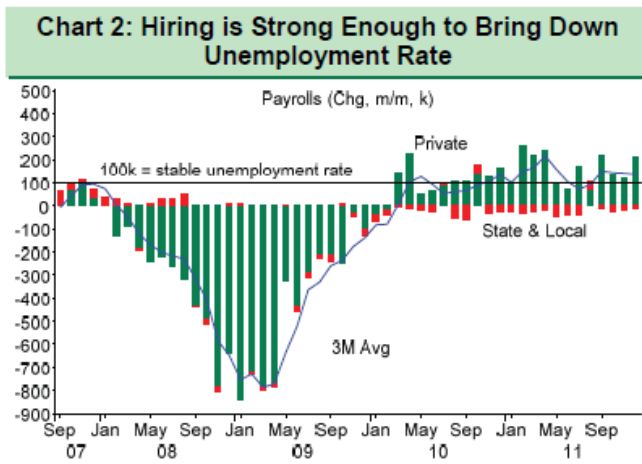


IL QUADRO MACRO

STATI UNITI

Il periodo a cavallo d'anno ha visto il proseguimento del trend favorevole per quanto riguarda i dati macro americani.

Dall'occupazione sono giunte notizie positive da una pluralità di indicatori: è proseguito il trend di discesa delle richieste di sussidi di disoccupazione, sono aumentati oltre la soglia dei 200mila i posti di lavoro generati nell'ultimo mese e si è ridotto il tasso di disoccupazione al 8,2%.



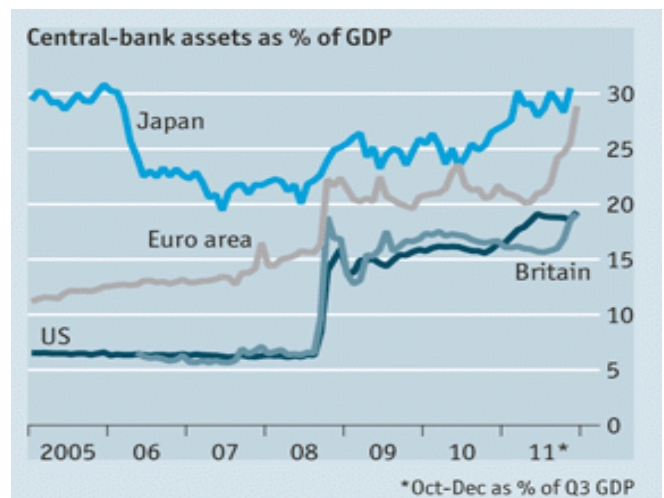
Source: Reuters EcoWin Pro

Questi dati unitamente al miglioramento marginale della fiducia degli imprenditori manifatturieri e alla tenuta dei dati di economia reale di consumi ed investimenti hanno portato il consenso ad ipotizzare una variazione del PIL per Q4 nell'ordine del 3% trimestrale annualizzato. Il PIL americano terminerà quindi l'anno con una progressione sequenziale nei tassi di crescita trimestrali.

Questo dovrebbe creare le condizioni per una crescita dell'economia americana nel corso del 2012 leggermente superiore (+2%) rispetto a quanto verosimilmente è stato messo a segno lo scorso anno (+1.7%).

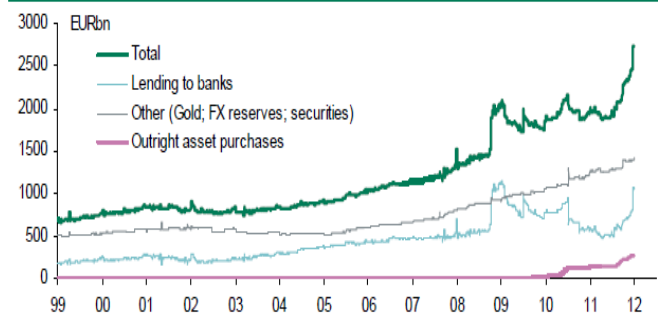
AREA EURO

Nelle due ultime letture mensili gli indicatori di fiducia relativi all'area euro hanno cessato di scendere, evidenziando una modesta risalita verso l'alto. Questo ha alimentato il convincimento di chi crede che la recessione nel nostro Continente sarà tutto sommato modesta e non una ripetizione del crollo del 2008-09.



Se è vero che le politiche fiscali accentueranno in molti paesi il calo dell'attività e anche vero che la BCE sta supportando il sistema finanziario, le banche in particolare, con un'espansione del proprio bilancio senza precedenti, come del resto fatto dalle altre banche centrali.

ECB's balance sheet has surged by 20% in Q411, and by 40% since July 2011



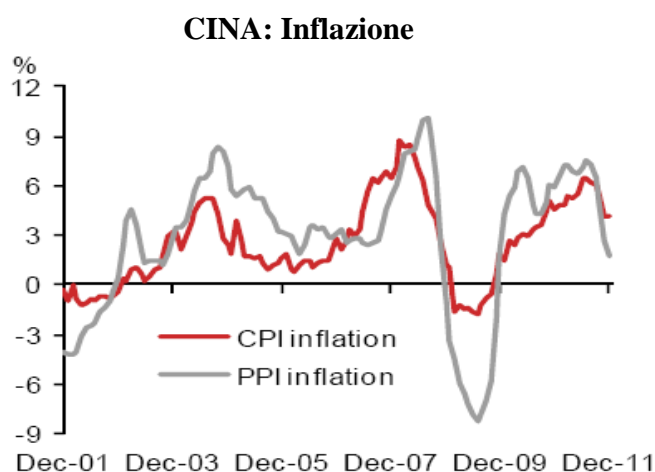
Source: ECB, Crédit Agricole CIB



A fronte di questo “attivismo” della BCE la politica viene percepita come poco efficace nel risolvere i problemi dell’aggregato. Questo è stato il principale rationale che ha portato l’agenzia di rating S&P a downgrade di numerosi paesi della moneta unica. Infatti la critica sembra rivolta più alla mancanza di impegno sul fronte del fondo salva stati che sull’operato della BCE. La misura scontata dai mercati ed anche in un certo senso attesa dalla Francia non sembra aver scosso in modo particolare i mercati.

MERCATI EMERGENTI

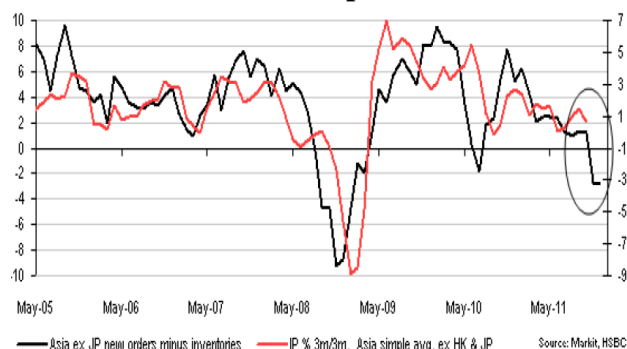
L’inizio del 2012 ha fornito interessanti spunti sui mercati emergenti. Dal punto di vista dei fenomeni monetari, non si registrano novità, ma alcune sostanziali conferme: l’inflazione, soprattutto in Cina, sembra essere definitivamente rientrata sotto controllo, prossima al target del 4% delle autorità monetarie e accompagnata da prezzi alla produzione in deciso ribasso; l’atteggiamento delle Banche Centrali, per cui, è immutato e, mantenendo i tassi invariati (dal Perù alla Polonia, dalla Corea all’Indonesia), accompagna il percorso di moderato rallentamento delle economie.



L’economia reale, invece, continua a dare segni di rallentamento che in qualche area si stanno acutizzando. Se gli indici PMI sono in ripresa e in

alcuni casi nuovamente oltre la soglia di 50 e se in America Latina la progressione delle vendite al dettaglio in Brasile ha rasserenato gli animi, i dati sulle bilance dei pagamenti asiatiche, invece, siano essi quelli di novembre o di dicembre, hanno segnato il passo. La temuta ed attesa frenata dell’export si sta verificando in alcuni paesi e, in questo contesto, il dato cinese merita un approfondimento: in dicembre, infatti, l’aumento del surplus commerciale è stato sostenuto dal mix di tenuta dell’export e di contrazione del ritmo di crescita delle importazioni in particolar modo di quelle dedicate al consumo interno. Questo primo segnale di raffreddamento dell’economia interna ha alimentato le aspettative circa un possibile intervento sui tassi da parte della PBoC, accompagnato anche da politiche fiscali più accomodanti soprattutto rivolte al mercato immobiliare. Il coincidere, quest’anno, del nuovo anno cinese a fine gennaio invece che a fine febbraio come abitualmente succede, dovrebbe sostenere i consumi nel primo mese dell’anno; giusto per dare un’idea della magnitudo dell’evento, il ministero dei trasporti cinese si aspetta di staccare 2,8 miliardi di biglietti del treno in gennaio, per i vari spostamenti della popolazione.

ASIA: componenti PMI



I MERCATI

OBBLIGAZIONI

BOND	17 gen	10-gen	20-dic	30 dic 11
USA 10Y	1.90	1.97	1.92	1.88
USA 2Y	0.22	0.24	0.25	0.24
GER 10Y	1.82	1.88	1.96	1.83
GER 2Y	0.17	0.17	0.21	0.14
Euribor 3m	1.21	1.27	1.42	1.36
Euro\$ 3m	0.56	0.58	0.57	0.58
Itrax Crossover	710	730	774	755

Il periodo a cavallo d'anno ha visto una sostanziale tenuta dei mercati obbligazionari dei paesi sviluppati e movimenti, variegati, di restringimento degli spread dei titoli dei paesi periferici. Il mercato obbligazionario europeo sembra aver retto bene la decisione di S&P di ridurre il merito creditizio di importati paesi come Francia, Italia e Spagna, segno che forse qualcosa nell'umore dei mercati è cambiato. Da segnalare infine il buon avvio d'anno del mercato delle obbligazioni societarie.

AZIONI

EQUITY	17 gen	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
S&P 500	1289.09	-0.23%	3.85%	2.50%
Stoxx 600	254.17	1.34%	6.57%	3.94%
Eurostoxx50	2409.03	2.62%	6.48%	3.99%
Topix	731.53	-0.05%	1.81%	0.40%
FTSE Asia exJp	428.59	2.73%	8.44%	5.71%
FTSE Emer Mkt	489.19	2.16%	7.93%	6.32%
VIX	20.91	0.22	-2.31	-2.49
V2X	27.64	-0.70	-2.69	3.58

I mercati azionari hanno continuato il rimbalzo iniziato nella fase finale dello scorso anno grazie ai primi segni di normalizzazione della situazione europea, e alle rinnovate speranze di uno stimolo all'economia in Cina. Nelle prime due settimane,

infatti, l'S&P, il Dax, e i paesi emergenti guadagnano tra il 2% e il 5%. In Europa, tuttavia, la situazione non è ancora così chiara, visto che accanto alla Germania il cui indice guadagna il 4% circa, la Spagna e l'Italia al contrario partono in territorio negativo. Oltre alle solite questioni riguardanti la crisi dei debiti sovrani, sull'Italia pesa l'aumento di capitale di Unicredit, che perde più del 25% da inizio anno, mentre il Dax beneficia della forte esposizione ai titoli delle auto e dei chimici. Grazie all'esposizione internazionale, questi titoli si avvantaggiano in una fase di debolezza dell'Euro e sono ben posizionati per beneficiare della crescita dei paesi emergenti. In questo contesto, tuttavia, è da sottolineare la performance dei titoli retail (-5,5%), trascinati al ribasso dai risultati deludenti di Tesco che ha visto le sue vendite calare del 2,3% nel periodo natalizio e che ha anticipato che i profitti saranno "minimi" a livello globale nel 2012. Il 2012 è cominciato anche con una serie di società che hanno annunciato tagli al personale come RBS che ha in programma di chiudere alcune delle attività di Investment Banking, o Vestas che ha intenzione di chiudere una fabbrica per ridurre i costi o ancora Air France – KLM che vuole congelare i salari e bloccare le nuove assunzioni.

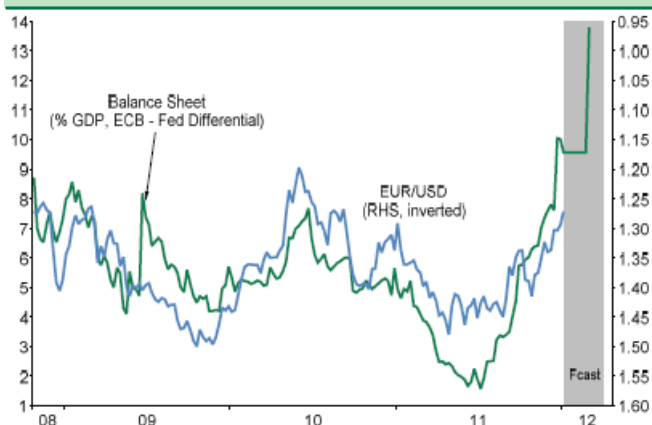
Negli Stati Uniti la stagione reportistica è iniziata con i risultati di JPM che, sebbene in linea con le attese, hanno evidenziato un crollo del 23% degli utili a causa di minori commissioni nella divisione investment bank e guadagni in discesa nella parte trading. A livello aggregato le attese degli utili sullo S&P hanno continuato a scendere e si attestano ora in area 97\$ per il 2011 e 107\$ per il 2012. La crescita attesa del 10%, seppur non elevata in termini assoluti, sembra ancora troppo ottimista in relazione alla congiuntura economica e al fatto che gran parte di essa dovrebbe derivare da un'espansione dei margini già attualmente a livelli di picco.



VALUTE

CURRENCY	17 gen	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
EUR / USD	1.2797	0.1%	-2.2%	-1.3%
EUR / YEN	98.07	-0.1%	-3.7%	-1.6%
USD / YEN	76.64	-0.3%	-1.6%	-0.4%

Chart 1: LTRO Presents Downside Risk to the Euro



Il trend di rafforzamento del dollaro rispetto all'euro è proseguito anche nelle prime settimane del nuovo anno. I temi citati dai commentatori, entrambi sottoscrivibili, nello spiegare la dinamica del cambio sono sostanzialmente due: in primo luogo il differenziale di crescita economica che si sta delineando a favore degli USA, ed in secondo luogo, come mostrato nel grafico riportato, la

diversa azione delle banche centrali (FED e BCE) nell'espandere con tempistiche diverse il proprio bilancio. Sul mercato dei cambi in questa fase questi due temi sembrano aver perso il sopravvento rispetto all'analisi del differenziale dei tassi.

MATERIE PRIME

COMMODITY	17 gen	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
OIL	100.74	-1.5%	3.6%	1.9%
CRB Index	307.7	-2.5%	2.0%	0.8%
Gold	1663	1.9%	2.9%	6.3%
Silver	30.46	1.6%	3.0%	9.4%
Copper	375	6.7%	11.2%	9.2%
Gas	2.55	-13.4%	-18.5%	-14.8%

Settimana negativa per le materie prime, con perdite significative per le componenti energetiche e recuperi sui metalli preziosi. Bene anche il rame le cui quotazioni sono solitamente associate alle prospettive di crescita economica.

PROSSIMA SETTIMANA

	USA	EMU	EARNINGS
Lunedì 16			
Martedì 17		GE: indice fiducia ZEW; EMU: inflazione;	
Mercoledì 18	Prod. Industriale; fiducia settore immobiliare;	EMU:	
Giovedì 19	Sussidi alla disoccupazione; inflazione; permessi alla costruzione.	EMU:	
Venerdì 20		EMU:	



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.