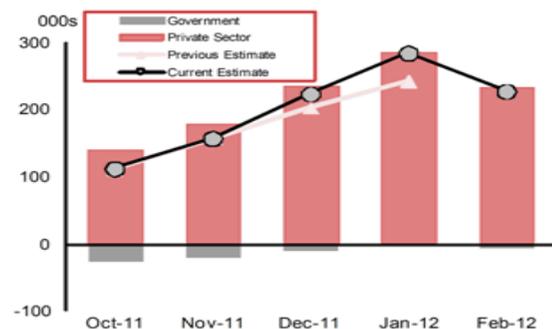


IL QUADRO MACRO

STATI UNITI

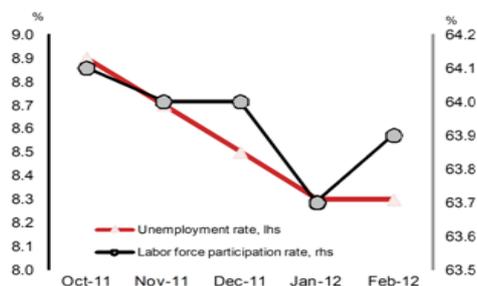
Fig. 1: Nonfarm payrolls



Source: BLS; Nomura Global Economics

Le statistiche macro più rilevanti della settimana sono state quelle relative al mercato del lavoro.

Fig. 2: Unemployment and labor force participation



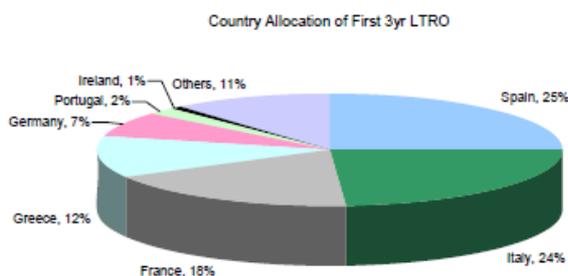
Source: BLS; Nomura Global Economics

L'esito del sondaggio è stato nel complesso favorevole, con una creazione di occupati superiore alle attese, revisioni al rialzo dei dati precedenti e tenuta del tasso di disoccupazione dopo i vistosi ribassi dei mesi scorsi. Il dato che però va evidenziato maggiormente è l'aumento del tasso di partecipazione dal 63.7% al 63.9% ovvero il fatto che il miglioramento del contesto sta invogliando i cittadini americani a mettersi alla ricerca di un lavoro (e questo mese tutti coloro che lo hanno fatto sono stati assunti), riducendo l'insieme di coloro che si sentivano talmente scoraggiati dalla

crisi da non provare neppure a cercarne uno. Unico dato negativo delle statistiche occupazionali il progresso sotto le attese delle retribuzioni orarie.

AREA EURO

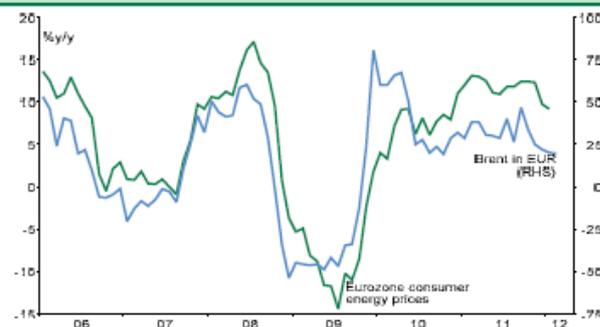
Chart 1: December's LTRO Allocation by Country



Source: National Central Banks, ECB

Per l'area euro questa settimana non si segnalano statistiche rilevanti. L'evento più importante è stato il comitato mensile dalla BCE. Draghi ha definito l'ultima asta a 3 anni un indiscutibile successo aggiungendo che tale azione ha ridotto il rischio di un evento estremo negativo sul sistema bancario europeo.

Chart 1: Oil and Euro Energy Prices



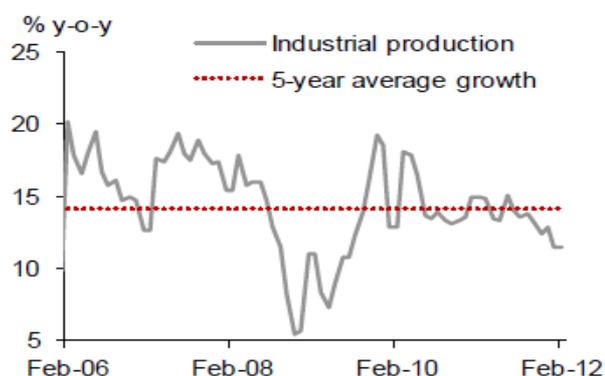
Source: Reuters EcoWin Pro

Queste considerazioni, unitamente ad un tono di maggior preoccupazione per la dinamica al rialzo



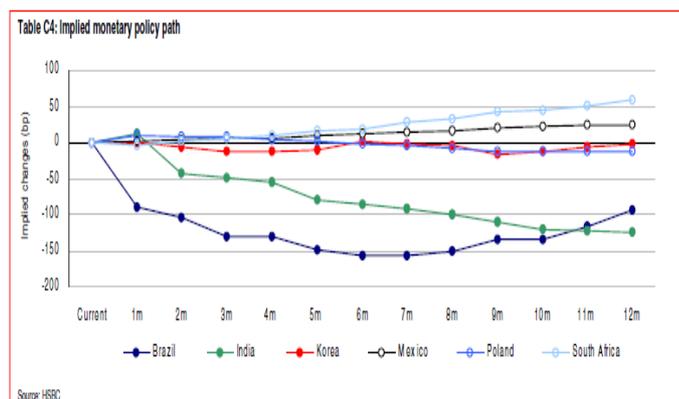
dell'inflazione, dovuta al caro petrolio, ci fanno ipotizzare che non vi saranno a breve nuove misure di politica monetaria convenzionali (riduzione dei tassi) e non convenzionali (espansione del bilancio).

ASIA & MERCATI EMERGENTI



E' stata una settimana decisamente ricca di dati economici sui mercati emergenti, dati che in alcuni casi hanno sorpreso i mercati. Iniziamo con l'America Latina: in Brasile la produzione industriale a gennaio è risultata di gran lunga inferiore alle aspettative (-2,1% vs -0,8%) tanto che nella riunione della Banca Centrale è stata decisa una marcata diminuzione dei tassi ufficiali di 75 bp, portandoli al 9,75% rispetto al consensus che si posizionava al 10%. La frenata dell'economia brasiliana è un dato di fatto, e le autorità monetarie, nel prenderne atto, stanno agendo di conseguenza. A questo proposito la pubblicazione delle minute della riunione la prossima settimana potrà offrire spunti interessanti sulle aspettative delle autorità monetarie brasiliane. In Asia si sta materializzando lo stesso scenario: in Cina se a inizio settimana la revisione al ribasso dei target di crescita per il 2012 da parte del governo (pil +7,5%) aveva preoccupato, queste preoccupazioni sono diventate realtà con la pubblicazione delle vendite al dettaglio e della produzione industriale in febbraio, entrambe al di sotto delle aspettative. Solo la concomitante statistica sui prezzi al consumo, anch'essi in forte

frenata al 3,2% (ampiamente al di sotto della soglia obiettivo del 4%), ha contribuito a rasserenare lo scenario di frenata dell'economia, accompagnato però da dinamiche inflazionistiche sotto controllo e per cui foriero di ampio potenziale di intervento da parte sia delle autorità monetarie che di quelle fiscali (già in settimana alcuni esponenti governativi hanno caldeggiato revisioni fiscali per sostenere i consumi ad esempio dei beni di lusso).



Nel resto dell'Asia hanno tenuto banco le riunioni delle Banche Centrali in Corea del Sud e in Indonesia (che hanno mantenuto i tassi invariati). Con un tempismo che ha sorpreso tutti, invece, l'India, ha abbassato la riserva obbligatoria delle banche commerciali, portandola al 4,75%. In questo modo dovrebbe liberare liquidità per sostenere la crescita dei prestiti alle imprese che stanno fronteggiando un'economia in rallentamento. La prossima settimana il panorama economico indiano avrà degli importanti aggiornamenti, con la pubblicazione di produzione industriale, prezzi e con la riunione della Banca Centrale.

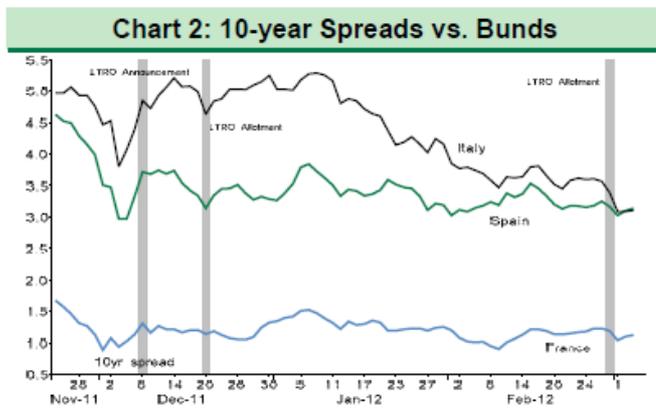


I MERCATI

OBBLIGAZIONI

BOND	09 mar	02-mar	10-feb	30 dic 11
USA 10Y	2.01	1.97	1.99	1.88
USA 2Y	0.31	0.27	0.27	0.24
GER 10Y	1.80	1.80	1.91	1.83
GER 2Y	0.17	0.16	0.24	0.14
Euribor 3m	0.89	0.95	1.06	1.36
Euro\$ 3m	0.47	0.48	0.51	0.58
Itrax Crossover	574	573	597	755

In settimana si è avuta forse la prima vera correzione delle attività di rischio da inizio anno. Tuttavia anche in un contesto di maggiore volatilità lo spread dei nostri titoli a dieci anni si è mantenuto in prossimità dei 300 p.b., segno che il sostegno dato dalla BCE con l'asta a tre anni e le misure prese dal nostro governo hanno costituito un argine sufficiente a isolare il mercato italiano dalla turbolenza internazionale. Inoltre il maggior rigore del nostro esecutivo rispetto al comportamento della controparte spagnola, meno disposta ad applicare il rigore fiscale, ha permesso ai nostri BTP di trattare a tassi inferiori a quelli spagnoli. Per quanto riguarda i mercati obbligazionari di elevato standing creditizio, come quello tedesco ed americano non si segnalano movimenti di rilievo.



Source: Reuters EcoWin Pro

AZIONI

EQUITY	09 mar	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
S&P 500	1365.91	-0.27%	1.73%	8.61%
Stoxx 600	264.12	-1.16%	1.10%	8.01%
Eurostoxx50	2507.49	-1.52%	1.08%	8.24%
Topix	848.71	1.30%	8.94%	16.48%
FTSE Asia exJp	458.80	-1.70%	0.87%	13.16%
FTSE Emer Mkt	532.72	-2.02%	1.46%	15.78%
VIX	17.95	66.00%	-2.84	-5.45
V2X	24.20	1.64	-3.18	0.14

In questa settimana abbiamo avuto la prima vera correzione, da inizio anno, sui mercati sviluppati, innescata dalle preoccupazioni sugli esiti dell'adesione allo swap sui titoli greci. Al termine della settimana i dati sono poi risultati positivi, con circa il 86% dei privati che ha aderito. Inoltre, il Ministro delle finanze greco ha anticipato che per i bond emessi sotto la legislazione greca verranno attivate le CAC (*collective action clauses*) ovvero le clausole che permettono di "forzare" all'adesione anche i privati che non lo hanno fatto volontariamente. Per i bond emessi sotto legislazioni estere il processo sarà invece molto più complesso e dovrà essere condotto necessariamente emissione per emissione. Nel complesso però le prime indicazioni, proprio del Ministro delle finanze greco, sono per un tasso di scambio finale (con l'attivazione delle CAC) che dovrebbe superare il 95%. Affrontato questo nuovo importante ostacolo nel tortuoso processo di supporto al governo ellenico i mercati sono tornati a essere guidati dal flusso di dati macro che si mantiene moderatamente costruttivo e dall'ingente liquidità a vario titolo immessa nel sistema finanziario dalle principali banche centrali (FED, BCE, BoE e BoJ), che sono in politica espansiva in contemporanea (anche se non coordinata). Nell'area euro il principale effetto delle iniezioni di liquidità effettuate dalla BCE attraverso le due aste a 3 anni alle banche – LTRO – come sottolineato nuovamente dallo stesso Draghi ieri durante la conferenza stampa successiva alla riunione di politica monetaria, è quello di aver ridotto enormemente il "rischio di coda" sui mercati, ovvero del fallimento di qualche banca per crisi di liquidità.



Gli ulteriori effetti di stimolo alla crescita sono attesi nelle settimane a venire e potranno essere valutati dalla dinamica del credito delle banche all'economia attraverso la crescita dell'aggregato monetario M3. Rimane comunque vero che un primo effetto positivo sull'economia arriverà dalla contrazione degli spread sul debito italiano, parametro di riferimento per il costo del denaro che le banche prestano alle imprese e alle famiglie.

Ridotto il rischio sistemico e fatto questo ulteriore progresso nel processo di salvataggio della Grecia, i mercati potrebbero rimanere ben supportati dai dati macro, con probabilità di significative correzioni legate quasi esclusivamente a eventuali shock esogeni. In questo senso i principali rischi che potrebbero derivare nelle prossime settimane sono rappresentati da i) tensioni geopolitiche in medio-oriente (Iran), ii) rallentamento della crescita cinese maggiore del previsto e iii) un nuovo inasprimento della crisi nell'area Euro. A quest'ultimo proposito vale la pena di ricordare che nel mese di marzo i leader dei paesi euro dovranno discutere del possibile ampliamento del *fire-wall* ovvero delle risorse a disposizione dell'ESM per gli aiuti ai paesi periferici in difficoltà. Questo tema era già in agenda nel meeting di inizio marzo ma è stato rimandato per mancanza di accordi preliminari.

Se le economie emergenti stanno vivendo un periodo molto delicato di rallentamento economico, accompagnato, fortunatamente, da letture dell'inflazione che sono assolutamente sotto controllo e quindi da un atteggiamento delle autorità monetarie, ma anche fiscali, di sostegno, i mercati azionari hanno momentaneamente segnato il passo. Complice anche la componente valutaria (il real brasiliano, ad esempio, ha perso circa il 2% dopo l'abbassamento dei tassi ufficiali) i principali mercati azionari emergenti hanno fatto registrare performance negative in linea con i mercati

sviluppati. I flussi, ancora fortemente positivi da inizio anno, ma soprattutto le valutazioni, 10,5x gli utili prospettici per i prossimi 12 mesi, continuano ad essere di sostegno all'investimento in queste aree.

VALUTE

CURRENCY	09 mar	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
EUR / USD	1.3230	0.1%	0.3%	2.1%
EUR / YEN	108.20	0.4%	5.7%	8.4%
USD / YEN	81.78	0.2%	5.4%	6.2%

In coincidenza con l'aumento dell'avversione al rischio di inizio settimana si è avuto un rafforzamento del dollaro rispetto all'euro. Tale dinamica si è successivamente capovolta, allorché ad una maggiore vivacità delle attività di rischio si è associato un rafforzamento della valuta europea.

MATERIE PRIME

COMMODITY	09 mar	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
OIL	106.84	0.1%	8.3%	8.1%
CRB Index	316.0	-1.6%	1.2%	3.5%
Gold	1700	-0.6%	-1.2%	7.9%
Silver	33.87	-2.7%	0.6%	20.2%
Copper	381	-2.1%	-1.2%	11.1%
Gas	2.30	-7.6%	-7.3%	-23.2%

Settimana negativa per l'indice della materie prime, con calo generalizzati su tutti i principali comparti.

PROSSIMA SETTIMANA

	USA	EMU	EARNINGS
Lunedì 12			EU: Pirelli



Martedì 13	Fiducia piccole imprese, vendite al dettaglio, FOMC.	GER: ZEW.	
Mercoledì 14		EMU: inflazione.	EU: E.On
Giovedì 15	Sussidi alla disoccupazione		EU: ISP
Venerdì 16	Inflazione, 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.