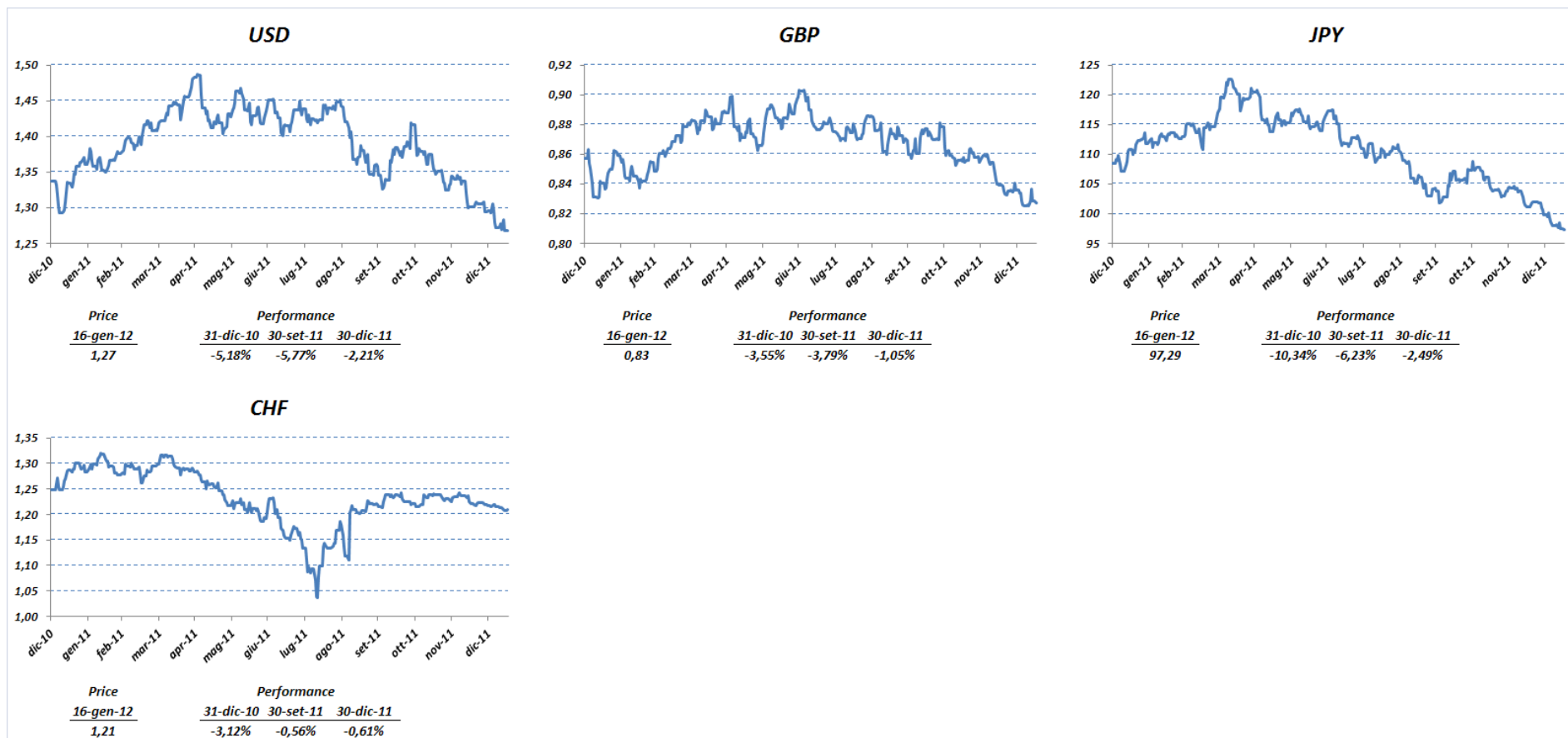
Da inizio anno il livello dei tassi d'interesse dei titoli di Stato del Regno Unito è leggermente aumentato sulle scadenze più brevi, mentre è leggermente diminuito sulle scadenze a medio e lungo termine: in particolare, il tasso ad un anno, di poco superiore rispetto al tasso a due anni, è cresciuto di dieci centesimi, mentre il tasso a due anni di sei centesimi; i tassi a cinque e trent'anni sono diminuiti di circa sei centesimi, mentre il tasso a dieci anni è rimasto stabile.

Market Monitor – Japanese Interest Rates



Il mercato dei titoli di Stato giapponesi rimane estremamente stabile, caratterizzato da bassi tassi di interesse e da una volatilità estremamente contenuta: i rendimenti sono inferiori al singolo punto percentuale su tutte le scadenze inferiori ai dieci anni e le variazioni dall'inizio dell'anno sono state, in tutti i casi, prossime a zero.

Market Monitor – Currencies vs Euro



Continua la pressione sull'Euro, che dalla fine del mese di novembre ha continuato a svalutarsi nei confronti di tutte le valute considerate: in particolare, da inizio anno la divisa unica ha subito variazioni negative prossime al 2,50% verso il Dollaro statunitense e lo Yen, e prossima al punto percentuale verso la Sterlina, mentre la correzione è stata più contenuta nel caso del Franco svizzero. Tuttavia, i livelli delle diverse valute sono rimasti di fatto stabili a quelli osservati lo scorso mese, con eccezione della valuta giapponese, la quale, inoltre, rispetto ai valori di dicembre 2010, è l'unica ad essersi significativamente rivalutata.

Il presente documento è stato redatto da Fondaco SGR S.p.A. per i propri clienti istituzionali (“operatori qualificati” ai sensi dell’art. 31 del Regolamento Intermediari della Consob). Esso è distribuito dal giorno 25/01/2012.

Le informazioni e le opinioni contenute in questo documento si basano su fonti ritenute attendibili, ma l’esattezza e la completezza delle stesse non è garantita da Fondaco SGR. Il documento è fornito a solo scopo informativo: esso non costituisce proposta contrattuale, offerta o sollecitazione all’acquisto e/o vendita di strumenti finanziari o, in genere, all’investimento, né costituisce consulenza in materia di investimenti. Fondaco SGR non fornisce alcuna garanzia di raggiungimento di qualunque previsione e/o stima contenute nel documento stesso. Le informazioni o le opinioni ivi contenute possono variare senza alcun conseguente obbligo di comunicazione in capo a Fondaco SGR. Pertanto, né Fondaco SGR, né i suoi amministratori, dipendenti e collaboratori, possono essere ritenuti responsabili (per colpa o altro) per danni derivanti dall’utilizzo o dal contenuto del presente documento.

E’ vietata la riproduzione e/o la redistribuzione, in tutto o in parte, direttamente o indirettamente, del presente documento, non espressamente autorizzata.