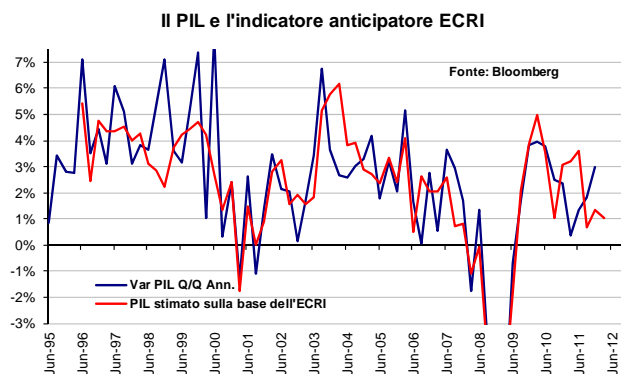


**IL QUADRO MACRO**

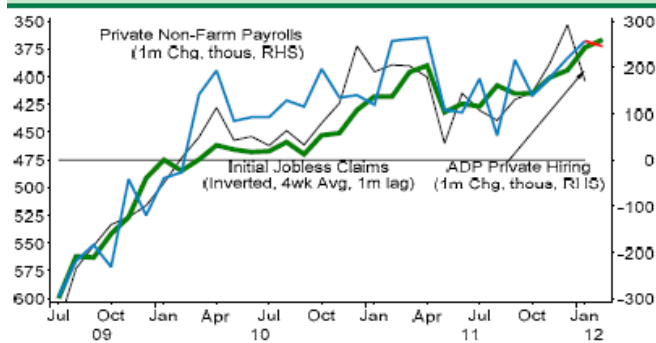
**STATI UNITI**

**Fiducia della piccola e grande impresa USA**



Sia le statistiche di economia reale che i dati di sentiment diffusi in settimana sono risultati al di sotto delle attese in taluni casi anche in misura significativa. I dati di gennaio per investimenti e consumi descrivono un avvio del primo trimestre 2012 in sordina. Molto probabilmente la variazione del PIL risulterà più contenuta rispetto al 3% del Q4, e prossima (ma qui la previsione diviene più incerta) all'1%, numero in linea con quanto suggerito dagli indicatori anticipatori (si veda il grafico sopra riportato).

**Chart 4: Falling Claims Imply Solid Employment in February**

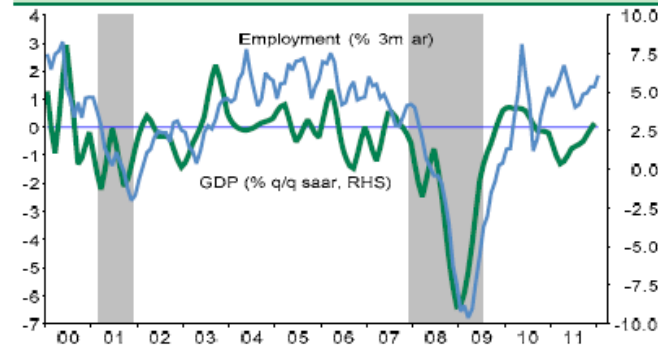


Source: Reuters EcoWin Pro

L'aspettativa che l'economia possa continuare su di un sentiero di moderata espansione, sostenuta

soprattutto da consumi ed investimenti, nonostante i dati deludenti di questa settimana, si basa su una pluralità di fattori: per quanto riguarda la spesa delle famiglie il fatto che dal mercato del lavoro arrivano segnali incoraggianti che dovrebbero consentire un'adeguata espansione del monte salari, anche se per il primo trimestre la variazione dei consumi non dovrebbe eccedere l'1% trimestrale annualizzato.

**Chart 1: Employment Strength Poses a Conundrum**



Source: Reuters EcoWin Pro

Mentre per quanto riguarda gli investimenti delle aziende l'aspettativa è quella di una moderata espansione sostenuta da un'adeguata profittabilità delle aziende da livelli di fiducia degli imprenditori accettabili e da una certa visibilità della domanda. In questo contesto la visione della banca centrale rimane cauta nel valutare i progressi nell'economia, pur riconoscendo i progressi osservatisi sul mercato del lavoro. Nell'audizione non vi sono stati specifici riferimenti ad un possibile QE3, e questo è stato l'aspetto che più ha colpito i mercati. Dopo le parole della FED si sono raffreddate le aspettative di mercato circa un altro round di espansione quantitativa, secondo una logica che a noi pare condivisibile. Tuttavia anche sulla base dell'atteggiamento rilassato di Bernanke in materia di inflazione (importata dai prezzi delle materie

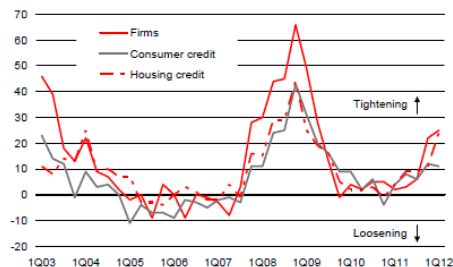


prime) l'orientamento della FED appare ancora aperto ad un possibile QE3, con la decisione finale rimandata all'evidenza macro di prossima pubblicazione.

## AREA EURO

### STILL TIGHT LENDING STANDARDS

Net percentage of banks expecting to tighten lending standards



Source: UniCredit Research

Per l'area euro l'evento più importante della settimana è stata la seconda tornata di rifinanziamento a lungo termine (3 anni) voluta dalla BCE che ha presentato un'elevata domanda da parte delle banche

Circa 800 banche della zona euro hanno richiesto e ricevuto liquidità a 3 anni al tasso dell'1% dalla BCE complessivamente per 529mld. In termini netti, tenuto conto delle operazioni di rifinanziamento prossime alla scadenza, il sistema bancario europeo ha ricevuto liquidità addizionale per 314mld. Tale ammontare è superiore alla tornata di dicembre 2011 (210mld richiesti da 523 banche).

Forse il dato più rilevante però è nella natura dei richiedenti, che in questo caso, a differenza della prima asta, sembrerebbero essere in buona parte banche di piccole dimensioni (incoraggiate a partecipare dalla BCE) con maggiori legami con il territorio e quindi con l'economia reale, soprattutto piccole e medie imprese. Se e come questo denaro verrà impiegato lo si vedrà nei dati sul credito, e con dopo la pubblicazione del sondaggio sull'attività di prestito (25 aprile 2012). Da tale pubblicazione emergerà l'utilizzo dei fondi dell'LTRO da parte delle banche, ed in particolare se tali somme saranno destinate per finanziarie l'economia reale.

Dal fronte degli indicatori di sentiment i dati della settimana sono risultati contrastanti: per l'Italia ha deluso l'indice di fiducia ISAE mentre la revisione del PMI manifatturiero ha sorpreso verso l'alto. Bene invece l'indicatore di sentiment per l'intera area euro, sostenuto dal settore delle costruzioni e da quello industriale; male i servizi.

## ASIA & MERCATI EMERGENTI

Fig. 2: PMI in latest months versus the historical average



Source: Bloomberg, CEIC and Nomura Global Economics.

In Asia l'esito del sondaggio PMI è risultato positivo, con rialzi in numerose economie chiave. Sia in Cina che in Giappone le fiducie si sono mosse verso l'alto, mentre per quest'ultimo paese anche i dati di economia reale sono risultati in progresso. Anche la Corea ha messo a segno il primo rialzo dopo sette mesi, mentre in India gli indicatori anticipatori segnalano che il punto di minimo dell'economia dovrebbe coincidere con l'ultimo trimestre dello scorso anno. Al di fuori dell'Asia positivo il dato sul PMI brasiliano.



	PMI				New orders-InVENTORY			
	Feb 12	Jan 12	Dec 11	Nov 11	Feb 12	Jan 12	Dec 11	Nov 11
Australia	51.3	51.6	50.2	47.8	0.6	-4.5	-3.9	-2.4
New Zealand		50.5	51.6	46.5		0.6	0.6	-4.7
China HSBC	49.6	48.8	48.7	47.7	-2.3	0.9	-4.4	-4.1
China NBS	51.0	50.5	50.3	49.0	0.5	2.4	-0.8	-5.9
India	56.6	57.5	54.2	51.0	11.0	10.1	7.1	2.4
Japan	50.5	50.7	50.2	49.1	3.8	2.7	-1.6	-4.4
Korea	50.7	49.2	46.4	47.1	-0.9	0.2	-1.9	-2.9
Singapore		48.7	49.5	48.7		-4.0	-2.1	-2.8
Taiwan	52.7	48.9	47.1	43.9	2.2	-0.7	-3.3	-3.9
Global	51.1	51.3	50.5	49.6				
US	52.4	54.1	53.1	52.2	5.4	8.1	9.3	8.5
UK	51.2	52.0	50.0	48.1	0.8	1.3	0.6	-1.9
Germany	50.2	51.0	48.4	47.9	-0.9	-0.2	-4.4	-8.0
France	50.0	48.5	48.9	47.3	0.4	-1.0	2.6	-4.4
Eurozone	49.0	48.8	46.9	46.4	-1.4	-0.8	-3.8	-7.0

  above 50 + rising      above 50 + falling      below 50 + falling      below 50 + rising      unavailable  
  same above 50      same below 50

Il contesto di allentamento monetario si è arricchito di un ulteriore tassello, con la riduzione di 25 p.b. dei tassi nelle Filippine.

## I MERCATI

### OBBLIGAZIONI

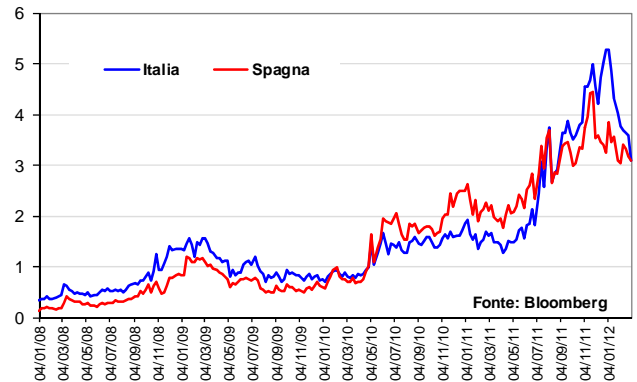
BOND	02 mar	24-feb	03-feb	30 dic 11
USA 10Y	1.98	1.98	1.92	1.88
USA 2Y	0.28	0.30	0.23	0.24
GER 10Y	1.81	1.88	1.93	1.83
GER 2Y	0.17	0.24	0.20	0.14
Euribor 3m	0.95	1.01	1.10	1.36
Euro\$ 3m	0.48	0.49	0.53	0.58
Itrax Crossover	558	575	547	755

In chiusura di settimana lo spread italiano ha finalmente eguagliato quello spagnolo, fenomeno che non si osservava più dall'agosto 2011.

Per entrambi i paesi è proseguito in maniera significativa il processo di chiusura degli spread rispetto ai titoli tedeschi. In particolare questa settimana un ruolo di un certo rilievo sembra averlo avuto il buon esito della seconda asta di rifinanziamento a 3 anni voluta dalla BCE. L'aspettativa dei mercati è che una parte di questi soldi presi a prestito dalle banche vengano impiegati per l'acquisto di titoli di Stato dei paesi periferici. Tuttavia permane elevata la quantità di

liquidità che le banche private detengono presso la BCE a scopo precauzionale.

Spread titoli governativi Vs Bund



### ECB Deposit Facility at record high



### AZIONI

EQUITY	02 mar	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
S&P 500	1372.71	0.51%	2.07%	9.15%
Stoxx 600	267.66	1.09%	1.16%	9.45%
Eurostoxx50	2552.95	1.16%	1.50%	10.20%
Topix	837.82	0.42%	10.14%	14.99%
FTSE Asia exJp	467.15	0.75%	2.73%	15.22%
FTSE Emer Mkt	543.90	1.00%	2.70%	18.21%
VIX	17.16	-15.00%	0.06	-6.24
V2X	22.22	-0.31	-1.32	-1.84



Archiviata la stagione reportistica negli Stati Uniti e in gran parte anche in Europa e superati alcuni ostacoli nel cammino della risoluzione della crisi dei debiti sovrani in Europa, è tempo di fare un primo bilancio di questo inizio anno. Tenendo conto che i mercati europei sono saliti mediamente del 10% con punte di oltre il 17% del Dax in un periodo caratterizzato da stime degli analisti sugli utili in discesa, è chiaro che c'è stata una forte rivalutazione dei multipli. Tenendo conto delle stime bottom-up degli analisti, il livello di p/e del mercato europeo è passato in pochi mesi dall'8.3 al 10.7. Questo rappresenta circa il 30% di aumento, che se confrontato con altri periodi di forte espansione di multipli, è elevato, ma non estremo. Ciò che stupisce è la fase del ciclo economico in cui si sta verificando, che normalmente non è caratterizzata da tali variazioni dei multipli. Le motivazioni sono molteplici e vanno dal restringimento degli spread sui debiti pubblici dei periferici (aiutati dai due LTRO della BCE), dal miglioramento dei dati macroeconomici, dalla diminuzione del premio per il rischio fino ad arrivare allo stesso ridimensionamento delle aspettative sugli utili aziendali. C'è da chiedersi se tale miglioramento dei multipli sia destinato a continuare e se il mercato a questi livelli presenti ancora valutazioni interessanti. Secondo UBS le stime bottom-up sono ancora troppo elevate perché incorporano una crescita degli utili per quest'anno di circa il 7%, mentre quelle top-down sono più realistiche e prevedono una diminuzione degli utili del 5% circa. Questo fa sì che i livelli di multipli attuali siano all'incirca 12.2 che rappresentano delle valutazioni giuste se messe in relazione con gli indici di fiducia delle imprese e con gli spread sui mercati corporate presenti adesso sul mercato. Sono sicuramente ancora attraenti se paragonate ai livelli di rendimento di altre asset class, specialmente per quanto riguarda i tassi sui titoli di stato dei paesi "core" che sono rimasti sorprendentemente bassi anche in questa fase di ripresa dei mercati azionari. Non è chiaro, tuttavia se siano le azioni ad essere sottovalutate o piuttosto le obbligazioni ad essere "care", l'unica cosa certa è che il mercato azionario non si può più dire che sia conveniente in termini assoluti. Inoltre non è chiaro se gli elementi che lo hanno supportato fino ad oggi abbiano ancora la forza di

trainarlo nel prossimo futuro: alcuni indicatori tecnici fanno presumere che il mercato sia un po' "tirato", il livello delle sorprese positive sull'economia sembra non riuscire a fare nuovi massimi ed inoltre gli eventi che potevano essere di supporto al mercato come l'accordo sulla Grecia e l'LTRO sono ormai alle spalle.

## VALUTE

CURRENCY	02 mar	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
EUR / USD	1.3209	-1.9%	0.5%	1.9%
EUR / YEN	107.71	-1.1%	7.1%	8.0%
USD / YEN	81.55	0.9%	6.5%	5.9%

In settimana si è assistito ad un significativo rafforzamento del dollaro rispetto all'euro. Da un lato l'asta a tre anni della BCE ha portato ad una nuova e consistente immissione di liquidità denominata in euro, dall'altro la mancanza di accenni al QE3 da parte di Bernanke ha ridotto le aspettative di mercato circa una mossa simile da parte della FED. Siccome il mercato ha percepito un incremento al margine della liquidità europea rispetto a quella USA si è avuto il rafforzamento del dollaro..

## MATERIE PRIME

COMMODITY	02 mar	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
OIL	107.33	-2.2%	9.7%	8.6%
CRB Index	321.9	-1.2%	2.4%	5.4%
Gold	1716	-3.3%	-1.3%	8.9%
Silver	34.95	-1.0%	3.5%	24.0%
Copper	391	1.3%	0.4%	14.0%
Gas	2.48	-2.8%	-0.8%	-17.1%

Settimana negativa per l'indice della materie prime, con un calo sensibile dell'oro. Probabilmente alla base di questo movimento vi è il rafforzamento del dollaro dovuto alle parole della FED.



**PROSSIMA SETTIMANA**

	<b>USA</b>	<b>EMU</b>	<b>EARNINGS</b>
<b>Lunedì 5</b>	ISM non manifatturiero		
<b>Martedì 6</b>			EU: Fresenius USA: Home Depo – Wal-Mart
<b>Mercoledì 7</b>			EU: Valeo – FT – Mediobanca USA: HP
<b>Giovedì 8</b>	Sussidi alla disoccupazione	EMU: comitato mensile BCE	EU: Allianz – Credit Agricole – Tenaris – Telecom IT – DT
<b>Venerdì 9</b>	Mercato del lavoro		EU: Telefonica – BASF USA: JC Penney

**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.