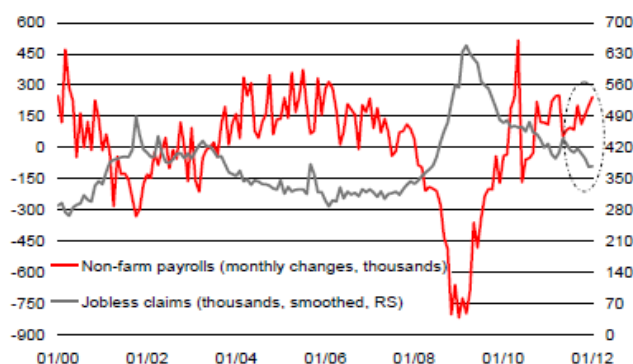


IL QUADRO MACRO

STATI UNITI

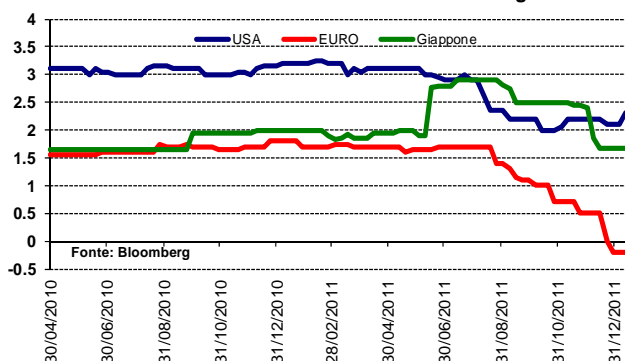
In settimana non vi sono stati dati rilevanti per quanto riguarda gli Stati Uniti, fatta eccezione per il dato in calo della fiducia dei consumatori.

Il mercato del lavoro USA



Dopo l'esito sorprendente dei dati sul mercato del lavoro della scorsa settimana il focus rimane puntato su questa importante variabile economica. E' troppo presto per rivedere al rialzo le aspettative sull'economia americana sulla base di una lettura favorevole del dato mensile sul numero di occupati creati, e di un paio di evidenze settimanali sul calo dei sussidi alla disoccupazione.

PIL 2012: il consenso secondo Bloomberg



Tuttavia, incrociando questi dati con il miglioramento della fiducia dei piccoli imprenditori e con una maggiore propensione al credito da parte delle banche, occorre sottolineare che lo scenario alternativo rispetto a quello centrale è, per l'economia USA, quello di una revisione al rialzo delle stime di crescita, in accordo con l'ultima evidenza disponibile per il consenso di mercato.

AREA EURO

Anche per l'area euro non vi sono stati dati macro di particolare rilievo. Tuttavia dal consueto incontro mensile di politica monetaria sono scaturite una serie di interessanti considerazioni espresse dal governatore Draghi:

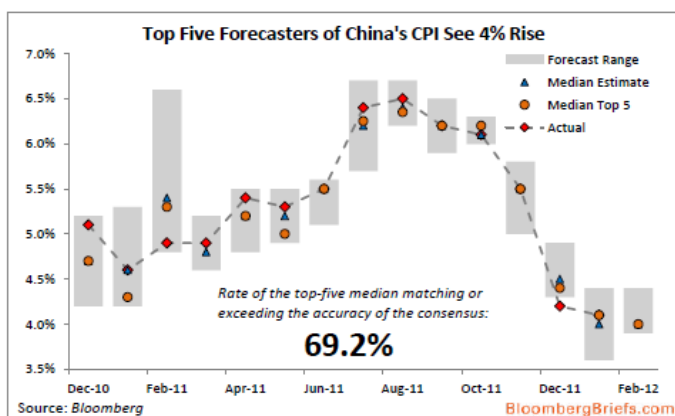
- le prospettive per la situazione economica, seppure critiche, sono state descritte con toni leggermente più positivi.
- Riguardo alla prossima asta a tre anni per ammontare illimitato il Governatore ha insistito sul fatto che non vi è per le banche nessuna penalizzazione all'uso, invitando queste ultime a farne ricorso con ammontare cospicui per finanziare il settore privato.
- Sul coinvolgimento alla ristrutturazione del debito greco Draghi ha escluso che la Bce possa incorrere in qualche forma di perdita, lasciando però aperta la possibilità che i titoli acquistati sotto la pari possano essere "trasferiti" al fondo salva stati al prezzo di acquisto, in modo che sia quest'ultimo a sopportare eventuali perdite nel caso di un "hair cut".
- La BCE rimane preoccupata per il contesto recessivo e di razionamento del credito, per cui una possibile ulteriore riduzione dei tassi



non è da escludere. Anche se i recenti sviluppi di mercato e le parole stesse usate dalla Banca centrale riducono le probabilità che ciò si verifichi.

MERCATI EMERGENTI

Anche questa settimana le politiche monetarie accomodanti hanno avuto la loro conferma dal mantenimento dei tassi invariati in Corea e dalla loro diminuzione di un quarto di punto in Indonesia. Questa è una costante che sta accompagnando le economie emergenti negli ultimi mesi e che, di fronte a uno scenario di moderato rallentamento, dovrebbe continuare nel futuro. Per quanto riguarda i dati economici pubblicati recentemente, l'attenzione è stata catalizzata dalle evidenze dei prezzi al consumo, in linea con le aspettative in Russia (+4,2%), più alte in Cina (4,5%). L'effetto delle celebrazioni anticipate di un mese del nuovo anno lunare cinese si stanno facendo sentire, rendendo difficile il confronto con i dati precedenti.



Nel caso specifico, l'impennata, per altro già rientrata, dei prezzi alimentari ha trainato al rialzo l'indice generale dei prezzi al consumo, mentre le festività hanno rallentato la produzione industriale e le importazioni di prodotti semilavorati (import in calo del 15,3% a gennaio), prodotti destinati alla

successiva esportazione. Nel complesso le prospettive per le economie emergenti rimangono ancora incoraggianti. Pur in assenza di sostanziali novità dal punto di vista fiscale, le politiche monetarie rimangono a sostegno anche se a un ritmo più blando del passato a causa del "rumore" generato dalle già citate distorsioni dei dati cinesi a causa dell'anticipo del capodanno cinese. La prossima settimana sarà povera di indicazioni di una certa importanza fatte salve le vendite al dettaglio in Brasile e la produzione industriale in Russia.

I MERCATI

OBBLIGAZIONI

BOND	10 feb	03-feb	13-gen	30 dic 11
USA 10Y	1.99	1.92	1.86	1.88
USA 2Y	0.27	0.23	0.22	0.24
GER 10Y	1.95	1.93	1.77	1.83
GER 2Y	0.24	0.20	0.15	0.14
Euribor 3m	1.06	1.10	1.23	1.36
Euro\$ 3m	0.51	0.53	0.57	0.58
Itrax Crossover	567	547	726	755

In settimana il tema della Grecia è tornato ad assumere una posizione rilevante, anche grazie all'assenza di rilevanti dati macroeconomici. Gli argomenti di discussione sono due: da un lato sembra essere stato raggiunto un accordo sull'entità delle perdite che si accolleranno gli investitori privati; dall'altro il tema più spinoso sembra essere quello della condizionalità con cui l'Europa (Germania in testa) si appresta a fornire un nuovo pacchetto di aiuti alla Grecia per evitare che questa non rimborsi le obbligazioni in scadenza a fine marzo. Ciò che domanda la "Troika" è che le misure di austerità aggiuntive vengano approvate prima della concessione di nuovi aiuti, ma soprattutto che i partiti che sostengono il governo si impegnino per una implementazione concreta delle



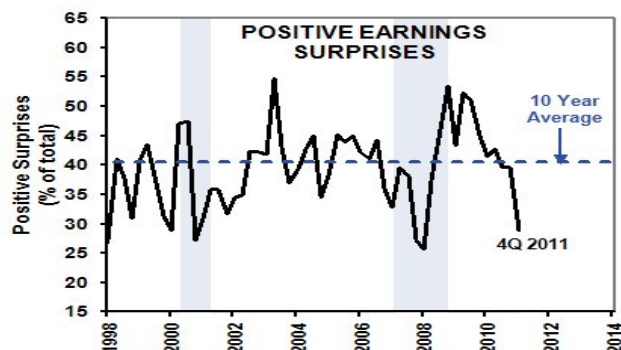
misure, soprattutto alla luce del fatto che il 14 aprile ci saranno nuove elezioni politiche. Ciò che vuole l'Europa è che chiunque esca vincitore dalla tornata elettorale mantenga le promesse su cui oggi si sta discutendo, evitando il rischio di un mancato rispetto dei patti dopo l'erogazione del prestito e con la scusa della nuova maggioranza politica.

La situazione è altamente fluida e l'esito dei negoziati incerto; tuttavia nonostante questi elementi avversi la settimana è risultata ancora positiva per i nostri titoli pubblici, con lo spread sul decennale ancora in moderato restringimento.

AZIONI

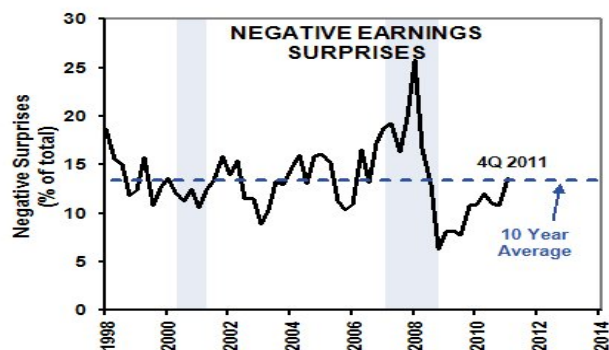
EQUITY	10 feb	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
S&P 500	1341.65	-0.24%	4.08%	6.68%
Stoxx 600	261.15	-1.30%	4.80%	6.79%
Eurostoxx50	2481.10	-1.35%	6.12%	7.10%
Topix	779.07	2.42%	6.05%	6.93%
FTSE Asia exJp	455.04	0.07%	7.92%	12.23%
FTSE Emer Mkt	524.84	-0.90%	9.45%	14.07%
VIX	20.16	3.06	-0.75	-3.24
V2X	27.55	4.01	-1.37	3.49

Negli USA ha riportato circa l'85% delle società; il saldo complessivo è ancora a favore delle aziende che hanno battuto le stime, anche se il numero di queste ultime è inferiore ai trimestri precedenti.



Specularmente sono aumentate le società che hanno riportato sotto le attese degli analisti e la

percentuale di queste ultime è tornata in linea con la media degli ultimi 10 anni, dopo essere stata per diverso tempo al di sotto.



La dimensione della sorpresa è risultata ancora significativa e superiore al 3%, sebbene per la maggior parte determinata dai risultati di Apple, superiori del 37% rispetto alle attese; al netto di Apple la dimensione media della sorpresa è stata infatti di circa l'1%.

Sul fronte dei ricavi le società hanno superato le attese di circa l'1% (0,5% ex Apple).

Nel complesso comunque il trend degli utili si mantiene in crescita e con il Q411 si è realizzato un nuovo massimo storico di EPS trailing a 12 mesi a poco meno di 97\$.

Gli analisti bottom-up continuano nel processo di revisione delle stime per il 2012 la previsione è ora a circa 105,4\$ con una crescita attesa del 9%, contro un 5% medio degli strategist top-down.

FY2011 ESTIMATE	Q111	Q211	Q311	Q411	FY11	FY11	FY11
Consumer Discretionary	4,67	5,38	5,18	5,37	20,6	\$ 9,4	14%
Consumer Staples	4,92	5,39	5,51	5,39	21,2	\$ 10,2	9%
Energy	10,81	12,98	14,11	10,61	48,5	\$ 14,1	38%
Financials	3,75	3,95	4,48	3,89	16,1	\$ 14,5	9%
Health Care	7,70	8,27	7,70	7,51	31,2	\$ 11,7	8%
Industrials	4,56	5,54	5,44	5,59	21,1	\$ 9,2	15%
Information Technology	7,18	7,69	7,32	9,34	31,5	\$ 18,9	20%
Materials	4,96	5,44	3,92	2,78	17,1	\$ 3,4	29%
Telecom Services	1,91	1,78	1,95	1,11	6,8	\$ 2,0	-8%
Utilities	3,15	2,87	4,13	2,54	12,7	\$ 3,3	3%
S&P500	22,56	24,86	25,29	23,96	96,7	\$ 96,7	16%
S&P500 ex Financials						\$ 82,2	17%

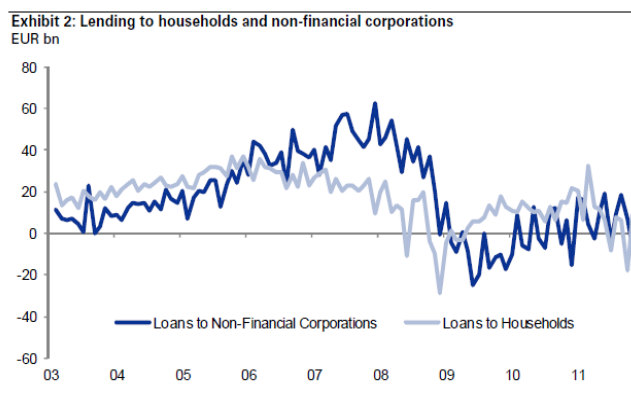


FY2012 ESTIMATE	Q112	Q212	Q312	Q412	FY12	FY12	FY12
Consumer Discretionary	4,78	5,55	5,71	6,24	22,3	\$ 10,1	8%
Consumer Staples	5,00	5,76	5,94	6,04	22,7	\$ 11,0	7%
Energy	11,42	12,29	12,82	13,33	49,9	\$ 14,5	3%
Financials	4,03	4,25	4,31	4,58	17,2	\$ 15,5	7%
Health Care	8,70	8,71	8,76	8,68	34,9	\$ 13,1	12%
Industrials	5,21	6,04	6,18	6,38	23,8	\$ 10,4	13%
Information Technology	7,91	8,51	9,11	10,80	36,3	\$ 21,8	15%
Materials	4,38	5,02	4,29	4,09	17,8	\$ 3,5	4%
Telecom Services	1,83	2,05	1,98	1,78	7,6	\$ 2,3	13%
Utilities	3,14	2,69	4,09	2,51	12,4	\$ 3,2	-2%
S&P500	24,08	26,02	27,02	28,25	105,4	\$ 105,3	8,9%
S&P500 ex Financials						\$ 89,8	9,3%

In Europa la reportistica è ancora nella prima fase avendo riportato poco più di un quarto delle società per capitalizzazione; i primi dati appaiono comunque meno positivi di quelli USA, il saldo netto è a favore delle sorprese negative e questo trimestre si appresta ad essere il peggiore dal 2008.

Le note positive riguardano i ricavi che nel complesso sono stati in linea o poco sotto le attese (sono stati i margini a deludere) oltre al fatto che il tasso di revisione al ribasso delle stime da parte degli analisti bottom-up appare in rallentamento.

In prospettiva tuttavia ciò che pare essere di maggiore preoccupazione nella zona Euro, rimarcato anche dal governatore Draghi durante la conferenza stampa a margine della riunione di politica monetaria, è la dinamica del credito all'economia. Draghi ha infatti rimarcato che la propensione a concedere finanziamenti da parte delle banche a imprese e famiglie rimane bassa, nonostante l'asta LTRO di dicembre. Il tasso annuo di crescita di M3 a dicembre è sceso ulteriormente all'1,6% e considerato insoddisfacente dalla stessa BCE che ha rimarcato come che le aste LTRO di dicembre e naturalmente la prossima di febbraio, debbano ancora esplicitare i propri effetti sul tasso di crescita del credito all'economia reale.



Sui mercati emergenti, dopo la forte sovraperformance rispetto a quelli sviluppati, nella settimana appena conclusa si è assistito a una momentanea presa di profitto con performance degli indici più in linea con gli sviluppati. Un eventuale ritracciamento dei listini, unito a una debolezza delle valute possono offrire un'opportunità di incrementare l'esposizione.

VALUTE

CURRENCY	10 feb	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
EUR / USD	1.3193	0.4%	4.1%	1.8%
EUR / YEN	102.46	1.8%	5.1%	2.7%
USD / YEN	77.66	1.4%	1.0%	0.9%

Settimana di relativa stabilità per quanto riguarda le dinamiche valutarie. Il movimento più rilevante lo si è avuto sul cambio yen dollaro che ha visto un rafforzamento della valuta americana dovuto alle migliori prospettive di crescita degli USA, ma anche al timore che oltre una certa soglia di rafforzamento vi possa essere un intervento a mercato aperto delle autorità giapponesi.

Dopo un inizio anno segnato da performance positive delle principali valute dei paesi emergenti, la scorsa settimana abbiamo assistito ad alcune prese di beneficio di natura tattica; in particolare Rupia indiana e Rand sudafricano hanno perso circa il 2% in assenza di particolari dati macro e di importanti movimenti sui tassi.



MATERIE PRIME

COMMODITY	10 feb	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
OIL	97.93	0.1%	-0.8%	-0.9%
CRB Index	312.6	-0.5%	1.6%	2.4%
Gold	1716	-1.3%	5.0%	8.8%
Silver	33.48	-0.8%	12.8%	18.8%
Copper	388	-0.6%	6.7%	13.0%
Gas	2.49	-0.4%	-6.7%	-16.7%

Movimenti molto contenuti per l'indice aggregato delle materie prime, senza che dalle singole sotto componenti si evincano temi particolari.

PROSSIMA SETTIMANA

	USA	EMU	EARNINGS
Lunedì 13			EU: Saipem – L'Oreal
Martedì 14	Fiducia piccoli imprenditori; Vendite al dettaglio.	EMU: produzione industriale; GE: ZEW.	EU: Snam – Man
Mercoledì 15	Fiducia mercato immobiliare.	EMU: PIL Q4.	USA: Deere EU: Peugeot – BNP – Danone – ENI – H&M
Giovedì 16	Sussidi alla disoccupazione; permessi alla costruzione.		EU: Renault – ABB – Zurich – AXA – AkzoNobel – Nestlé – C&W – EDF – SocGen -
Venerdì 17	Inflazione: leading indicator;		EU: Lafarge

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.