



**Quadro generale: il Fondo Monetario Internazionale rivede al ribasso le stime di crescita, la Fed indica tassi bassi fino al 2014, sui minimi i rendimenti dei titoli di Stato italiani**

**Al centro dell'attenzione ancora lo swap del debito greco**

- Anche questa settimana si è aperta con una delusione in merito ad uno dei tanti fronti della crisi dei debiti sovrani: lo swap dei titoli greci. La settimana scorsa sembrava che un compromesso fosse in dirittura d'arrivo, accordo che avrebbe dovuto essere formalizzato lunedì scorso; invece, siamo di nuovo a discutere di condizioni, di cedole, di tempistica: non è passata infatti l'ipotesi di una cedola media del 4,0% e perdite per gli investitori intorno al 65/70% (l'ultima, o meglio la più recente deadline è nuovamente per questo fine settimana). Secondo l'Unione europea, solo una cedola inferiore al 4,0% può dare un taglio netto al debito pubblico greco. Certo è che la soluzione è propedeutica all'ennesimo aggiornamento sulla situazione della sostenibilità del debito di Atene ed il raggiungimento dei target sui conti pubblici nel 2020 alla luce delle peggiorate prospettive economiche del Paese. La novità di questi giorni è la richiesta da parte del Fmi che anche la Bce e gli Stati dell'Area euro contribuiscano all'alleggerimento del debito di Atene.

**Stime di crescita del Pil per il 2012 e 2013**

	Year over Year			
	2010	2011	Projections	
			2012	2013
World Output <sup>1</sup>	5.2	3.8	3.3	3.9
Advanced Economies	3.2	1.6	1.2	1.9
United States	3.0	1.8	1.8	2.2
Euro Area	1.9	1.6	-0.5	0.8
Germany	3.6	3.0	0.3	1.5
France	1.4	1.6	0.2	1.0
Italy	1.5	0.4	-2.2	-0.6
Spain	-0.1	0.7	-1.7	-0.3
Japan	4.4	-0.9	1.7	1.6
United Kingdom	2.1	0.9	0.6	2.0
Canada	3.2	2.3	1.7	2.0
Other Advanced Economies <sup>2</sup>	5.8	3.3	2.6	3.4
Newly Industrialized Asian Economies	8.4	4.2	3.3	4.1
Emerging and Developing Economies <sup>3</sup>	7.3	6.2	5.4	5.9
Central and Eastern Europe	4.5	5.1	1.1	2.4
Commonwealth of Independent States	4.6	4.5	3.7	3.8
Russia	4.0	4.1	3.3	3.5
Excluding Russia	6.0	5.5	4.4	4.7
Developing Asia	9.5	7.9	7.3	7.8
China	10.4	9.2	8.2	8.8
India	9.9	7.4	7.0	7.3
ASEAN-5 <sup>4</sup>	6.9	4.8	5.2	5.6
Latin America and the Caribbean	6.1	4.6	3.6	3.9
Brazil	7.5	2.9	3.0	4.0
Mexico	5.4	4.1	3.5	3.5
Middle East and North Africa (MENA) <sup>5</sup>	4.3	3.1	3.2	3.6
Sub-Saharan Africa	5.3	4.9	5.5	5.3
South Africa	2.9	3.1	2.5	3.4

Fonte: Fondo Monetario Internazionale, World Economic Outlook Update, gennaio 2012

**Si attende l'esito degli incontri Ue**

- Il mercato resta quindi in perenne attesa di soluzioni concrete e durature sulla crisi dei debiti sovrani: fra le ultime notizie quella che la Germania si conferma contraria ad un allargamento dei fondi a disposizione dell'Esm (che nei prossimi mesi sostituirà l'Efsf), attualmente pari a 500 miliardi di euro. In un'alternanza di ottimismo e pessimismo, passi in avanti e fasi di stallo, grazie ad alcuni dati economici favorevoli, alla promessa della Fed di una condotta



**Mercati positivi**

**Le stime del Fmi su Usa...**

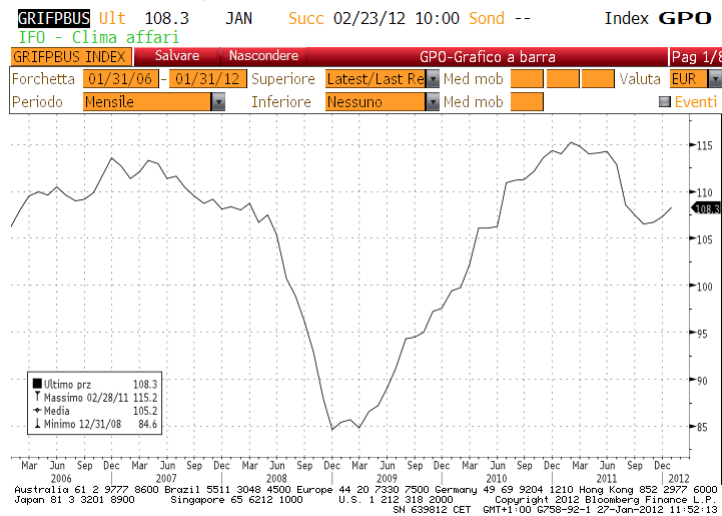
**...Area euro...**

**...e resto del mondo**

monetaria molto accomodante, all'esito favorevole delle aste in Italia, all'ammontare di liquidità in circolazione, i mercati hanno espresso una minore avversione al rischio. I listini azionari hanno segnato performance positive che si sono attestate mediamente fra l'1% ed il 2,5%; i rendimenti sui titoli governativi si sono collocati intorno ai minimi di periodo nei Paesi benchmark (Stati Uniti e Germania) in un contesto in cui gli spread tra Paesi periferici e Germania si sono mossi in modo selettivo; la divisa unica ha rimbalzato con una certa decisione dai minimi delle scorse settimane.

- Nel frattempo, non mancano altri spunti di riflessione e analisi. In settimana il Fondo monetario internazionale ha diffuso le nuove previsioni di crescita, anticipate da alcune indiscrezioni già la scorsa settimana. E' confermato che il quadro che emerge dalle nuove stime è quello di economie in rallentamento, con l'output mondiale che cresce di poco più del 3,0% (appena sopra il tasso ritenuto recessivo a livello globale) e le economie avanzate che continuano a soffrire. Gli Stati Uniti potrebbero replicare l'1,8% che dovrebbero aver toccato nel 2011, l'Area euro – penalizzata dalle politiche fiscali recessive seguite dai governi - nell'anno in corso dovrebbe contrarsi dello 0,5%. All'interno dell'Area si ipotizza una frenata per la Germania (che passerebbe dal 3,0% del 2011 allo 0,3% di quest'anno) e per la Francia (+0,2% dal +1,6%), recessione per Italia (-2,2%) e Spagna (-1,7%). Fra i Paesi avanzati, il Giappone dovrebbe riprendersi nel 2012 (+1,7%) dopo la contrazione dell'anno scorso (-0,9%) dovuta alle conseguenze del terremoto di dieci mesi fa. Il rallentamento economico quest'anno non dovrebbe risparmiare quasi nessuno: si riduce la crescita anche nei Paesi emergenti (+5,4% dal +6,2%), con la Cina poco oltre l'8,0% e l'India al 7,0%; calo di un punto, dal 4,6% al 3,6%, anche per i Paesi dell'America Latina.

**Germania, Indice Ifo – Clima Affari: andamento**



Fonte: Bloomberg

**La posizione della Fed**

- Secondo il Fondo monetario gli Stati Uniti, come si è visto, sono in fase di stabilizzazione, anche se su livelli molto contenuti (+1,8% sia nel 2011 che nel 2012) e quindi non dovrebbero vedere un peggioramento dell'economia. La ripresa si conferma tuttavia molto fragile, come afferma anche la Federal Reserve che si è riunita in settimana, rilasciando dichiarazioni inequivocabilmente "accomodanti" in termini di politica monetaria. Pur riconoscendo l'"ulteriore miglioramento" del mercato del lavoro, non si è data molta importanza agli ultimi dati economici più positivi, ma si è sottolineato che la crescita degli investimenti è rallentata, concludendo con una particolare enfasi sui significativi rischi al ribasso per le prospettive economiche. L'inflazione non è ritenuta un problema nel breve termine: la Fed ritiene che nei prossimi trimestri resterà sui livelli o anche al di sotto dei livelli coerenti con il suo mandato. Per la prima volta nella storia, la Banca centrale statunitense ha dato un valore esplicito (del 2,0%) al tasso target di inflazione, come già fanno la Banca centrale europea e la Banca



**Tassi bassi fino al 2014**

**Area euro: crescita in stallo**

**Prosegue il calo dell'Euribor**

- d'Inghilterra.
- Date queste premesse sulla situazione macro, il Comitato della Fed ha ribadito la volontà di dare supporto per una ripresa economica più sostenuta e di non consentire un eccessivo calo dei prezzi: da qui la conferma di una politica monetaria estremamente accomodante. La promessa di tassi a livelli eccezionalmente bassi è stata spostata in avanti: da metà 2013 a "almeno" fino a 2014 inoltrato. Si è infine affermato che la Fed è pronta ad adottare nuove misure non convenzionali (QE3) nel caso in cui ciò servisse a promuovere una maggior crescita economica in un contesto di stabilità dei prezzi.
- Il Fmi ha accreditato un calo del Pil per l'Area euro pari allo 0,5% per quest'anno: la stima potrebbe essere coerente con l'andamento dei Pmi dei servizi e della manifattura (che anticipano il trend economico dei successivi tre/sei mesi) che a gennaio sono saliti appena oltre i 50 punti, soglia di demarcazione fra contrazione e crescita. Il Pmi della manifattura è salito a 48,7 da 46,9 punti, quello dei servizi a 50,5 da 48,8 di dicembre e quello composito a 50,4 dai precedenti 48,3 punti. Oltre la media europea i valori della Germania, rispettivamente pari a 50,9 per la manifattura e 54,5 per i servizi. Che l'economia tedesca sia in grado di migliorare nei prossimi mesi è anticipato anche dall'indice Ifo, salito oltre le attese a 108,3 punti a gennaio, con un significativo miglioramento del sottoindice delle aspettative.
- Le implicazioni di politica monetaria di questo quadro macro restano quelle di un atteggiamento ancora espansivo, che si esplica in primo luogo sulle manovre quantitative (significativo il finanziamento a tre anni effettuato il mese scorso, che sarà seguito da una seconda operazione con le stesse caratteristiche il mese prossimo). Molti si aspettano comunque anche un intervento sui tassi di interesse; in attesa che questo si concretizzi, i tassi interbancari continuano a ridursi: al fixing dell'ultima seduta della settimana l'Euribor 1 mese quotava lo 0,72% (-5bp rispetto ad una settimana fa), il 3 mesi è all'1,13% (-5bp), il sei mesi all'1,43% (-4bp) ed il 12 mesi all'1,76% (-4bp). Ancora intorno ai minimi storici i tassi impliciti dei contratti future sull'Euribor a 3 mesi: il giugno 13 quota appena oltre lo 0,80%, il dicembre 13 allo 0,95%, il giugno 14 in area 1,15%.



Fonte: Bloomberg

**Uk: il Pil del Q4 2011 a -0,2%**

- Un'ultima nota sul quadro macro e sulle politiche monetarie. Il Regno Unito, come di consueto il primo a rilasciare le statistiche sul Prodotto interno lordo, ha segnato nel Q4 del 2011 un calo del Pil pari allo 0,2% trimestre su trimestre (+0,6% nel Q3 e +0,8% anno su anno). Anche in questo caso la Banca centrale continua a mantenersi su un sentiero di politica monetaria espansiva, facilitata dal fatto che il tasso di inflazione, particolarmente elevato nei mesi estivi (5,2% a settembre), si sta rapidamente riducendo (4,2% a dicembre) e dovrebbe continuare a farlo. I verbali dell'incontro della BoE di inizio gennaio evidenziano una Banca centrale conscia



dei rischi che permangono sull'economia globale, ma che riconosce alcuni miglioramenti emersi negli ultimi mesi soprattutto nel sistema bancario europeo. La conferma del tasso base allo 0,50% e dei 275 milioni di sterline per l'acquisto di asset sul mercato secondario è stata votata all'unanimità.

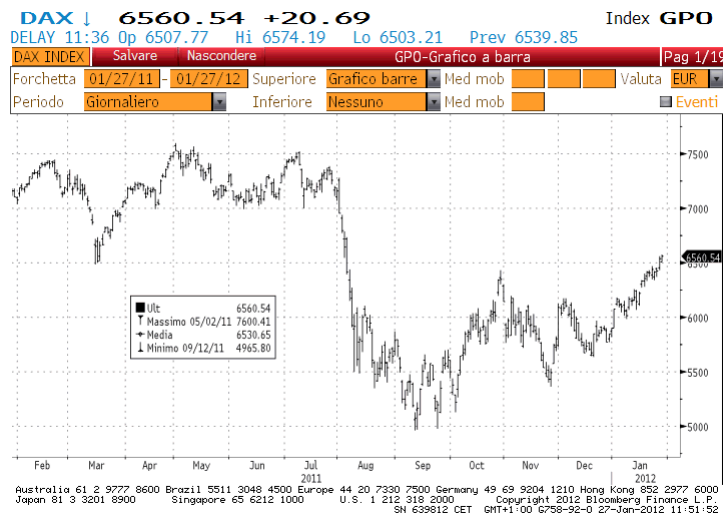
**Rendimenti stabili su Treasury e Bund**

- Per quanto riguarda il mercato dei titoli di Stato, i rendimenti tedeschi e statunitensi sono risultati pressoché stabili e sugli stessi livelli, con la parte breve compressa sui minimi storici (0,20% per i biennali di entrambi i Paesi) ed i Bund e Treasury a 10 anni che da qualche settimana si muovono entro range laterali dall'ampiezza di circa 10/15bp tra l'1,90% ed il 2,0%. Movimenti più significativi per i Paesi periferici: in sensibile miglioramento la situazione dei titoli italiani, che stanno mantenendo il trend calante impostato da qualche settimana in particolar modo sulle scadenze più ravvicinate. Ottimo l'esito delle aste, con il Ctz collocato al 3,75% (oltre 100bp meno che a dicembre, ma soprattutto meno della metà del rendimento dell'asta di novembre, pari al 7,81%) ed il Bot semestrale aggiudicato appena sotto il 2,0%, minimo dallo scorso giugno (3,25% a dicembre); sul mercato secondario, il biennale è sceso sui minimi dall'agosto scorso al 3,50% (8% a fine novembre), il decennale scambia sotto il 6,0% per la prima volta da inizio dicembre con lo spread che contro Bund si è portato a 410bp. Per gli altri Paesi dell'Area, i differenziali si sono mossi in modo diversificato: si sono ristretti per la Spagna, stabilizzati per Francia e Irlanda, peggiorati per il Portogallo. Quest'ultimo sta subendo un allargamento dello spread da metà gennaio perché il mercato inizia a temere che possa trovarsi nella condizione di dover ricorrere ad un secondo piano di aiuti da parte del Fmi. Il timore che ci sia il primo "effetto contagio" dopo la Grecia ha spinto gli investitori ad alleggerire i loro portafogli: questa settimana nei momenti di maggior tensione il titolo a 5 anni ha superato il 20%, il decennale è andato oltre il 15%.

**In calo i rendimenti dei governativi italiani**

**Portogallo: torna la tensione**

**Indice Dax: andamento**



Fonte: Bloomberg

**Listini azionari positivi**

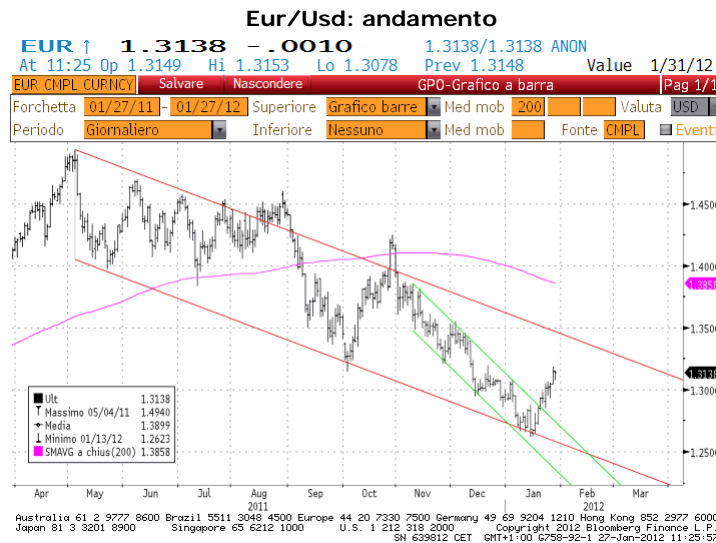
- La minore avversione al rischio, come si è detto, ha premiato i listini azionari soprattutto in Europa, con gli indici che si stanno portando sui massimi toccati prima della crisi dell'estate del 2011. Il Vix, indice sulla volatilità delle opzioni sulle azioni statunitensi, si colloca intorno ai 18,5 punti, confermando il calo delle sedute precedenti. Wall Street ha segnato recuperi leggermente più contenuti, ma grazie al fatto che nei mesi scorsi aveva subito perdite inferiori rispetto all'Europa basterà un minimo rialzo dagli attuali livelli perché il Dow Jones segni i nuovi massimi dal 2008.
- Per il listini europei, l'analisi settoriale evidenzia che nel corso dell'ottava i listini sono stati guidati al rialzo dal comparto dell'auto (+3,7%), seguito da quello delle materie prime (+2,9%) e dai titoli bancari (+2,0%). Il quadro grafico è molto simile per tutti i principali indici, che presentano una configurazione rialzista nel brevissimo periodo.



**Euro in  
apprezza-  
mento**

**Eur/Usd**

- Il mercato valutario è stato condizionato sia dall'alternarsi delle notizie sull'evoluzione della crisi dei debiti pubblici dell'Area euro e dai movimenti sugli spread sia dalle dichiarazioni della Federal Reserve: entrambi i fattori hanno in questa ottava influenzato positivamente la divisa unica, che si è apprezzata verso quasi tutte le valute ed ha mantenuto e rafforzato i recuperi dai minimi sia nei confronti del dollaro (+1,6% in settimana) che dello yen (+1,5%).
- Il cross Eur/Usd si è portato oltre il livello di 1,31 punti ed ha nettamente rotto al rialzo il ripido canale ribassista che disegnava da novembre, portandosi verso la fascia superiore del canale ribassista più ampio avviato prima dell'estate, il cui limite superiore rappresenta la resistenza dinamica (oggi a ridosso di 1,35 punti); solo la rottura decisa di questa potrà configurare l'interruzione del trend negativo di medio periodo.



Fonte: Bloomberg

**Eur/Jpy**

- Molto simile al precedente l'andamento del cross Eur/Jpy, con il cambio che prosegue il rimbalzo dal minimo di 97 punti toccato a metà gennaio e si è portato oltre i 100 punti fino ad area 102 prima di ritracciare leggermente. La configurazione di medio periodo resto comunque ancora quella di una divisa unica tendenzialmente debole.

**Eur/Gbp**

- Recuperi più contenuti per il cross Eur/Gbp che consolida sui minimi ma si conferma sotto la soglia di 0,84 (minimi del febbraio 2011) che rappresenta la prima resistenza al movimento rialzista dai minimi del settembre 2010 a 0,82 punti.



**Calendario della settimana**

CALENDARIO dal 30 gennaio al 3 febbraio 2012							
DATI MACROECONOMICI							
Giorno	Paese	Ora	Dato	Periodo	Consensus	Precedente	
Lunedì	30	Italia	10.00	Fiducia delle imprese	gen. indice	92,5	92,5
		Area euro	11.00	Fiducia dei consumatori dato finale	gen. indice	-20,6	-20,6
		Stati Uniti	14.30	Reddito personale	dic. % m/m	0,4	0,1
		Stati Uniti	14.30	Spesa personale	dic. % m/m	0,1	0,1
		Stati Uniti	14.30	Attività manifatturiera Fed Dallas	dic. % m/m	...	-3,0
		Germania		Prezzi al consumo indice Ue	gen. % m/m	-0,4	0,7
		Germania		Prezzi al consumo indice Ue	gen. % a/a	2,4	2,3
		Martedì	31	Francia	8.45	Spesa al consumo	dic. % m/m
Francia	8.45			Spesa al consumo	dic. % a/a	...	-2,1
Germania	9.55			Variazione disoccupazione	gen. 1000	-10,0	-22,0
Germania	9.55			Tasso di disoccupazione	gen. %	6,8	6,8
Italia	10.00			Tasso di disoccupazione	dic. %	...	8,6
Area euro	11.00			Tasso di disoccupazione	dic. %	10,4	10,3
Italia	11.00			Prezzi alla produzione	dic. % m/m	...	0,2
Italia	11.00			Prezzi alla produzione	dic. % a/a	...	4,5
Stati Uniti	15.00			S&P/CaseShiller prezzo case Comp 20	nov. % a/a	-3,2	-3,4
Stati Uniti	15.45			Direttori d'acquisto di Chicago	gen. indice	63,0	62,5
Stati Uniti	16.00			Fiducia dei consumatori	gen. indice	68,0	64,5
Mercoledì	1	Italia	9.45	Pmi manifattura	gen. indice	45,0	44,3
		Francia	9.59	Pmi manifattura dato finale	gen. indice	48,5	48,5
		Germania	9.55	Pmi manifattura dato finale	gen. indice	50,9	50,9
		Area euro	10.00	Pmi manifattura dato finale	gen. indice	48,7	48,7
		Regno Unito	10.30	Pmi manifattura	gen. indice	50,0	49,6
		Area euro	11.00	Prezzi al consumo	gen. % a/a	2,7	2,8
		Stati Uniti	14.15	Variazione occupazione ADP	gen. 1000	185,0	325,0
		Stati Uniti	16.00	Spesa edilizia	dic. % m/m	0,7	1,2
		Stati Uniti	16.00	Ism manifattura	gen. indice	54,5	53,9
		Stati Uniti	16.00	Ism prezzi pagati	gen. indice	49,8	47,5
		Giovedì	2	Regno Unito	10.30	Pmi costruzione	gen. indice
Area euro	11.00			Prezzi alla produzione	dic. % m/m	-0,2	0,2
Area euro	11.00			Prezzi alla produzione	dic. % a/a	4,3	5,3
Stati Uniti	14.30			Nuove richieste di disoccupazione	28 gen. 1000	...	377,0
Stati Uniti	14.30			Richieste continue	21 gen. 1000	...	3554,0
Venerdì	3	Italia	9.45	Pmi servizi	gen. indice	45,0	44,5
		Francia	9.59	Pmi servizi dato finale	gen. indice	51,7	51,7
		Germania	9.55	Pmi servizi dato finale	gen. indice	54,5	54,5
		Area euro	10.00	Pmi servizi dato finale	gen. indice	50,5	50,5
		Area euro	10.00	Pmi composito dato finale	gen. indice	50,4	50,4
		Regno Unito	10.30	Pmi servizi	gen. indice	53,4	54,0
		Area euro	11.00	Vendite al dettaglio	dic. % m/m	0,4	-0,8
		Area euro	11.00	Vendite al dettaglio	dic. % a/a	...	-2,5
		Italia	11.00	Prezzi al consumo indice nazionale	gen. % m/m	...	0,4
		Italia	11.00	Prezzi al consumo indice nazionale	gen. % a/a	...	3,3
		Italia	11.00	Prezzi al consumo indice Ue	gen. % m/m	-1,8	0,3
		Italia	11.00	Prezzi al consumo indice Ue	gen. % a/a	3,4	3,7
		Stati Uniti	14.30	Tasso di disoccupazione	gen. %	8,5	8,5
		Stati Uniti	14.30	Variazione salari non agricoli	gen. 1000	150,0	200,0
		Stati Uniti	14.30	Variazione salari (settore privato)	gen. 1000	168,0	212,0
		Stati Uniti	14.30	Salario orario medio	gen. % m/m	0,2	0,2
		Stati Uniti	14.30	Salario orario medio	gen. % a/a	2,0	2,1
		Stati Uniti	14.30	Orario settimanale medio	gen. %	34,4	34,4
		Stati Uniti	16.00	Ism composto non manifatturiero	gen. indice	53,3	52,6
		Stati Uniti	16.00	Ordini di fabbrica	dic. % m/m	1,2	1,8

Fonte: Bloomberg

Documento completato alle ore 14:00. Fonti Reuters e Bloomberg



---

## Contatti

---

Divisione Corporate	Virgilio Iafrate	:	06 47026136
Ufficio Informativa Finanziaria	Alessandra Mastrota	:	06 47026145

InformativaFinanziariaDivisioneCorporate@bnlmail.com

---

Aut. Trib. Roma n° 317/01 del 11/07/2001

Direttore responsabile: Virgilio Iafrate

**Attenzione:** Il presente documento è finalizzato a fornire un'informativa a carattere generale sui principali avvenimenti del mercato finanziario. L'informativa è predisposta sulla base di dati diffusi dalle principali fonti di mercato al momento della pubblicazione, suscettibili di variare con estrema rapidità. BNL si limita a riprodurre tali dati senza alterarne il loro contenuto e, pertanto, BNL non è in alcun modo responsabile della veridicità, completezza, aggiornamento e attendibilità dei dati e delle indicazioni riportate nel presente documento. I contenuti del documento e le eventuali strategie suggerite non costituiscono raccomandazione o sollecitazione all'investimento e prescindono da specifiche esigenze finanziarie del singolo investitore e da eventuali interessi, diretti o indiretti, del Gruppo BNL che potrebbero sussistere in relazione agli strumenti finanziari e alle società descritte. Si raccomanda pertanto agli investitori di contattare il proprio intermediario di fiducia per un'accurata valutazione dell'opportunità, adeguatezza, caratteristiche e profili di rischio degli investimenti che intendono effettuare. La riproduzione, anche parziale, del presente documento, è vietata.