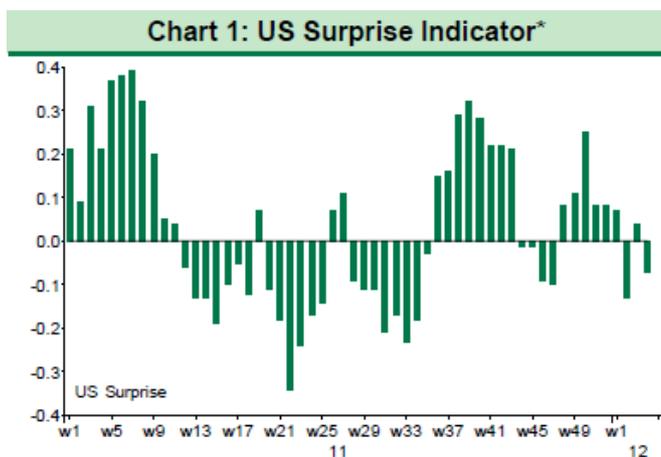


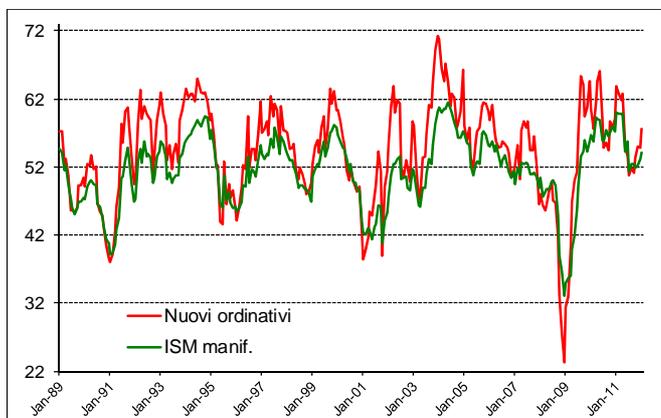
**IL QUADRO MACRO**

**STATI UNITI**

Recentemente i dati americani sono risultati nel complesso al di sotto delle aspettative, come mostra il grafico sotto riportato.

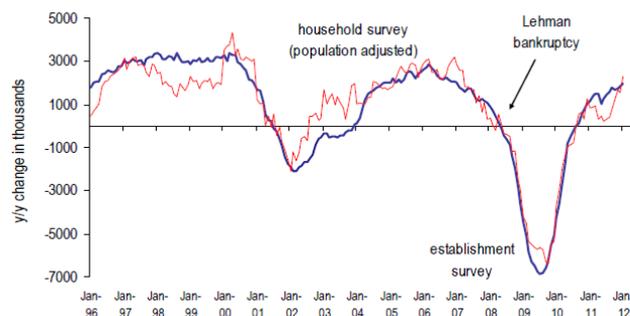


Tuttavia a nostro avviso questo è avvenuto più per un aumento delle aspettative a seguito di dati macro più favorevoli che non per un deterioramento delle statistiche recenti. Infatti anche questa settimana il trend sottostante dell'evidenza macroeconomica è risultato favorevole, semplicemente le aspettative si erano posizionate su livelli elevati e quindi si sono verificate delle parziali delusioni.



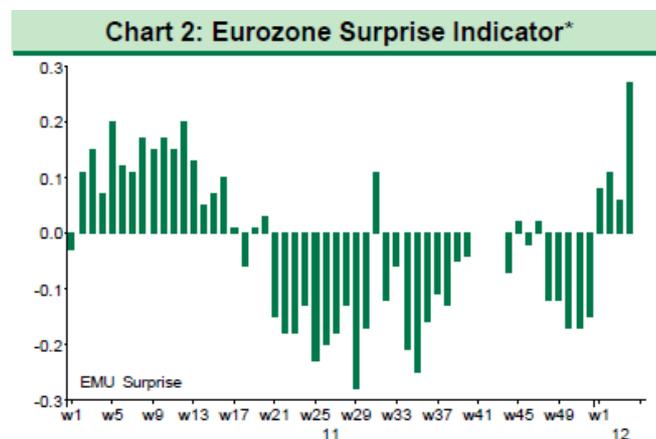
I dati più rilevanti della settimana sono stati quelli relativi alla fiducia degli imprenditori manifatturieri (in progresso anche se al di sotto delle attese) in special modo per quanto riguarda la voce nuovi ordinativi e quelli relativi al mercato del lavoro. Questi ultimi hanno fatto registrare un incremento al di sopra delle attese per quanto riguarda il numero degli occupati ed una discesa superiore al consenso per quanto riguarda il tasso di disoccupazione. Il trend di miglioramento sul mercato del lavoro dovrebbe proseguire anche nei prossimi mesi, grazie anche ad un miglioramento delle condizioni per le piccole e medie imprese.

Annual Growth in Employment (last obs. January 2012)



Source: Bureau of Labor Statistics; Encima Global

**AREA EURO**

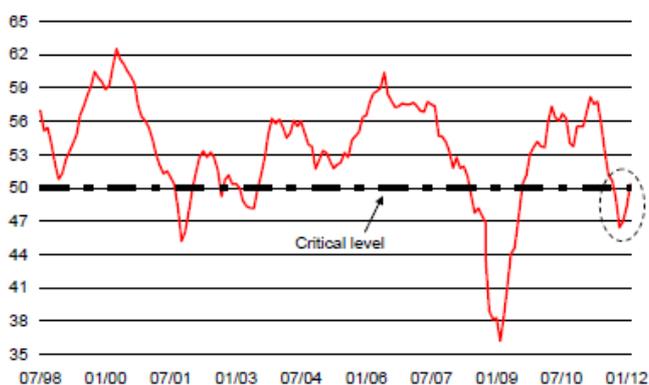


Se per gli USA aspettative eccessivamente “tirate” hanno determinato una flessione del “surprise indicator” anche in presenza di un trend sui dati macro che continua ad essere favorevole, per l’area euro si è avuto il fenomeno opposto. A fronte di aspettative eccessivamente pessimiste l’esito dei dati recenti è risultato superiore alle attese (si veda il grafico riportato) ed in talune statistiche si incomincia ad evidenziare addirittura un punto di svolta, come ad esempio sugli indici PMI.

Strettamente interrelato con le prospettive di crescita è il tema dell’accesso al credito da parte di imprese e famiglie. L’ultimo sondaggio da parte della BCE sul sistema bancario domestico (svolto tra il 19 dicembre ed il 9 gennaio) evidenzia un brusco restringimento della propensione delle banche ad erogare il credito ad imprese e famiglie.

**ACTIVITY IS STABILIZING**

EMU Composite PMI



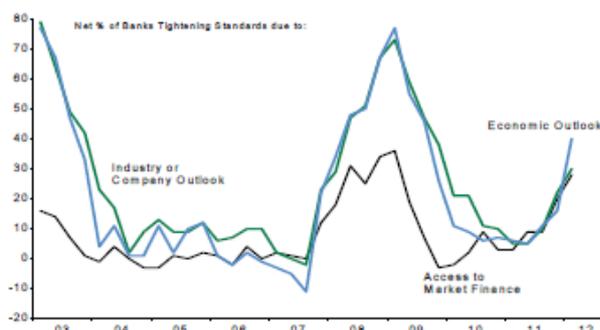
Va però sottolineato che le ragioni per cui le banche stringono i cordoni della borsa sono molteplici ed il “credit crunch” a cui queste sono sottoposte per il problema dei debiti pubblici appare una delle determinanti, anche se non l’unica. Infatti, per il credito alle imprese, la motivazione principale adottata per la stretta è il deterioramento dell’attività economica, ed in misura minore la difficoltà a reperire capitale.

**Chart 3: BLS - Credit Standards for Approval of Loans to Corporates**



Diverso invece il caso per il credito alle famiglie, dove effettivamente il deleveraging ha giocato un ruolo rilevante nella riduzione dei crediti. Se la fase di svolta nei dati macro che stiamo osservando dovesse proseguire vi è la possibilità che una parte dei timori delle banche ad erogare credito possano cessare e che quindi, grazie anche all’ampia liquidità fornita dalla BCE il credito possa tornare a fluire nell’economia.

**Chart 5: BLS - Factors Affecting Credit Standards for Loans to Corporates**



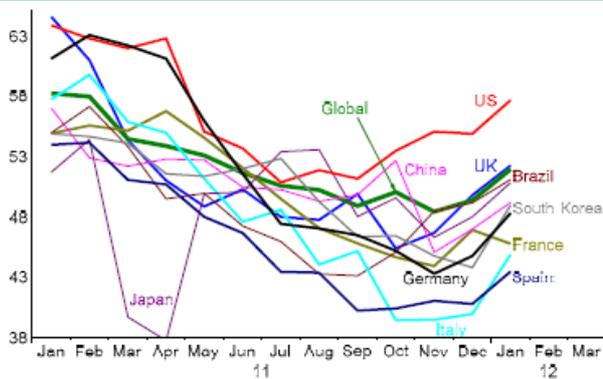
**MERCATI EMERGENTI**

La pubblicazione degli indici PMI relativi al mese di gennaio ha ulteriormente corroborato lo scenario di



ripresa del ciclo economico a livello mondiale. In molti paesi il livello critico di 50, che segna lo spartiacque tra recessione ed espansione, è stato recuperato; dopo le brusche frenate degli indicatori nel mese di novembre e l'altrettanto repentina ripresa nel corso del mese di gennaio, per alcuni paesi emergenti come l'India si inizia a parlare di ripresa a V.

**Chart 3: PMI New Orders Indices**



Source: Reuters EcoWin Pro

In parallelo, l'azione delle Banche Centrali continua ad essere di sostegno alla crescita: in settimana, per esempio, la Russia ha mantenuto i tassi invariati. Alcune note negative giungono dai paesi asiatici maggiormente legati all'export: quest'ultima metrica in Corea a gennaio è risultata in forte contrazione, trainata al ribasso dagli scambi commerciali con l'Europa. Le politiche fiscali si stanno unendo a quelle monetarie nell'azione coordinata di sostegno alla crescita: in Cina le dichiarazioni del Premier a favore di uno stimolo finalizzato alla piccole e medie imprese si unisce al progetto di defiscalizzazione delle stesse di dicembre.

## I MERCATI

### **OBBLIGAZIONI**

BOND	03 feb	27-gen	06-gen	30 dic 11
<b>USA 10Y</b>	1.91	1.89	1.96	1.88
<b>USA 2Y</b>	0.23	0.21	0.26	0.24
<b>GER 10Y</b>	1.89	1.86	1.85	1.83
<b>GER 2Y</b>	0.20	0.19	0.17	0.14
<b>Euribor 3m</b>	1.10	1.14	1.29	1.36
<b>Euro\$ 3m</b>	0.53	0.55	0.58	0.58
<b>Itrax Crossover</b>	579	605	752	755

L'ennesima settimana favorevole per le asset class "di rischio" ha determinato contenute prese di beneficio per quanto riguarda i mercati obbligazionari di qualità quali quello americano e tedesco. Contemporaneamente continua il movimento favorevole di restringimento degli spread sia per quanto riguarda i titoli di Stato periferici (ed in special modo l'Italia) sia per quanto riguarda le obbligazioni societarie europee.

### **AZIONI**

EQUITY	03 feb	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
<b>S&amp;P 500</b>	1337.18	1.58%	4.65%	6.33%
<b>Stoxx 600</b>	263.35	3.11%	6.39%	7.69%
<b>Eurostoxx50</b>	2499.27	2.57%	8.73%	7.89%
<b>Topix</b>	760.69	-0.06%	4.26%	4.40%
<b>FTSE Asia exJp</b>	453.96	1.48%	10.97%	11.97%
<b>FTSE Emer Mkt</b>	529.61	3.67%	13.48%	15.11%
<b>VIX</b>	17.98	-0.55	-2.65	-5.42
<b>V2X</b>	23.70	-0.69	-6.85	-0.35

I dati macroeconomici hanno sostenuto i mercati azionari anche questa settimana portando l'S&P vicino ai massimi dello scorso anno e la VIX vicino ai minimi. A giudicare dalla stagione reportistica negli Stati Uniti, non ci sarebbero motivi per una così elevata euforia. Nonostante le aziende stiano ancora battendo le stime in aggregato sia sui fatturati, sia sugli utili, tali sorprese sono ora solo marginali e molto più contenute rispetto ai trimestri precedenti. Le stime sul primo trimestre del 2012 sono ancora scese di circa il 2,5% da inizio anno e anche sull'anno si sono ridimensionate di circa 1\$,



segno che anche l'outlook delle imprese rimane cauto. Se da un lato i fatturati hanno tenuto abbastanza, ciò che preoccupa è l'andamento dei margini che risultano ormai in contrazione da qualche mese. Infatti, i profitti delle imprese non finanziarie appartenenti all'S&P500, dopo aver toccato il massimo dal 2006 nel secondo trimestre a circa 8,95% sulle vendite, si sono contratti fino all'8,23% dell'ultimo trimestre del 2011 e ciò nonostante una imposizione fiscale favorevole. Una curiosità di questa reporting season è che i dati vengono tutti rivisti escludendo i risultati di Apple che sono stati sorprendentemente buoni e che, dato il peso del titolo nell'indice, avrebbero distorto il trend di fondo.

	Missing	In Line	Beating	% Beating minus % Missing
Q1 2010	18%	15%	67%	49%
Q2	14%	18%	68%	54%
Q3	12%	17%	71%	59%
Q4	20%	16%	64%	44%
Q1 2011	24%	16%	60%	36%
Q2	19%	22%	59%	40%
Q3	33%	20%	47%	14%
Q4	35%	25%	39%	4%

Source: FactSet, UBS \*Within +/- 2%

## VALUTE

### PROSSIMA SETTIMANA

	USA	EMU	EARNINGS
<b>Lunedì 6</b>	i		
<b>Martedì 7</b>			
<b>Mercoledì 8</b>		FR: Business sentiment;	
<b>Giovedì 9</b>	Sussidi alla disoccupazione;	EMU: comitato BCE; UK: comitato BoE.	
<b>Venerdì 10</b>	Fiducia dei consumatori;		

CURRENCY	03 feb	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
EUR / USD	1.3091	-0.6%	2.9%	1.0%
EUR / YEN	100.31	-0.8%	2.3%	0.5%
USD / YEN	76.62	-0.1%	-0.6%	-0.5%

Settimana di relativa stabilità per quanto riguarda le dinamiche valutarie. Dopo aver lambito quota 1,32 su euro sulla scia di una intonazione positiva circa la possibile soluzione dell'impasse greco e sul proseguimento dalla discussione circa il "fiscal compac" la divisa americana ha riguadagnato terreno sospinta, in chiusura di settimana, dai dati favorevoli sul mercato del lavoro.

## MATERIE PRIME

COMMODITY	03 feb	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
OIL	97.04	-2.5%	-4.5%	-1.8%
CRB Index	312.6	-1.6%	1.0%	2.4%
Gold	1745	0.7%	7.9%	10.7%
Silver	33.88	0.1%	17.5%	20.2%
Copper	386	-0.7%	12.3%	12.4%
Gas	2.49	-7.2%	-18.8%	-16.8%

Settimana negativa per l'indice aggregato delle materie prime, trascinato al ribasso dalle componenti energetiche.



### **Movimenti di portafoglio**

Come già avvenuto per le linee Bilanciate la settimana scorsa riduciamo l'esposizione al mercato azionario americano a favore dei Paesi Emergenti. Inoltre sfruttando la fase favorevole per le attività di rischio rendiamo pienamente investita la linea azionaria globale rinunciando alle quote allocate in liquidità a favore del mercato italiano.

### **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.