

**IL QUADRO MACRO**

**STATI UNITI**

Settimana ricca di eventi per quanto concerne lo scenario macroeconomico americano, dall'esito nel complesso positivo.

Dal fronte dell'economia reale sono da segnalare i dati positivi sugli ordinativi di beni durevoli, che indicano la volontà delle imprese di espandere la quota di risorse da destinare all'investimento. In accelerazione rispetto al trimestre precedente il dato sulla variazione del PIL del quarto trimestre. Il dato, pur al di sotto delle attese, ha mostrato una progressione dei consumi ed una variazione molto contenuta degli investimenti, le due principali componenti autonome della domanda. Stante le statistiche che provengono dal mercato del lavoro la tendenza ad una maggiore occupazione dovrebbe proseguire, con effetti benefici sui consumi e sulla visibilità della domanda, condizione necessaria alle imprese per poter investire. Inoltre queste ultime soprattutto nel segmento della piccola e media dimensione, beneficiano di una ripresa del credito bancario, per cui manteniamo l'aspettativa di un proseguimento favorevole del trend sugli investimenti. Il contributo alla crescita principale è avvenuto dalle scorte dopo la vistosa flessione in Q3. Visti i trend da noi attesi il dato non dovrebbe anticipare nessun calo della produzione nel prossimo trimestre.

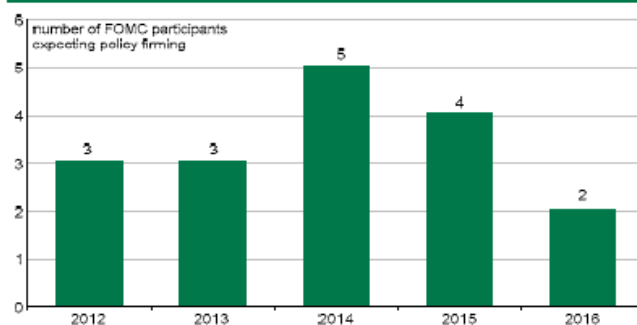
**FOMC Projections Table**

Central Tendency	2012	2013	2014	Longer Run
<b>Change in Real GDP Q4/Q4</b>				
FOMC January 2012 Projection	2.2 to 2.7	2.8 to 3.2	3.3 to 4.0	2.3 to 2.6
FOMC November 2011 Projection	2.5 to 2.9	3.0 to 3.5	3.0 to 3.9	2.4 to 2.7
Credit Agricole CIB Forecast	1.7	2.1		
<b>Unemployment Rate-Average</b>				
FOMC January 2012 Projection	8.2 to 8.5	7.45 to 8.1	6.7 to 7.6	5.2 to 6.0
FOMC November 2011 Projection	8.5 to 8.7	7.8 to 8.2	6.8 to 7.7	5.2 to 6.0
Credit Agricole CIB Forecast	8.7	8.5		
<b>PCE Inflation- Q4/Q4</b>				
FOMC January 2012 Projection	1.4 to 1.8	1.4 to 2.0	1.6 to 2.0	2.0
FOMC November 2011 Projection	1.4 to 2.0	1.5 to 2.0	1.5 to 2.0	1.7 to 2.0
<b>Core PCE Inflation- Q4/Q4</b>				
FOMC January 2012 Projection	1.5 to 1.8	1.5 to 2.0	1.6 to 2.0	
FOMC November 2011 Projection	1.5 to 2.0	1.4 to 1.9	1.5 to 2.0	
<b>Core CPI Inflation- Q4/Q4</b>				
Credit Agricole CIB Forecast	1.7	1.6		

Un altro evento favorevole è stato l'esito del comitato di politica monetaria. La Fed è riuscita ancora una volta a sorprendere le attese su una serie di punti:

- Le aspettative per un rialzo dei tassi sono state traslate in avanti di circa un anno. Come mostra infatti il grafico sotto riportato la maggior parte dei membri del Comitato ipotizza l'avvio del ciclo di rialzi dei tassi non prima del 2014.
- La soglia per l'avvio di una nuova fase di espansione quantitativa (QE3) sembra essere quella di un fallimento dell'economia nell'accelerare ulteriormente, piuttosto che rispondere con nuovi acquisti di asset solo nel caso in cui vi siano avvisaglie di un deterioramento del ciclo. L'impostare la questione su un nuovo stimolo quantitativo in questi termini aumenta considerevolmente le probabilità che questo divenga realtà.

**Chart 1: Appropriate Timing of Policy Firming**



Source: Reuters EcoWin Pro

**AREA EURO**

Anche per l'area euro i dati macro sembrano essere vicini ad un punto di svolta soprattutto per



quanto riguarda gli indicatori di fiducia. In settimana l'indice IFO tedesco ha fatto registrare nella sua componente più prospettica, quella delle aspettative future, il terzo miglioramento consecutivo. Acquista pertanto sempre maggiore peso l'aspettativa che anche per il ciclo europeo il punto di svolta sia prossimo e che pertanto lo scenario sia quello di una moderata recessione (tra Q4 e Q1) a cui dovrebbe fare seguito nel corso del 2012 un'altrettanta modesta ripresa.

Il confronto tra i creditori privati e le autorità greche continua e questo costituisce un fattore di forte incertezza. Il tema fondamentale è se, e a che condizioni, diviene possibile riportare il debito greco su di una traiettoria di sostenibilità. Dato che l'economia è allo stremo non appare verosimile chiedere al popolo greco ulteriori sacrifici quindi l'onere di assicurare la sostenibilità (ed escludendo un default incontrollato) dovrebbe ricadere su di un accordo con i creditori privati o una qualche forma di agevolazione da parte dei creditori internazionali BCE compresa.

## MERCATI EMERGENTI

### I MERCATI

#### OBBLIGAZIONI

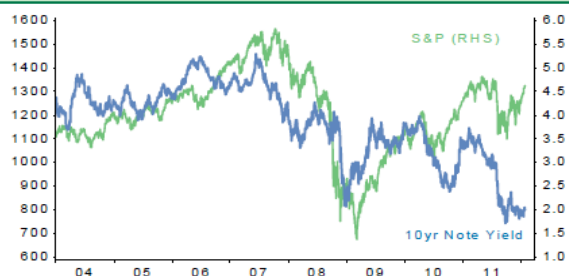
BOND	27 gen	20-gen	30-dic	30 dic 11
USA 10Y	1.93	2.02	1.88	1.88
USA 2Y	0.21	0.24	0.24	0.24
GER 10Y	1.86	1.93	1.83	1.83
GER 2Y	0.19	0.21	0.14	0.14
Euribor 3m	1.14	1.18	1.36	1.36
Euro\$ 3m	0.55	0.56	0.58	0.58
Itrax Crossover	603	648	755	755

L'azione delle banche centrali ha oramai "anestetizzato" da qualche mese i mercati obbligazionari di qualità, come quello tedesco ed americano. In particolare quest'ultimo non ha

L'atteso appuntamento con la Banca Centrale Indiana si è concluso in linea con le aspettative, con un mantenimento dei tassi al livello corrente. Sono stati interessanti i commenti al margine dell'autorità monetaria che, pur in un contesto di estrema vigilanza nei confronti delle dinamiche dei prezzi, si è dimostrata più incline a politiche monetarie più accomodanti. Sempre in Asia, prendendo come proxy del ciclo economico il mercato coreano, i dati sul GDP dell'ultimo trimestre 2011 sono stati inferiori alle attese, pur se in progresso ancora dello 0,4% su base mensile. Nell'Europa dell'Est le evidenze relative al reddito disponibile, ai salari e alle vendite al dettaglio in Russia hanno rassicurato sullo stato di salute del consumatore. Lo scenario in precedenza delineato si sta materializzando, con le principali economie emergenti in rallentamento, in alcuni casi in modo superiore alle attese, ma con una leva monetaria e fiscale in attesa di essere utilizzate.

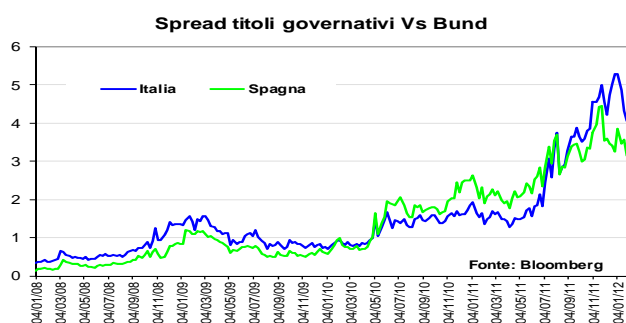
risposto con un rialzo dei tassi, neppure sulle parti a lunga, al miglioramento dell'evidenza macro USA. Cosa che invece è successa, come mostra il grafico sotto riportato, per il mercato azionario.

**Dovish Fed Fuelling the Decoupling of Stocks and Bonds**



Le ultime indicazioni della FED hanno indubbiamente rafforzato il convincimento del mercato che per un periodo considerevole di tempo non verrà dalla banca centrale nessun input negativo per quanto riguarda i tassi di interesse.

Continua il movimento di restringimento sui due mercati obbligazionari periferici più rilevanti: quello italiano e quello spagnolo. Soprattutto sulle parti a lunga della nostra curva degli spread, come mostra il grafico sotto riportato, vi è ancora spazio per un restringimento del differenziale con il Bund. Pertanto manteniamo una propensione favorevole all'investimento sull'obbligazionario domestico.



## AZIONI

EQUITY	27 gen	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
<b>S&amp;P 500</b>	1317.00	0.12%	4.72%	4.72%
<b>Stoxx 600</b>	256.17	0.13%	4.76%	4.76%
<b>Eurostoxx50</b>	2439.85	0.53%	5.32%	5.32%
<b>Topix</b>	761.13	0.75%	4.46%	4.46%
<b>FTSE Asia exJp</b>	447.86	2.51%	10.46%	10.46%
<b>FTSE Emer Mkt</b>	510.90	2.36%	11.04%	11.04%
<b>VIX</b>	19.14	0.86	-4.26	-4.26
<b>V2X</b>	24.61	-0.42	-7.54	0.56

E' continuato anche in settimana il *momentum* positivo sulle asset class di rischio che ha portato i progressi dei mercati azionari da inizio anno mediamente fra il 4 e il 10%. I maggiori rialzi, anche in settimana, si registrano sui mercati emergenti, grazie ai dati macro più incoraggianti rispetto alle attese e la leva della politica monetaria delle autorità, molto attente a non far rallentare troppo bruscamente la crescita. Di supporto ai mercati azionari in generale sono state, come detto sopra, anche le parole della FED che ha ulteriormente allontanato l'orizzonte di eventuali rialzi dei tassi di interesse ed è apparsa pronta per eventuali ulteriori stimoli quantitativi se si rendesse necessario.

Ancor più indicativa del sentiment positivo dei mercati in queste prime settimane d'anno è stata l'evidenza della compressione della volatilità; sia sull'S&P500 che sul DJEurostoxx50 siamo tornati a livelli che non si vedevano dal luglio dello scorso anno, momento di avvio della fase acuta della crisi. Sul fronte macro i dati macro, come abbiamo visto sopra, sono di supporto ai movimenti dei listini, mentre la principale incognita rimane il PSI (Private Sector Involvement) sulla Grecia, ovvero il livello di partecipazione alle perdite del settore privato alla ristrutturazione "volontaria" del debito governativo, attraverso lo swap di titoli in circolazione con altri di nominale inferiore, cedole crescenti e scadenze allungate. I negoziati proseguono da diverse settimane e nonostante le indiscrezioni di progresso, l'accordo non è ancora stato definito mentre i tempi tecnici stringono, prima della prossima scadenza di titoli governativi in marzo.

Nel frattempo prosegue la reportistica societaria, che negli USA è giunta circa al 50% delle società, con un tasso di sorprese positive nel complesso inferiore ai trimestri precedenti. Fra i settori che hanno continuato a riportare meglio delle stime troviamo la tecnologia, trainata dai numeri di Apple. Sul fronte opposto abbiamo invece visto profitti e ricavi al di sotto delle attese nel settore finanziario. Le stime sul 2012 continuano ad essere riviste al ribasso con il range fra gli analisti top-down e bottom-up che si è portato rispettivamente a 5-9%.

FY2011 ESTIMATE	Q111	Q211	Q311	Q411	FY11	FY11	FY11
Consumer Discretionary	4,67	5,38	5,18	5,23	20,5	\$ 9,3	13%
Consumer Staples	4,92	5,39	5,51	5,44	21,3	\$ 10,3	10%
Energy	10,81	12,98	14,11	11,24	49,1	\$ 14,2	40%
Financials	3,75	3,95	4,48	3,86	16,0	\$ 14,5	9%
Health Care	7,70	8,27	7,70	8,06	31,7	\$ 11,9	10%
Industrials	4,56	5,54	5,44	5,46	21,0	\$ 9,2	14%
Information Technology	7,18	7,69	7,32	8,98	31,2	\$ 18,7	19%
Materials	4,96	5,44	3,92	2,93	17,3	\$ 3,4	30%
Telecom Services	1,91	1,78	1,95	1,33	7,0	\$ 2,1	-5%
Utilities	3,15	2,87	4,13	2,32	12,5	\$ 3,2	1%
<b>S&amp;P500</b>	<b>22,56</b>	<b>24,86</b>	<b>25,29</b>	<b>24,05</b>	<b>96,8</b>	<b>\$ 96,8</b>	<b>16%</b>
<b>S&amp;P500 ex Financials</b>						<b>\$ 82,3</b>	<b>17%</b>
<b>FY2011 ESTIMATE</b>	<b>Q111</b>	<b>Q211</b>	<b>Q311</b>	<b>Q411</b>	<b>Var%</b>	<b>FY11</b>	



FY2012 ESTIMATE	Q112	Q212	Q312	Q412	FY12	FY12	FY12
Consumer Discretionary	4,85	5,61	5,73	6,30	22,5	\$ 10,2	10%
Consumer Staples	5,14	5,82	5,97	6,07	23,0	\$ 11,1	8%
Energy	11,83	12,56	13,13	13,41	50,9	\$ 14,8	4%
Financials	4,09	4,31	4,36	4,65	17,4	\$ 15,8	9%
Health Care	8,72	8,78	8,84	8,77	35,1	\$ 13,2	11%
Industrials	5,33	6,05	6,15	6,29	23,8	\$ 10,4	13%
Information Technology	7,77	8,42	8,92	10,28	35,4	\$ 21,2	14%
Materials	4,55	5,20	4,43	4,26	18,4	\$ 3,6	7%
Telecom Services	1,88	2,06	2,06	1,91	7,9	\$ 2,4	13%
Utilities	3,20	2,70	4,13	2,59	12,6	\$ 3,2	1%
S&P500	24,40	26,24	27,14	28,15	105,9	\$ 105,9	9%
S&P500 ex Financials						\$ 90,1	10%

## VALUTE

CURRENCY	27 gen	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
EUR / USD	1.3134	1.6%	1.3%	1.3%
EUR / YEN	100.90	1.4%	1.1%	1.1%
USD / YEN	76.83	-0.2%	-0.2%	-0.2%

Nelle ultime settimane si è invertito il trend di rafforzamento del dollaro rispetto all'euro. Da un lato gli investitori sembrano guardare con animo più ottimista alle vicissitudini dell'area euro, come anche testimoniato dal continuo restringimento degli spread, e dall'altro le ultime indicazioni della FED hanno aumentato le aspettative di un possibile QE3 con effetti negativi sulla valuta americana.

## PROSSIMA SETTIMANA

	USA	EMU	EARNINGS
<b>Lunedì 30</b>	Redditi e consumi personali	EMU: Economic confidence	EU: Philips
<b>Martedì 31</b>			EU: Santander, Enel USA: Eli Lilly, Exxon, UPS
<b>Mercoledì 1</b>	Sondaggio ADP sull'occupazione; ISM manifatturiero	EMU: Inflazione	EU: Roche, Infineon, Fiat USA: Ford
<b>Giovedì 2</b>	Sussidi alla disoccupazione;		EU: Deutsche Bank, Unilever, Royal Dutch, BBVA, LVMH USA: Dow Chemical, JC Penny, Gap, Mastercard
<b>Venerdì 3</b>	Mercato del lavoro;		EU: BT

## Movimenti di portafoglio

Sulla linea Bilanciata, e entro questa settimana anche sulla linea Aggressiva, nella componente equity aumentiamo l'esposizione ai mercati emergenti riducendo l'investito sul mercato americano alla luce del clima più costruttivo che si registra nell'area. Sulla linea Prudente l'esposizione ai paesi emergenti viene conseguita mediante un aumento della quota azionaria riducendo così il sottopeso in essere. Sulla linea Prudente, Bilanciata e Aggressiva aumentiamo l'esposizione al reddito fisso italiano mediante l'investimento in Fds Euro attingendo dalla



liquidità alla luce delle manovre varate dal governo Monti e dell'opera di sostegno svolta dalla BCE.

**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.