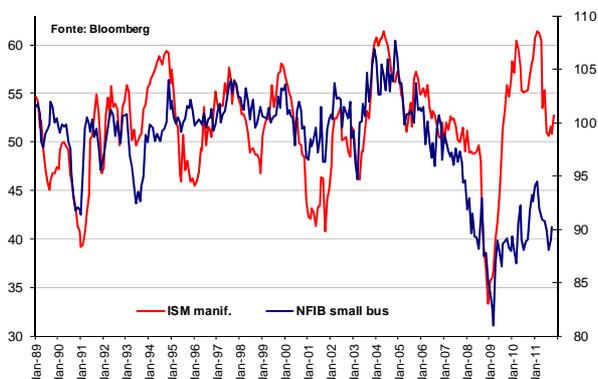


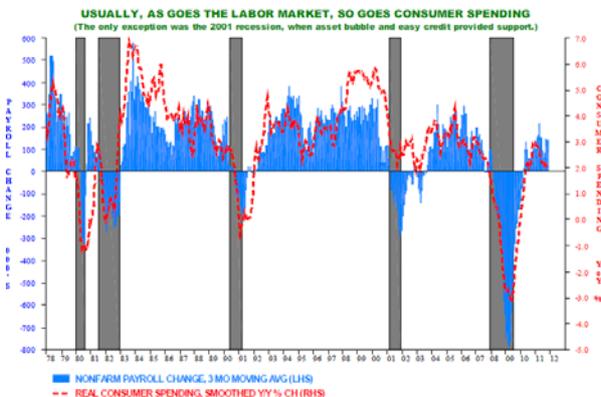
IL QUADRO MACRO

STATI UNITI

In un contesto internazionale dove le tensioni in Europa e le possibili ricadute a livello mondiale di una recessione nel vecchio continente continuano a dominare la scena, è opportuno comunque segnalare i modesti progressi fatti registrare dall'economia USA.



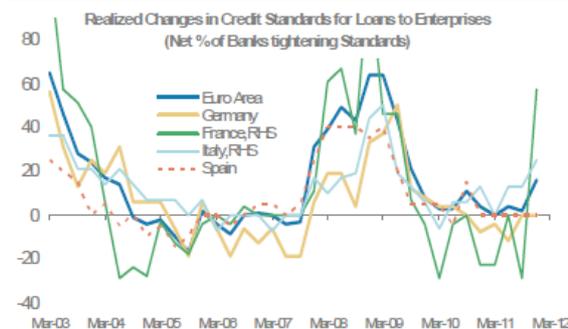
La fiducia degli imprenditori manifatturieri è risultata in aumento ad un passo superiore alle aspettative, mentre i dati sul mercato del lavoro, seppur non uniformemente al di sopra delle attese, hanno continuato ad evidenziare un'economia in grado di generare occupazione.



In conclusione quindi valgono le considerazioni già espresse nelle scorse settimane riguardo alle prospettive dell'economia USA. Per il quarto trimestre le aspettative sono per una crescita tra l'1,5% ed il 2,5%, con addirittura la possibilità ventilata da alcune case di investimento che la variazione possa toccare il 3%. Allo stato attuale le incertezze maggiori sono concentrate sull'avvio del 2012 in quanto non vi è chiarezza sul rinnovo o meno delle misure di sostegno ai redditi delle famiglie e agli investimenti. Il dibattito tra Repubblicani e Democratici è in corso ed è difficile fare previsioni. Tuttavia anche nel caso in cui le misure non vengano rinnovate è possibile prevedere una crescita nulla dell'economia USA e non necessariamente una variazione negativa per i prossimi trimestri.

AREA EURO

Exhibit 3
Credit Standards Are Being Tightened Across EMU

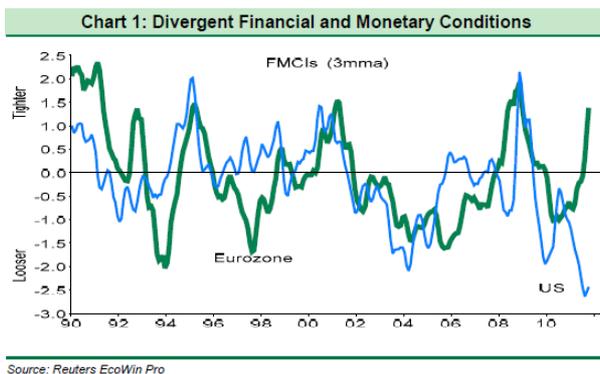


Source: ECB, NCBs, Morgan Stanley Research

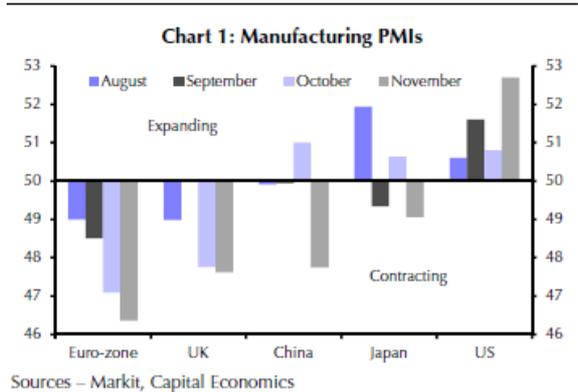
Fino ad ora la crescita dell'area euro è stata rallentata principalmente dal calo di fiducia registrato tra imprenditori e famiglie. Con il passare del tempo i canali di trasmissione degli effetti della crisi sui debiti pubblici si rendono via via più manifesti. Uno di questi, se non il principale, è la restrizione del credito operata dal settore bancario all'economia reale.



Come mostra il grafico sopra riportato tutti i paesi dell'area euro ne sono colpiti, ma su Francia ed Italia il fenomeno sembra essere più accentuato, proprio in virtù delle pressioni del mercato a cui sono sottoposti i due sistemi bancari. Questo stato di cose unitamente a quanto avviene sui mercati finanziari sta determinando un brusco peggioramento delle condizioni monetarie complessive, come mostra il grafico sotto riportato.



Come si vede, in Europa siamo ad un livello di stress simile a quanto osservato nella crisi del 2008, mentre il contesto risulta alquanto differente negli USA, dove lo sforzo delle autorità americane (FED in primis) riesce a indirizzare a supporto dell'economia le dinamiche monetarie e dei mercati finanziari (tassi bassi, dollaro debole e Borsa in tenuta).



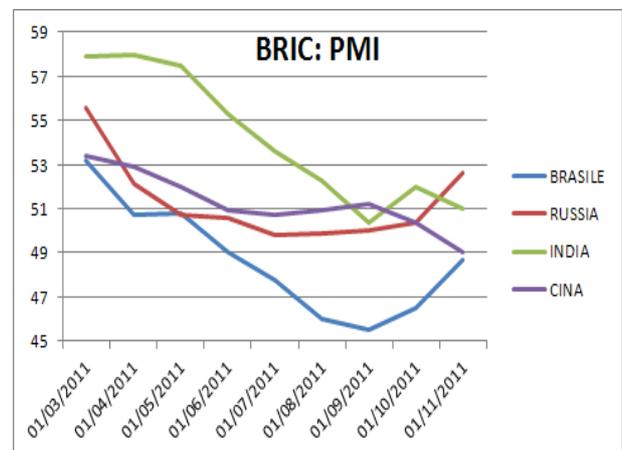
Sul fronte delle misure politiche che i leader europei dovranno prendere per contrastare la crisi non si segnalano fatti concreti di rilievo, ma dichiarazioni incoraggianti dalle cancellerie tedesca e francese. Anche l'Italia è chiamata a

fare la sua parte con le misure di risanamento dei conti pubblici e di sostegno alla crescita.

ASIA

La settimana dei PMI manifatturieri nei paesi emergenti ha tratteggiato luci ed ombre. La forte ripresa di Brasile e Russia (quest'ultima costantemente al di sopra di 50 punti) ha offuscato la stabilizzazione del dato indiano e soprattutto il lieve peggioramento della situazione cinese. Si tratta per ora di poca cosa, però la lettura ufficiale del PMI a 49 ha deluso gli investitori le cui aspettative si posizionavano per un dato più vicino alla soglia di 50. Lo scenario è sempre compatibile con forti crescite del Pil che però si avvicinano maggiormente all'8% più che al 9% (media storica degli ultimi 30 anni). Prontamente le autorità cinesi stanno rispondendo con azioni fiscali e monetarie atte a sostenere i livelli storici di crescita.

Indici di fiducia PMI



Nel contempo l'azione di stimolo dell'economia da parte della politica monetaria e fiscale si è fatta sentire anche in settimana. Se le principali sei Banche Centrali mondiali sono intervenute sul dollaro, la Cina, nella stessa giornata ha abbassato i tassi relativi alle riserve bancarie, liberando crediti all'economia, mentre durante le rispettive riunioni le autorità monetarie in Brasile, Filippine e Messico hanno mantenuto i tassi invariati. Per quanto riguarda la politica fiscale, da segnalare l'iniziativa carioca che ha



reintrodotto (come già fece nel 2009) alcune defiscalizzazioni per i beni di consumo e per i crediti al consumo oltre ad azzerare alcune tasse sugli investimenti esteri. La prossima settimana, con la pubblicazione dei dati relativi a produzione industriale e vendite al dettaglio, avremo modo di saggiare più nel dettaglio lo stato di salute dell'economia cinese e di quella brasiliana con il Pil del terzo trimestre.

I MERCATI

EQUITY

EQUITY	02 dic	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
S&P 500	1244.58	7.41%	-0.69%	-1.04%
Stoxx 600	240.94	8.76%	0.49%	-12.64%
Eurostoxx50	2353.34	11.47%	2.70%	-15.74%
Topix	744.14	5.31%	-1.05%	-18.01%
FTSE Asia exJp	424.86	9.51%	-2.99%	-14.03%
FTSE Emer Mkt	481.98	9.48%	-2.48%	-17.58%
VIX	27.41	-7.06	-2.75	9.66
V2X	34.74	-6.08	-6.76	10.68

La settimana appena conclusa è stata una delle migliori degli ultimi tempi per i mercati azionari di tutto il mondo. Ai livelli attuali il mercato americano è invariato da inizio anno o addirittura di qualche punto positivo se misurato sull'indice Dow Jones. Ciò è sorprendente se lo si mette in un contesto in cui l'Europa sta sperimentando la peggior crisi nella sua storia, le attese di crescita economica si sono ridimensionate notevolmente e con esse anche le stime di crescita degli utili sia per quest'anno sia per il prossimo. Certo la volatilità è stata molto elevata e alcuni indici azionari europei e dei paesi emergenti hanno perdite che si avvicinano o superano il 20%. Lo stesso S&P è giù dell'8% dai massimi di maggio. È questa la "new normal" come la definisce Bill Gross o è una situazione straordinaria destinata a regolarizzarsi? Gli

stessi broker che in questi giorni stanno pubblicando le loro previsioni per il prossimo anno faticano a dare delle indicazioni di investimento preferendo rimanere neutrali. UBS, per esempio, nonostante osservi che le valutazioni dei mercati azionari siano molto contenute, che il premio per il rischio sia ai massimi storici e che il livello dei margini, per quanto molto elevato, sia sostenibile, non se la sente di consigliare di stare sovrappeso. Questo in parte perché riconosce che le attese degli analisti sugli utili per il 2012 siano troppo elevate, soprattutto in considerazione del fatto che sono quasi tutte giustificate da un incremento dei margini che sono già sui massimi storici. Ma più in generale perché pensa che il periodo che stiamo attraversando sia dominato da bassa crescita, bassa inflazione e bassi tassi di interesse, che la regolamentazione stia aumentando, che la politica avrà un ruolo decisivo nell'economia e che i prezzi delle commodities continueranno a rimanere elevati. I mercati continueranno ad essere influenzati dall'umore degli investitori che manterrà la volatilità elevata (risk on / risk off). In questo contesto, secondo UBS, è giusto che il premio per il rischio rimanga elevato e le valutazioni basse e nonostante i mercati emergenti siano da preferire nel lungo periodo, la loro volatilità nel breve induce a rimanere cauti anche su quell'area. Il mercato europeo, inoltre, non è così a sconto come direbbero i multipli dei P/E sugli indici, perché a livello settoriale tale relazione non è altrettanto evidente. Quindi meglio il mercato americano e tra i settori la tecnologia, i consumi non ciclici, i farmaceutici e in generale le aziende di qualità caratterizzate da una crescita consolidata e possibilità di aumentare i dividendi e i buy back.

BOND



BOND	02 dic	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
USA 10Y	2.11	1.96	2.03	3.29
USA 2Y	0.26	0.27	0.22	0.59
GER 10Y	2.17	2.26	1.82	2.96
GER 2Y	0.30	0.46	0.40	0.86
Euribor 3m	1.47	1.48	1.49	1.01
Euro\$ 3m	0.53	0.52	0.44	0.30
Itrax Crossover	756	842	713	437

Le dinamiche più rilevanti sul mercato obbligazionario hanno riguardato i significativi restringimenti degli spread tra i rendimenti a scadenza dei titoli governativi di Italia, Spagna e Francia e l'omologo tedesco. La motivazione di questa minore avversione al rischio è dovuta, più che a fatti concreti, alla percezione tra gli operatori che i policymakers europei stiano per raggiungere un'intesa di massima sulle nuove regole di politica fiscale comune volte ad evitare il ripetersi degli eventi che ci hanno portato all'attuale crisi. Nell'ipotesi dei mercati, una volta trovato l'accordo sulle regole che dovrebbero portare alla creazione di un'unione fiscale, dovrebbe essere più agevole per i paesi forti (Germania) accettare le misure tampone che governi e BCE devono mettere in atto per evitare che la sfiducia ed il panico raggiungano livelli tali da compromettere la tenuta stessa dell'euro. Di qui il rally di questa settimana sui titoli periferici, dopo che si erano raggiunte tensioni sui tassi di interesse (interbancario compreso) che non si erano più viste se non ai tempi del fallimento di Lehman Brothers.

CURRENCY

CURRENCY	02 dic	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
EUR / USD	1.3500	2.0%	-2.1%	1.0%
EUR / YEN	105.15	2.2%	-2.5%	-3.1%
USD / YEN	77.89	0.2%	-0.3%	-4.1%

Le sei principali banche centrali occidentali hanno reso meno stringenti le condizioni per l'accesso alla liquidità in dollari per le banche. La Fed, la BoE, la Swiss National Bank, la Bank of Canada, la BoJ e la ECB hanno rafforzato la propria azione concertata di iniezione di liquidità in dollari

Spread titoli governativi Vs Bund

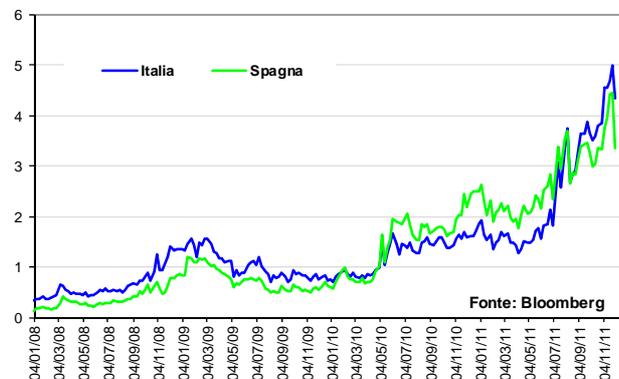
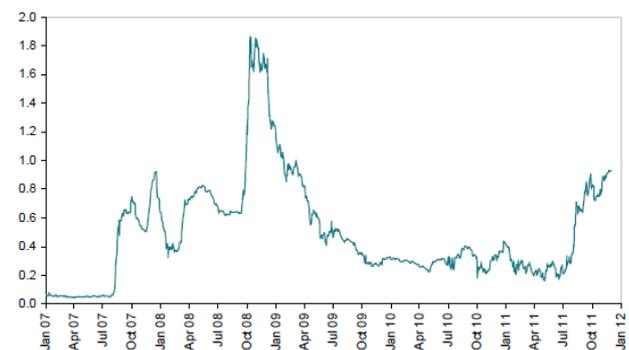


Figure 4: The stress on the interbank market is at levels comparable to the period prior to the failure of Lehman

Euribor-OIS spread



Source: Bloomberg

attraverso gli USD liquidity swap. La BCE si è impegnata a offrire liquidità in dollari ad una settimana ed a tre mesi ad un tasso di 50bps superiore all'Overnight Index Swap (OIS), rispetto al precedente tasso di 100 bps superiore all'OIS. Allo stesso tempo, sono stati stretti accordi bilaterali per fornire liquidità in divise quali EUR, JYN, CHF, GBP e CAD. Il punto positivo di questo annuncio è che si tratta di un approccio coordinato che include un impegno temporale. Le banche centrali hanno convenuto di mantenere l'attuale sistema sino a febbraio 2013, aumentando così la visibilità delle loro intenzioni. A determinare l'azione



concertata è il timore che lo stress di liquidità in dollari potrebbe trasmettere la crisi dell'Area Euro al sistema bancario internazionale. Infatti il costo del finanziamento in dollari è recentemente esploso, in particolare a seguito dell'operato di molti fondi monetari Usa, che hanno ridotto la propria esposizione alle banche europee. Tutto ciò ha penalizzato le banche a livello internazionale, dato che tutti gli istituti bancari si sono visti ridurre l'accesso alla liquidità denominata in valute straniere. L'annuncio dovrebbe contribuire a limitare la diffusione dello stress dall'Area Euro alle banche non-europee.

Il costo della liquidità in dollari sui tassi swap a 3 mesi



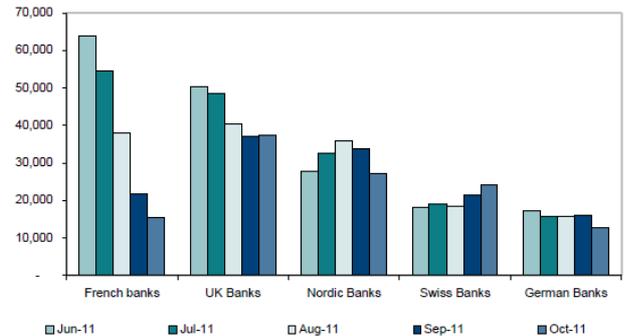
COMMODITIES

COMMODITY	02 dic	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
OIL	100.64	4.0%	6.8%	10.1%
CRB Index	314.5	3.0%	-1.9%	-5.5%
Gold	1752	4.3%	-0.3%	23.5%
Silver	33.21	6.9%	-3.0%	7.5%
Copper	358	9.6%	0.5%	-19.3%
Gas	3.59	1.5%	-5.0%	-18.4%

PROSSIMA SETTIMANA

	USA	EMU	EARNINGS
Lunedì 5	ISM non manifatturiero	Vendite al dettaglio; PIL Q3.	

Figure 2: US money market funds are reducing their exposure to European banks
Exposure of the six largest US money market funds to European banks (USDm)



Source: BIS

Quanto sopra esposto spiega perché la valuta europea a seguito dell'annuncio si è decisamente rafforzata sul dollaro.

L'indice aggregato CRB delle materie prime è risultato in aumento, trascinato dalle componenti più cicliche.

Martedì 6			
Mercoledì 7	Ordinativi beni durevoli;		
Giovedì 8		Comitato mensile BCE.	
Venerdì 9	Fiducia consumatori;		

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.