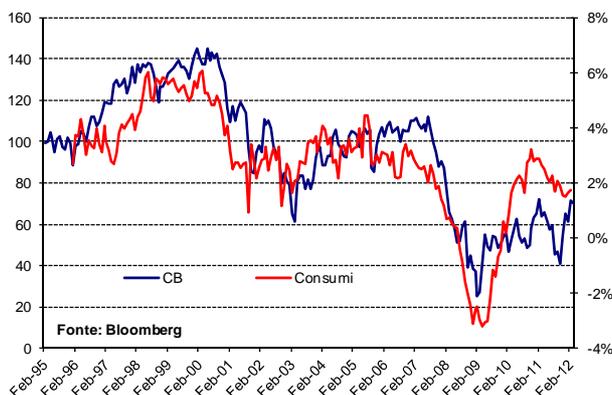
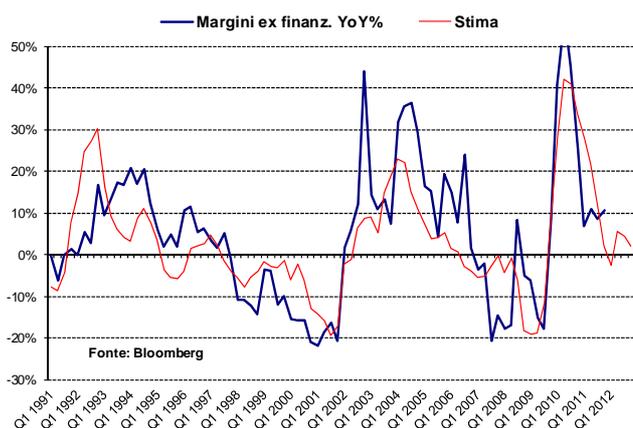


IL QUADRO MACRO

STATI UNITI



Settimana ricca di statistiche macro, soprattutto per quanto riguarda l'economia reale. I dati sugli ordinativi di beni durevoli, dopo alcuni mesi di stagnazione sono risultati in progresso nella lettura di febbraio, rendendo verosimile un contributo positivo degli investimenti per il Q1. Anche per quanto riguarda i consumi delle famiglie si è avuto un progresso, nonostante dinamiche contenute dei redditi da lavoro che al momento non hanno ancora beneficiato dell'aumento degli occupati.

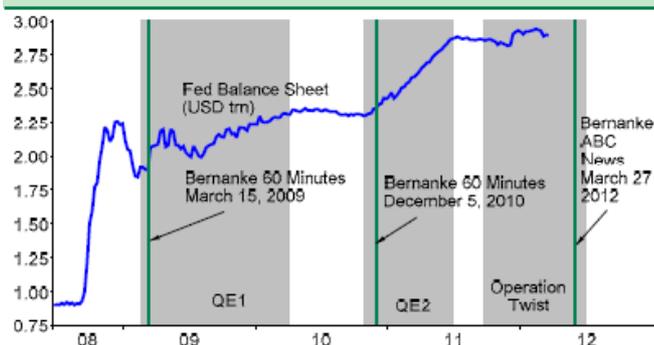


I numeri di febbraio, unitamente alle revisioni dei mesi precedenti dovrebbero portare ad una variazione dei consumi per il Q1 sopra il 2% trimestrale annualizzato (anche ipotizzando un dato

invariato per marzo) avvalorando l'aspettativa di chi ipotizza che il PIL di Q1 possa crescere in un intorno del 2%.

Infine con il rilascio del dato definitivo del PIL del quarto trimestre sono stati resi noti i dati sui profitti di contabilità nazionale e sulle loro determinati. Questi, a differenza degli omologhi relativi alle società quotate nell'indice S&P 500, sono risultati in aumento (in termini nominali) grazie ad un apporto (in entrambi i casi modesto) sia dei margini che dei volumi. Per quanto riguarda i margini, i progressi sono stati resi possibili grazie all'ennesima compressione dei costi (del lavoro e non) che sono riusciti a più che compensare l'altrettanto contenuta contrazione del pricing power delle aziende.

Chart 1: Bernanke and the National TV News



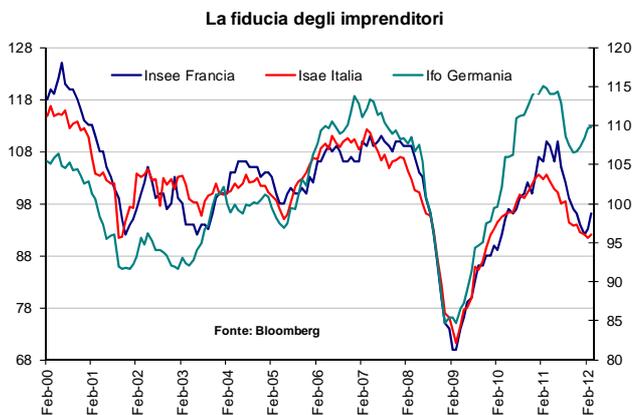
Infine le parole di Bernanke a inizio settimana hanno tranquillizzato i mercati circa la futura condotta della politica monetaria, che rimarrà accomodante, dato che la FED non sembra convinta appieno dell'avvio di un circolo virtuoso per quanto riguarda il mercato del lavoro. Al contrario i mercati dopo il PIL di Q4 al 3% e tre mesi di assunzioni oltre le 200mila unità avevano incominciato a speculare su di un possibile cambio di rotta da parte della Banca Centrale. Le parole di Bernanke sono servite a tranquillizzare i mercati, soprattutto quello obbligazionario, onde evitare che



salite eccessive dei tassi possano penalizzare gli spunti positivi presenti, soprattutto sul mercato immobiliare.

AREA EURO

Anche per l'area euro la settimana ha riservato un discreto numero di statistiche economiche. Sono stati resi noti i tre indici di fiducia nazionali (l'IFO per la Germania, l'INSEE per la Francia e l'ISAE per l'Italia).

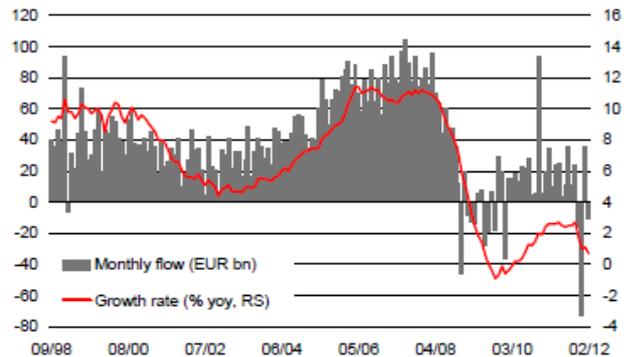


L'esito è risultato nel complesso favorevole anche se i dati non sono andati molto al di là delle attese. Un progresso, assai contenuto per la verità, lo ha registrato anche l'indice di fiducia generale elaborato dalla Commissione Europea, cosicché il giudizio complessivo che si può dare sull'insieme degli indicatori anticipatori per il mese di marzo è più positivo di quanto la sola lettura dei PMI aveva suggerito solo qualche settimana fa.

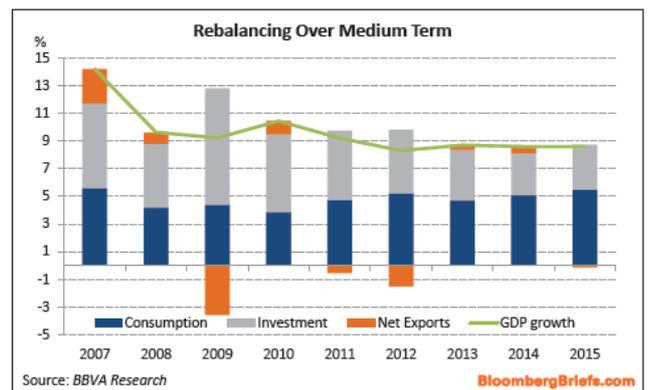
Infine i dati sul credito. Mentre gli aggregati monetari fino a M3 sono risultati in progresso, quelli relativi al credito a famiglie ed imprese mantengono il trend al ribasso, seppur con una intensità decrescente. Il dato è coerente con la debolezza dell'attività economica e nel nostro scenario le due grandezze dovrebbero ripartire grosso modo in sincrono.

CREDIT: WEAKNESS, NO COLLAPSE

Lending to the private sector



ASIA & MERCATI EMERGENTI



In assenza di statistiche economiche rilevanti nei mercati emergenti, focalizziamo l'attenzione sul processo di ribilanciamento dell'economia cinese, come preventivato dall'ultimo piano di sviluppo quinquennale, da un'economia trainata dall'export e sostenuta dagli investimenti, a un'economia più votata ai consumi interni. In presenza di un quadro congiunturale stabile, questo processo storicamente passa attraverso un rallentamento del ritmo di crescita, passaggio che invece, in presenza di uno scenario internazionale più incerto, sembra essere più difficoltoso. I piani economici cinesi, infatti, stanno da un lato cercando di sostenere e rilanciare i consumi con interventi mirati soprattutto a mantenere l'effetto ricchezza derivante dal



mercato immobiliare, mentre dall'altro stanno diversificando i mercati di sbocco dell'export. E proprio riguardo questo ultimo elemento che si inseriscono i rapporti tra Cina e Africa: l'Africa rappresenta un bacino d'utenza per le merci a basso costo cinesi, ma è anche un importante fornitore di materie prime, indispensabili per mantenere il controllo della crescita economica.

La prossima settimana sarà molto importante per verificare lo stato delle economie emergenti con la pubblicazione degli indici PMI nei principali paesi.

I MERCATI

OBBLIGAZIONI

BOND	30 mar	23-mar	02-mar	30 dic 11
USA 10Y	2.16	2.23	1.97	1.88
USA 2Y	0.33	0.35	0.27	0.24
GER 10Y	1.81	1.87	1.80	1.83
GER 2Y	0.22	0.23	0.16	0.14
Euribor 3m	0.78	0.81	0.95	1.36
Euro\$ 3m	0.47	0.47	0.48	0.58
Itrax Crossover	619	600	573	755

La settimana di "risk off" su molti mercati a più alta volatilità ha determinato un ritorno degli acquisti sui bond "core", come i titoli tedeschi e americani; questi ultimi sostenuti anche dalle parole accomodanti di Bernanke.

Anche sul fronte degli spread si sono osservati sensibili allargamenti sia sui titoli italiani che su quelli spagnoli. In entrambe i casi un ruolo rilevante sembra averlo giocato il dibattito politico interno, con difficoltà dei rispettivi governi nel far accettare le riforme ai rispettivi elettorati per migliorare la competitività del paese.

AZIONI

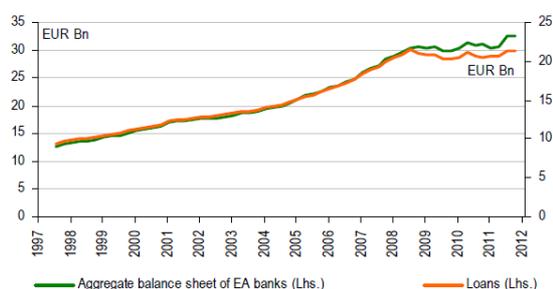
EQUITY	30 mar	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
S&P 500	1406.83	0.70%	2.72%	11.87%
Stoxx 600	262.83	-1.06%	-1.64%	7.48%
Eurostoxx50	2469.61	-2.21%	-3.01%	6.61%
Topix	854.35	0.21%	1.97%	17.26%
FTSE Asia exJp	454.41	0.31%	-2.64%	12.08%
FTSE Emer Mkt	522.05	0.13%	-3.98%	13.46%
VIX	15.02	20.00%	-2.27	-8.38
V2X	22.69	1.04	0.13	-1.36

Questa settimana l'attenzione degli investitori europei è stata catalizzata nuovamente dal problema dei debiti sovrani. In particolare è ritornata d'attualità l'esposizione delle banche nei confronti dei titoli governativi e di quanto questa sia cresciuta dopo le due tranche di prestiti da parte della banca centrale. A giudicare dalle statistiche sul credito da parte delle banche all'economia reale rilasciate dalla BCE in Febbraio, si direbbe che gli istituti finanziari non starebbero, per ora, utilizzando le disponibilità per aumentare i prestiti ai privati. In effetti la dinamica di questi ultimi è stata ancora negativa per circa 11bln € rispetto al mese precedente soprattutto a causa di una forte contrazione in Spagna e in Portogallo, controbilanciata da un'espansione in Germania e in Francia, mentre in Italia è rimasta praticamente invariata. Questi dati documentano che le banche hanno usato il denaro della BCE principalmente per comprare i titoli di stato dei paesi periferici: secondo Barclays le banche italiane avrebbero acquistato 23bln € di BTP in Febbraio, circa lo stesso quantitativo di Gennaio, mentre le banche spagnole si sarebbero fermate a 15.7 bln€. In totale gli acquisti di titoli periferici da parte delle banche sarebbero stati di circa 115 bln€ nei primi tre mesi del 2012, circa il doppio di tutto quanto era stato speso nel 2011. Non c'è da stupirsi quindi che in un solo giorno MPS abbia perso più del 10% e Unicredito circa il 6% proprio in coincidenza con l'allargamento degli spread sui BTP. Complice



anche la pubblicazione dei risultati che hanno evidenziato una perdita di circa 4.7 bln€ su un portafoglio di titoli italiani di 25bln €, gli investitori hanno approfittato per vendere il titolo della banca senese, mentre sulle Unicredito ha pesato anche l'anticipazione da parte dell'amministratore delegato che le sofferenze potrebbero aumentare ulteriormente quest'anno.

Chart 5: Repo operations do not feed into bank lending



Source: ECB, UBS

Avendo le banche aumentato significativamente il peso dei periferici in portafoglio, sarà quanto mai importante vedere quale sarà l'atteggiamento dei regolatori. L'EBA, che solo alla fine dello scorso anno aveva obbligato gli istituti finanziari a mettere da parte del capitale per eventuali perdite sui titoli sovrani, oggi sembra essere diventata più accondiscendente. Tuttavia le agenzie di rating considerano il rischio di credito e di tasso nei loro stress test e Basilea II prevede un peso da attribuire al rischio dei titoli governativi in portafoglio in relazioni al merito di credito attribuito al paese. Il futuro delle banche europee sembra sempre più intrecciato con quello degli stati.

VALUTE

CURRENCY	30 mar	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
EUR / USD	1.3341	0.5%	1.1%	2.9%
EUR / YEN	109.89	0.6%	1.8%	10.1%
USD / YEN	82.37	0.0%	0.7%	7.0%

Settimana di relativa stabilità sul mercato valutario, con movimenti relativamente contenuti delle principali valute. La fase di relativa forza dell'euro rispetto al dollaro si è protratta grazie anche al tono accomodante della Federal Reserve circa la condotta della politica monetaria nei prossimi mesi.

MATERIE PRIME

COMMODITY	30 mar	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
OIL	103.13	-3.5%	-3.3%	4.4%
CRB Index	307.3	-2.3%	-4.3%	0.7%
Gold	1664	0.1%	-2.8%	5.5%
Silver	32.39	0.6%	-6.9%	14.9%
Copper	383	0.5%	-1.9%	11.5%
Gas	2.16	-5.1%	-13.0%	-27.7%

L'indice aggregato delle commodities ha messo a segno performance negative dovute in buona parte al calo delle componenti energetiche. Il petrolio in particolare è risultato penalizzato dalle dichiarazioni dei principali paesi consumatori circa la volontà di immettere sul mercato parte delle riserve strategiche per calmierare i prezzi, e dalla volontà dell'Arabia Saudita di incrementare l'offerta per stabilizzare il mercato.



PROSSIMA SETTIMANA

	USA	EMU	EARNINGS
Lunedì 2	Indice di fiducia ISM manifatturiero.	EMU: Indice di fiducia PMI manifatturiero.	
Martedì 3			EU: Mediaset – Banco Pop – Terna
Mercoledì 4	Sondaggio occupazione ADP; ISM non manifatturiero.	EMU: Indice di fiducia PMI servizi; riunione BCE.	EU: Generali -
Giovedì 5	Sussidi alla disoccupazione.		
Venerdì 6	Mercato del lavoro.		EU : A2A

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.