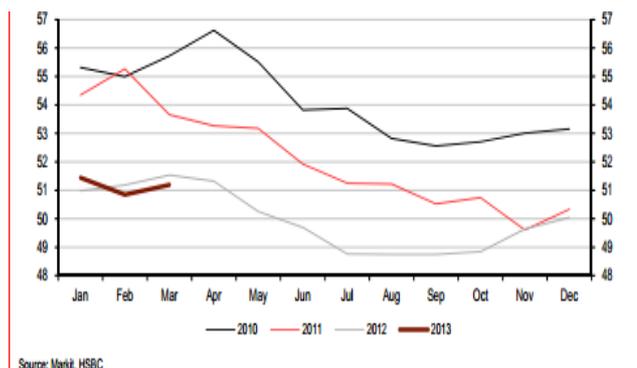


**IL QUADRO MACRO**

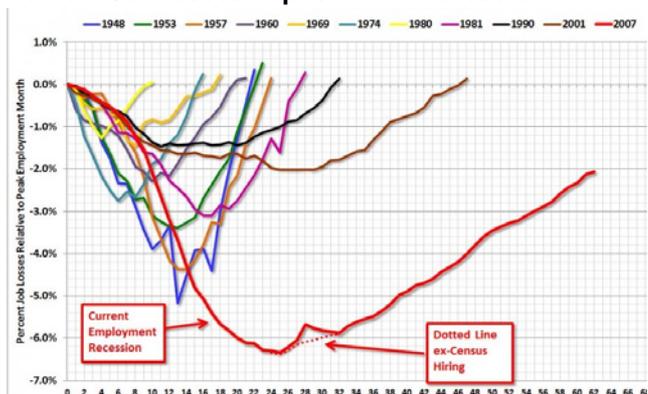
**STATI UNITI**

**Global Facturing PMI 2010-2013**



Sarà una coincidenza ma anche quest'anno l'avvio della primavera è coinciso con una serie di letture negative sugli indicatori di crescita. ISM manifatturiero e non, sussidi alla disoccupazione e mercato del lavoro hanno deluso le attese. Ciò era successo anche nel 2011 e nel 2012 e questo ha subito indotto alcuni commentatori a fare il parallelo con le fasi di rallentamento osservatesi nei due anni precedenti.

**Percent Job losses in post WWII Recession**



Fonte: Bloomberg

Un rationale ci potrebbe essere, ed è quello rappresentato dagli effetti della politica fiscale sulle decisioni di spesa di famiglie e imprese. In parte tale dinamica è stata già anticipata dagli analisti, per cui l'incertezza è rappresentata più dall'entità del rallentamento che dal suo verificarsi.

**AREA EURO**

Il commento di Draghi alla decisione del Consiglio Direttivo della BCE di non apportare modifiche alla condotta della politica monetaria ha chiarificato il pensiero della banca su alcuni punti.

La BCE ha preso atto del rinnovato pessimismo nelle attese degli operatori economici e Draghi, con una serie di passaggi verbali (tra cui spicca il "monitor very closely" usato da Trichet per segnalare in anticipo una mossa sui tassi), ha lasciato intendere di essere pronta a ridurre il costo del denaro di 25 p.b. in tempi brevi qualora le attuali tendenze del ciclo economico dovessero mantenersi invariate. In particolare il deterioramento delle aspettative anche in paesi che non soffrono alcun *credit crunch*, come nel caso della Francia, testimonia le carenze da domanda in questo momento presenti nell'area euro forse più importanti degli effetti negativi dovuti alla stretta del credito operata dalle banche.

Per quanto riguarda il tema delle misure di sostegno al credito verso le piccole e medie imprese la BCE non pare sul punto di prendere nuove iniziative. Il tema non sembra tanto essere una preclusione ideologica nel farsi carico in qualche modo del rischio di credito, quanto il fatto che iniziative analoghe già partite in altri paesi (UK) non sembrano sortire particolari effetti. Il cantiere delle idee è aperto, con esiti che a seconda dei commentatori variano dall'ineluttabilità di una



qualche forma di intervento, magari lasciando margini di manovra alle banche centrali nazionali, alla sostanziale inazione per carenza di vie praticabili.

Riguardo al “metodo Cipro” il Governatore Draghi non ha fatto obiezioni al fatto che vengano coinvolti i soggetti privati nel caso di dissesto finanziario di una banca. Il punto per la BCE è che devono essere definite ex ante delle regole di comportamento e in particolare deve essere definito il perimetro di quali asset sono a rischio di coinvolgimento nel caso in cui un nuovo evento si ripresenti. Per la BCE il tema non è “coinvolgimento del settore privato sì o no” quanto piuttosto la definizione ex ante di una procedura che ne regoli il funzionamento, piuttosto che un approccio dettato dalle circostanze contingenti.

Un altro punto degno di nota è stato quello in cui Draghi ha detto che ora la zona euro è in grado di affrontare una crisi importante senza che questa pregiudichi l'esistenza della moneta unica o che porti a problemi sistemici. Lettura troppo compiacente dell'atteggiamento benevolo assunto fino ad ora dai mercati o affermazione fondata sulla potenza di fuoco dell'OMT? Difficile dare una risposta, c'è da sperare che ai mercati non venga in mente di testare queste nuove affermazioni del Governatore.

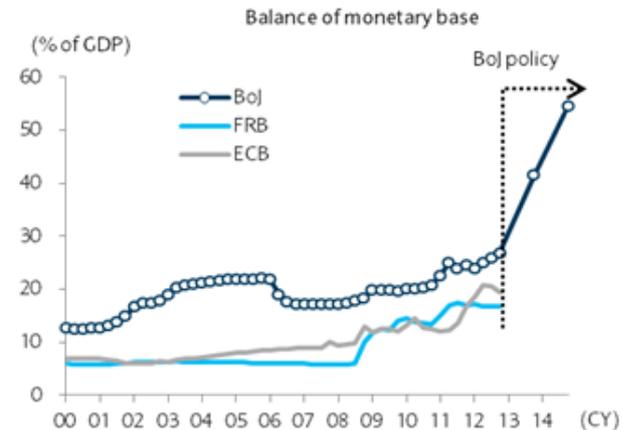
Nel confronto con le altre banche centrali (si veda cosa ha fatto la Banca del Giappone nello stesso giorno) la BCE ha chiaramente dato l'impressione di essere quella meno propensa a intraprendere nuove misure non convenzionali.

## GIAPPONE

La Banca del Giappone è riuscita a sorprendere al rialzo aspettative già molto ottimistiche circa la propria condotta futura. Il nuovo Governatore Kuroda al suo debutto ha reso noto che la banca d'ora in poi si concentrerà sulla quantità di moneta emessa e non più sul tasso di interesse. Infatti nelle

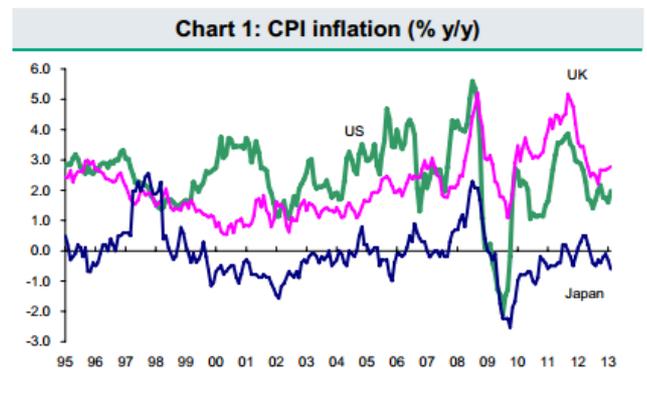
sue previsioni il bilancio della BoJ passerà dall'attuale 35% del PIL al 60% nel 2014.

The BoJ's monetary base to stand out toward 2014



Note: Base money = outstanding banknotes + central bank deposits. Source: BoJ, FRB, ECB, Barclays Research

La liquidità così generata andrà ad acquistare titoli di Stato su ogni tipo di scadenza, ETF e REIT (Real Estate Investment Trust, società quotate il cui fine è l'acquisto di immobili destinati a produrre redditi da locazione). L'obiettivo dichiarato con molta enfasi è quello di riportare al più presto possibile il tasso di inflazione in area 2% con un orizzonte non superiore ai due anni.



Source: Ecwin, BNP Paribas

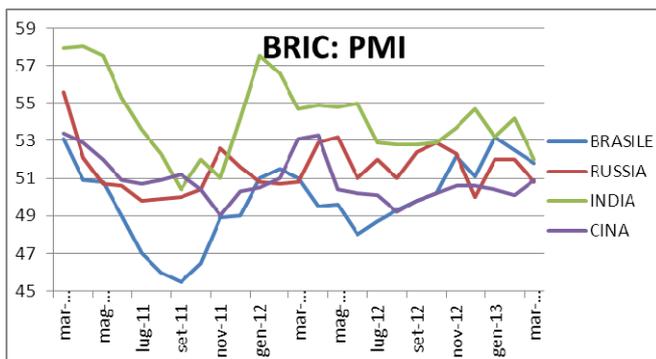
La “gamba monetaria” della politica economica giapponese è ora pienamente dispiegata. I prossimi



passi saranno il sostegno alla domanda con più spesa pubblica e, ultimo e più difficile passo, le riforme strutturali per incrementare la produttività del sistema paese.

## PAESI EMERGENTI

Il quadro delineato dalle recenti evidenze macroeconomiche per i paesi emergenti è quello di una crescita modesta, come segnalato ad esempio dagli indici anticipatori PMI relativi al mese di marzo. Questi si sono assestati a livelli sempre compatibili con l'espansione economica, ma inferiori rispetto alle ultime letture in America Latina e nell'Est Europa, più alti dei precedenti, invece, in Asia. Delle tre aree geografiche quest'ultima è sicuramente quella che in questo momento sembra godere di uno stato di salute migliore. Bisogna però distinguere tra Cina, dove l'eccessivo espandersi dei crediti "paralleli" sta preoccupando le stesse autorità, e il resto dell'Asia dove la stabilizzazione economica sembra più chiara, trainata ancora dall'export che in Corea ha ripreso il segno positivo del ritmo di crescita anno su anno (anche se di entità inferiore alle aspettative).



Fonte: Bloomberg

Se dal lato delle politiche monetarie non si registrano novità, con il mantenimento dei tassi fermi nelle ultime riunioni delle Banche Centrali di Russia, Turchia, Ungheria e Israele, alcune novità di carattere positivo si potrebbero materializzare per quanto riguarda le politiche fiscali. La ripresa

economica in Corea sembra ancora troppo fragile e soprattutto minata dalla concorrenza della valuta debole giapponese; da tempo ci si aspetta un intervento da parte del Governo coreano che proprio negli scorsi giorni, per il tramite del Ministro delle Finanze ha ribadito la necessità di implementare un ulteriore piano fiscale a sostegno dell'economia (che a questo punto è atteso a giorni).

## I MERCATI

### OBBLIGAZIONI

BOND	05 apr	28-mar	08-mar	31 dic 12
USA 10Y	1.69	1.85	2.04	1.76
USA 2Y	0.22	0.24	0.25	0.25
GER 10Y	1.21	1.29	1.53	1.32
GER 2Y	0.02	-0.02	0.09	-0.02
Euribor 3m	0.21	0.21	0.20	0.19
Euro\$ 3m	0.28	0.28	0.28	0.31
Itrax Crossover	480	486	402	482

I dati USA negativi e l'aumento della probabilità di un ribasso dei tassi da parte della BCE hanno portato a una discesa moderata dei rendimenti a scadenza sulle curve americana e tedesca. A fronte di un rinnovato clima di incertezza con prese di beneficio su alcune attività di rischio si segnala la tenuta degli spread europei, sia sui governativi sia sui corporate.

### AZIONI

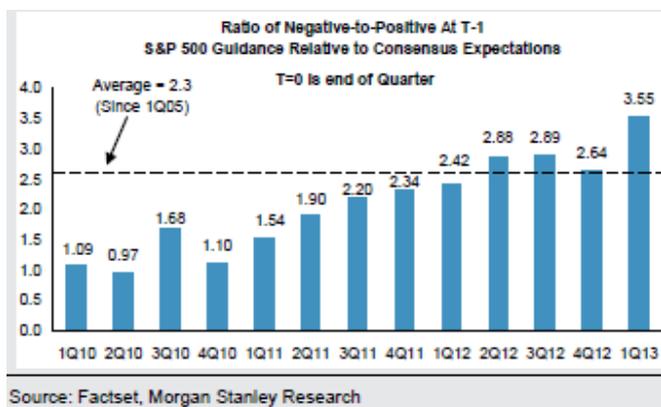
EQUITY	05 apr	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
S&P 500	1547.81	-1.36%	-0.22%	8.53%
Stoxx 600	286.86	-2.36%	-2.94%	2.57%
Eurostoxx50	2582.92	-1.57%	-5.35%	-2.01%
Topix	1066.24	2.84%	4.48%	24.01%
FTSE Asia exJp	476.60	-2.14%	-4.59%	-1.24%
FTSE Emer Mkt	504.19	-2.04%	-5.26%	-4.01%
VIX	14.47	1.77	1.88	-3.55
V2X	22.59	1.70	5.21	1.24



I più recenti indicatori macro, come sopra evidenziato, nel corso dell'ultimo mese hanno dato segnali di possibile rallentamento della crescita negli USA e in Asia e di mancata ripresa in Europa. Sull'Europa inoltre, il Presidente Draghi, a margine della riunione di politica monetaria della BCE, ha sottolineato l'intensificarsi dei rischi al ribasso sul ciclo dell'Eurozona.

Oltre a ciò sulla propensione al rischio degli investitori pesano anche, da un lato, le incertezze politiche dello stallo post-elettorale italiano e le crescenti polemiche sull'ennesimo intervento "scomposto", senza una precisa strategia comunitaria, dell'intervento su Cipro.

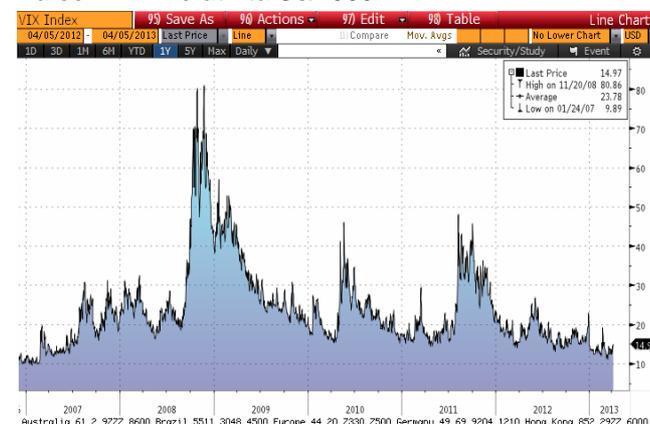
Dall'altro, dopo la recente stabilizzazione delle stime di crescita degli EPS, i preannunci in America si stanno presentando peggiori della media degli ultimi trimestri. La prossima settimana, come di consueto, Alcoa avvierà la stagione di reportistica sul primo trimestre dell'anno, con le prime grandi banche che seguiranno nei giorni successivi.



Il rationale di investimento sui mercati azionari rimane per ora inalterato: ripresa – moderata – negli USA e crescita nei paesi emergenti, dinamiche attese degli utili societari positive per quest'anno e il prossimo – ora anche per l'Europa – nonché politiche monetarie sempre più espansive - da ultima la BoJ - valorizzano la tesi di maggiore attrattività dell'equity rispetto al reddito fisso.

Tuttavia dopo il significativo progresso di alcuni mercati, soprattutto quello americano sulle attese di accelerazione nel tasso di crescita – che vengono sempre più attribuite all'efficacia delle politiche monetarie della FED – qualche dato che al margine appare meno positivo di quanto previsto può dare luogo a una ripresa di quella volatilità che nel corso del primo trimestre dell'anno era tornata a livelli pre-crisi.

### Indice VIX – volatilità S&P500



Fonte: Bloomberg

### Indice V2X – volatilità DJEurostoxx50



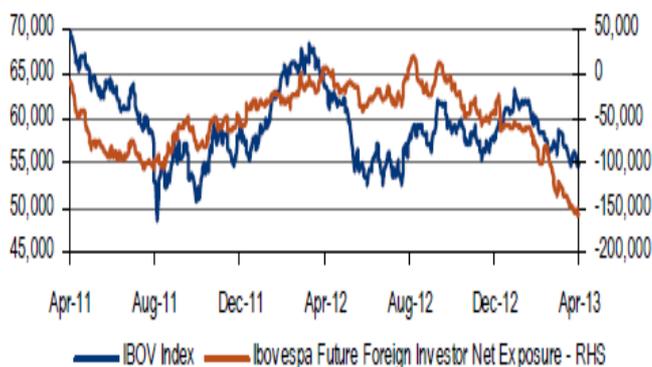
Fonte: Bloomberg

In questo contesto può essere opportuno posizionare i portafogli sempre correlati alla crescita con le quote azionarie investite e allocare qualche *basis points* a strategie di copertura



opzionale per proteggersi da possibili fasi di ribasso nel corso dei prossimi mesi.

#### Borsa brasiliana e investitori esteri



Fonte: Bloomberg

I mercati emergenti non sono proprio nel favore dei principali gestori internazionali: ai timori per una crescita economica non brillante stanno facendo da contraltare le attese sulla crescita degli utili che, dopo un periodo di continue revisioni al ribasso, sembra essersi finalmente assestata. Anche le prime indicazioni che provengono dalla reportistica cinese (banche con margini in calo e manifattura in difficoltà per l'export) sembrano essere non confortanti in valore assoluto, ma in linea con le aspettative degli analisti. A incrinare il *sentiment* si sono anche affacciate le tensioni geopolitiche tra le due Coree, il manifestarsi di alcuni decessi da influenza aviaria in Cina (che ha fatto perdere al mercato domestico il 3% in una sola giornata) e lo stop al rinnovo di una licenza per un farmaco antitumorale in India.

#### VALUTE

CURRENCY	05 apr	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
EUR / USD	1.3035	1.7%	0.3%	-1.2%
EUR / YEN	126.64	5.0%	1.8%	10.8%
USD / YEN	97.16	3.3%	1.5%	12.2%

La mossa a sorpresa della Banca Centrale giapponese ha prolungato la fase di debolezza dello yen, che contro dollaro ha quasi raggiunto quota 100. Brusca inversione di marcia invece per quanto riguarda l'euro/dollaro, che dopo un mese di marzo tutto all'insegna della debolezza ha effettuato un significativo ritracciamento, dopo i dati americani deludenti sul mercato del lavoro.

#### MATERIE PRIME

COMMODITY	05 apr	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
OIL	92.50	-4.9%	0.6%	0.7%
CRB Index	287.9	-2.9%	-2.2%	-2.4%
Gold	1567	-1.7%	-0.7%	-6.5%
Silver	27.13	-4.4%	-6.4%	-10.3%
Copper	335	-1.6%	-4.6%	-8.3%
Gas	4.08	1.4%	12.5%	21.8%

Con la sola eccezione del gas naturale, tutto l'insieme delle commodities, e in particolare i metalli, sta continuando a deludere e a sottoperformare altre classi di attivo. Le motivazioni secondo alcuni analisti sono da ricercare in primo luogo nella dinamica della crescita globale che nel primo trimestre del 2013 ha visto protagoniste le economie sviluppate, e in particolare gli USA, rispetto alle economie emergenti. Ricordiamo che in generale le economie emergenti sono più "commodities intensive". Inoltre sembra permanere un certo equilibrio tra domanda e offerta sui rispettivi mercati fisici che mantiene un limite all'aumento dei prezzi.



**UBS Economic Surprise Index**



Fonte: Bloomberg

Per quanto riguarda l'oro, ci stiamo avvicinando a livelli di ritracciamento dai valori massimi raggiunti nel 2011 che potrebbero preludere a una fase di lento e progressivo bear market. Flussi in uscita dagli investimenti auriferi finanziari e, soprattutto, un'inflazione che non si scorge ancora nonostante le politiche monetarie ultraespansive (confermate ancora in quest'ultima settimana da tutte le principali banche centrali), stanno esercitando significative pressioni al ribasso sui prezzi.

**UBS Economic Surprise Index**



Source: Bloomberg, UBS

**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.

