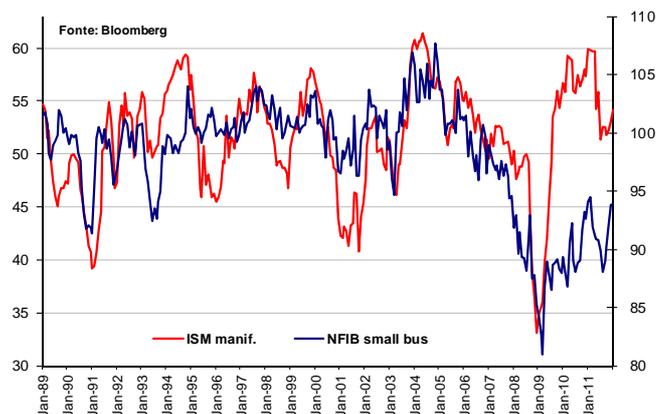


IL QUADRO MACRO

STATI UNITI

Fiducia della piccola e grande impresa USA



Nel complesso l'esito dei dati macro americani non è stato particolarmente positivo, dato che le statistiche, soprattutto quelle relative all'economia reale sono state leggermente al di sotto delle attese, come ad esempio i dati sulle vendite al dettaglio, la produzione industriale e i permessi all'edilizia. Tono leggermente più costruttivo per i sondaggi, soprattutto per quanto riguarda la fiducia nel settore immobiliare e alcune evidenze regionali in ambito manifatturiero.

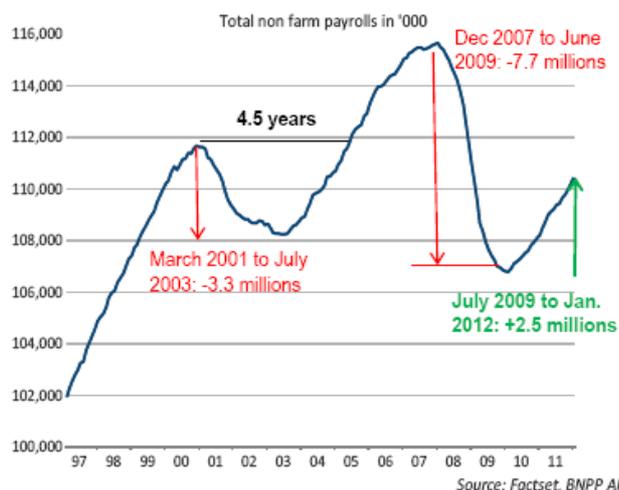
Le richieste di nuovi sussidi alla disoccupazione



L'unico dato relativo alle dinamiche reali che ha mostrato un significativo miglioramento è stata la

statistica settimanale sul numero di sussidi alla disoccupazione. Di settimana in settimana tali numeri possono essere molto volatili, però il trend di fondo (illustrato dalla media mobile a quattro settimane dei dati riportata nel grafico) è di indubbio miglioramento.

La possibilità di sviluppi positivi sul mercato occupazionale complica la previsione per quanto riguarda l'avvio di una nuova espansione quantitativa da parte della Fed, il cosiddetto QE3. Se si accetta l'assunzione che la banca centrale decida di procedere con il QE3 qualora l'economia non dia segni di miglioramento allora l'attuazione di tale nuovo stimolo appare molto incerta proprio per i segnali positivi riferiti al mercato del lavoro. Al momento manteniamo un'aspettativa di intervento da parte della FED, tuttavia ogni nuovo dato positivo sul fronte occupazionale riduce la probabilità che tale manovra venga attuata



Dal fronte della politica fiscale non si segnalano novità di rilievo: in un anno elettorale non vi saranno proposte concrete per ridurre il deficit pubblico che dovrebbe passare da poco meno del 9% del PIL a circa il 7% per via del miglioramento della base imponibile. Il nuovo tetto al debito

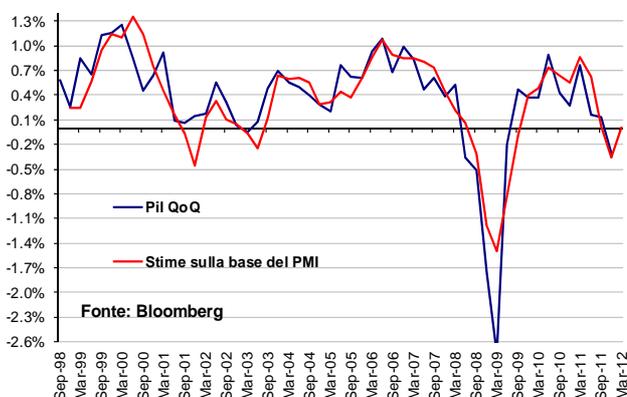


pubblico è stato posto a livelli tali da scongiurare le situazioni di estrema tensione registratesi l'anno scorso.

AREA EURO

La contrazione del PIL area euro registratasi nell'ultimo trimestre del 2011 è risultata leggermente più contenuta delle attese (-0.3% rispetto ad un consenso di -0.4%).

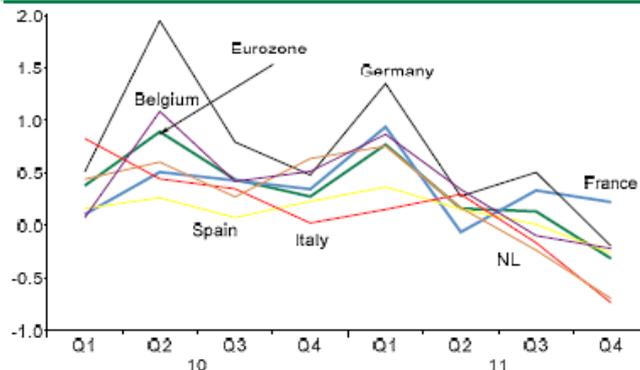
Il PIL area euro ed il sondaggio di fiducia PMI



Tuttavia il dato si è mostrato sostanzialmente in linea con quanto suggerito dagli anticipatori, come mostra il grafico riportato. Queste stesse statistiche ci dicono che la variazione del PIL nel trimestre in corso dovrebbe essere prossima allo zero e che quindi il punto di minimo per il ciclo europeo dovrebbe essere stato superato.

Poiché i dettagli delle singole componenti non sono note nella stima preliminare l'analisi rimane limitata alle dinamiche dei diversi paesi. La Germania ha fatto registrare una contrazione dello 0,2% trimestrale, mentre la Francia ha sorpreso con un progresso dello 0,2%. Particolarmente pesante il dato italiano, con un calo del prodotto dello 0,7%. Secondo l'Istat il calo è dovuto quasi esclusivamente al settore industriale, mentre i servizi sono risultati piatti.

Chart 1: GDP Growth 2010-2011 (% q/q)

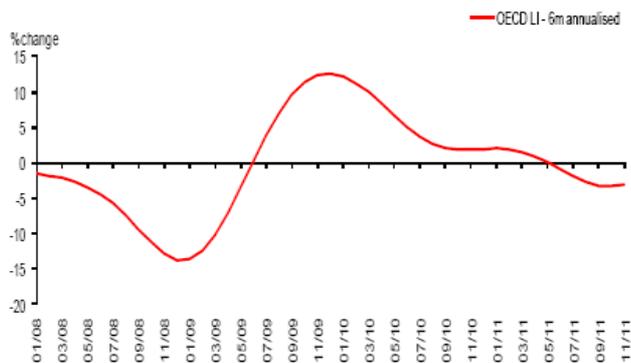


Source: Reuters EcoWin Pro

Anche per l'Italia il quarto trimestre dovrebbe rappresentare il punto di maggior contrazione per l'attività economica, solo che a differenza dell'aggregato nel trimestre in corso il nostro paese dovrebbe ancora mettere a segno una contrazione del PIL.

ASIA & MERCATI EMERGENTI

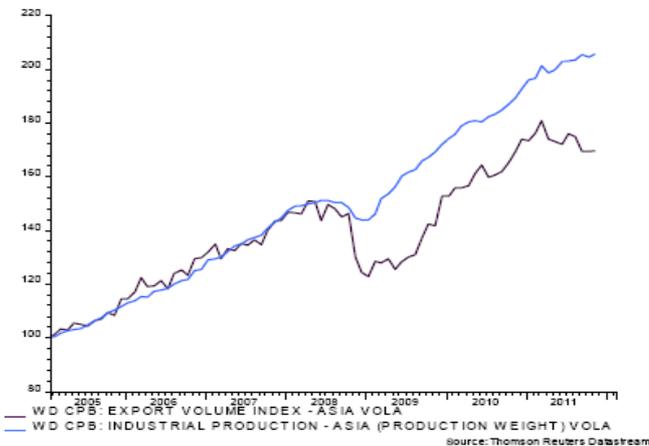
Leading indicators have stopped decelerating



Anche dal leading indicator per i paesi OECD provengono segnali di stabilizzazione dopo i cali degli scorsi mesi. Di questo dovrebbero avvantaggiarsi i paesi che più sono correlati con il ciclo economico, come la Corea e Taiwan.

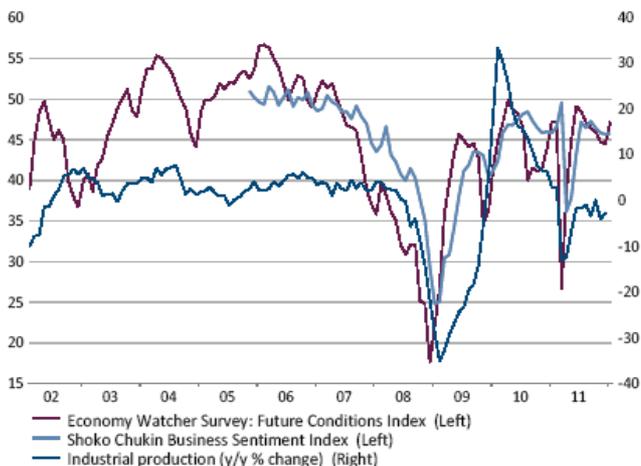


EM: exports down, but IP stable, 2005 = 100



Dato che il calo di attività per le economie emergenti si è manifestato soprattutto per le componenti legate all'export più che alla domanda interna (come mostra la tenuta della produzione industriale nel grafico riportato), il fatto di essere vicini ad un punto di stabilizzazione se non di ripresa del ciclo del commercio internazionale dovrebbe dare qualche beneficio anche alle esportazioni delle aree emergenti.

Il calo del PIL giapponese nel quarto trimestre (-0.6% trimestrale) mostra come l'economia nipponica abbia ripreso il sincrono con il ciclo mondiale. Non essendoci spunti interni degni di rilievo le attese per i prossimi trimestri sono per una ripresa dettata dal miglioramento della congiuntura internazionale.



I MERCATI

OBBLIGAZIONI

BOND	17 feb	10-feb	20-gen	30 dic 11
USA 10Y	2.02	1.99	2.02	1.88
USA 2Y	0.29	0.27	0.24	0.24
GER 10Y	1.92	1.91	1.93	1.83
GER 2Y	0.25	0.24	0.21	0.14
Euribor 3m	1.04	1.06	1.18	1.36
Euro\$ 3m	0.49	0.51	0.56	0.58
Itrax Crossover	616	597	648	755

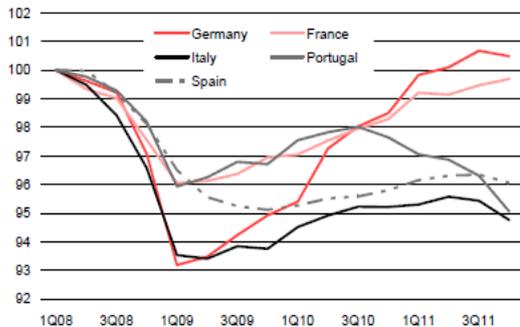
Il Parlamento Greco ha approvato il "pacchetto austerità", che include una riduzione del 22% del salario minimo, tagli alle pensioni e il licenziamento immediato di circa 15.000 dipendenti pubblici. Adesso la palla passa nel campo dei partner europei, che devono decidere se concedere la nuova tranche di aiuti alla Grecia. Purtroppo un'elevata dose di risentimento e sfiducia reciproca si è insinuata in entrambe le parti e questo rende più arduo che venga raggiunto quello che sia noi che il mercato riteniamo sia lo scenario base, ovvero sia una qualche forma di accordo per evitare il default incontrollato. I rischi però permangono elevati.

I punti di attenzione rimangono:

1. I dettagli del PSI, cioè l'accordo con i creditori privati, i cui contenuti verosimilmente verranno definiti in settimana in modo che l'accordo si possa chiudere formalmente per i primi di marzo;
2. l'incontro dei ministri delle finanze dell'Eurozona, con l'obiettivo di finalizzare il pacchetto di aiuti, che potrebbe essere di 145 miliardi di Euro;
3. l'approvazione del pacchetto di aiuti da parte del Parlamento tedesco, a fine febbraio;
4. la situazione politica e sociale della Grecia – un Parlamento greco di incerta stabilità (dopo il rimpasto) e l'elevato livello di disordini sociali dopo cinque anni di recessione e un futuro certamente non roseo sono chiaramente ulteriori fattori critici.



Real GDP, 1Q08=100



Gli analisti bottom-up continuano nel processo di revisione al ribasso delle stime che ora vedono in Europa una crescita dei ricavi di circa il 7% contro un'attesa di contrazione degli analisti top-down di circa l'1%. Tuttavia, nonostante questo processo di revisione al ribasso delle stime da parte degli analisti bottom-up, sia in Europa che negli USA, in presenza di una reportistica tutto sommato neutrale e dati macro al margine ancora positivi, come detto i mercati rimangono guidati dalle evoluzioni sulla crisi del debito in Europa e in particolare ora sulla vicenda ellenica.

AZIONI

EQUITY	17 feb	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
S&P 500	1359.68	1.27%	3.37%	8.12%
Stoxx 600	266.30	1.94%	4.08%	8.90%
Eurostoxx50	2524.75	1.77%	4.03%	8.99%
Topix	810.45	4.03%	7.28%	11.23%
FTSE Asia exJp	462.24	1.62%	5.80%	14.01%
FTSE Emer Mkt	535.58	2.00%	7.31%	16.41%
VIX	18.19	-2.60	-0.09	-5.21
V2X	24.84	-2.54	-0.19	0.79

Sui mercati azionari la settimana è stata nel complesso positiva, guidata essenzialmente dalle notizie in arrivo sul fronte della concessione del secondo pacchetto di aiuti alla Grecia e della relativa ristrutturazione "volontaria" del debito da parte dei privati. Come detto nei paragrafi precedenti le attese sono orientate a una chiusura entro la prossima settimana dei negoziati tra il governo greco, i partiti politici e la trojka.

Pochi altri punti di attenzione per i mercati, la reportistica negli USA è pressoché terminata e le società che hanno riportato in settimana non hanno modificato quanto già detto la settimana precedente.

In Europa la reportistica è più indietro e ha riguardato sinora circa il 40% della capitalizzazione dello Stoxx600. Nel complesso vi sono state più società - 57% - che hanno annunciato numeri sotto le attese, contro un 43% di società che le ha battute. La dimensione media della differenza dei numeri riportati rispetto alle stime è stata sinora del -3,3% per gli utili per azione e del -0,6% per i ricavi.

VALUTE

CURRENCY	17 feb	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
EUR / USD	1.3157	-0.3%	1.7%	1.5%
EUR / YEN	104.42	2.0%	4.9%	4.7%
USD / YEN	79.36	2.3%	3.1%	3.1%

La decisione della Banca del Giappone di dotarsi di un target esplicito di inflazione al 2% (ed uno transitorio all'1%) ha determinato un repentino indebolimento dello yen sia sul dollaro che sull'euro. Questa decisione della banca del Giappone potrebbe avere conseguenze molto rilevanti per le future espansioni del bilancio dell'istituto di emissione, dato che l'economia nipponica attraversa una fase strutturale di deflazione. Al momento l'ampliamento del bilancio deciso per raggiungere il traguardo di una crescita dei prezzi all'1% è di circa 130 mld di dollari. Data però la caratteristica strutturale della deflazione giapponese appare verosimile che venga attuato un processo di espansione più ampio e soprattutto con orizzonte temporale di una certa entità.

MATERIE PRIME



COMMODITY	17 feb	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
OIL	102.98	4.4%	4.6%	4.2%
CRB Index	317.3	1.6%	2.4%	3.9%
Gold	1726	0.3%	3.8%	9.5%
Silver	33.42	-0.7%	6.1%	18.6%
Copper	378	-2.2%	0.9%	10.0%
Gas	2.65	7.0%	13.1%	-11.3%

Settimana positiva per l'indice della materie prime sostenuto in particolare dalla dinamica dei prezzi dei beni energetici.

PROSSIMA SETTIMANA

	USA	EMU	EARNINGS
Lunedì 20			
Martedì 21		EMU: fiducia dei consumatori.	EU: Fresenius USA: Home Depo – Wal-Mart
Mercoledì 22	Vendita case esistenti.	EMU: indici PMI.	EU: Valeo – FT – Mediobanca USA: HP
Giovedì 23	Sussidi alla disoccupazione.	GER: IFO.	EU: Allianz – Credit Agricole – Tenaris – Telecom IT – DT
Venerdì 24	Fiducia dei consumatori.		EU: Telefonica – BASF USA: JC Penney

MOVIMENTI DI PORTAFOGLIO

Su tutta la gamma delle linee bilanciate aumentiamo l'esposizione al mercato obbligazionario italiano attraverso l'acquisto di Fds Euro. La mossa si giustifica alla luce del processo di risanamento in atto sui nostri conti pubblici e alla luce del contesto europeo (fiscal compact e operazione LTRO della BCE) e internazionale più favorevole.

Al fine di permettere una migliore gestione delle movimentazioni tattiche sia per quanto riguarda la tempistica di mercato, che l'operatività sui clienti, introduciamo nelle gestioni (Difensiva esclusa) Fondersel World Allocation, riducendo di un pari ammontare l'investimento in Fds America.

Sulla linea Obbligazionaria e Governativa euro per le motivazioni sopra esposte abbiamo incrementato l'investimento sui titoli di Stato italiani e abbiamo inserito in portafoglio i BTP inflation linked. Tali movimentazioni non hanno alterato la duration delle due linee.

Infine, sulla linea a Ritorno Assoluto in virtù del budget di rischio positivo fino a qui conseguito aumentiamo l'esposizione alle attività più volatili mediante l'acquisto di Fds Euro.

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.

