

IL QUADRO MACRO

STATI UNITI

Come da attese la FED ha ridotto di altri 10 mld di dollari il ritmo di acquisto di obbligazioni sul mercato, proseguendo nel processo di assorbimento dello stimolo quantitativo, il cosiddetto "tapering".

GDP BY EXPENDITURE (%Q/Q ANN)									
	Personal Consumption Expenditure	Business Investment	Residential Investment	Government Expenditure	Change in Private Inventories (\$bn)	Exports	Imports	GDP q/q ann	GDP y/y
Q2 13	1.8	4.7	14.2	-0.4	56.6	8.0	6.9	2.5	1.6
Q3 13	2.0	4.8	10.3	0.4	115.7	3.9	2.4	4.1	2.0
Q4 13	3.3	3.8	-9.8	-4.9	127.2	11.4	1.0	3.2	2.7

Source - US Commerce Dept

La banca centrale ritiene che l'economia americana possa reggere il processo di graduale riduzione degli stimoli senza che questa situazione possa essere messa in dubbio dall'attuale fase di turbolenza sui mercati emergenti. Anzi, il tono sullo stato dell'economia USA è risultato più ottimista che nel recente passato, e poco preoccupato dalla debolezza degli ultimi dati sul mercato del lavoro.

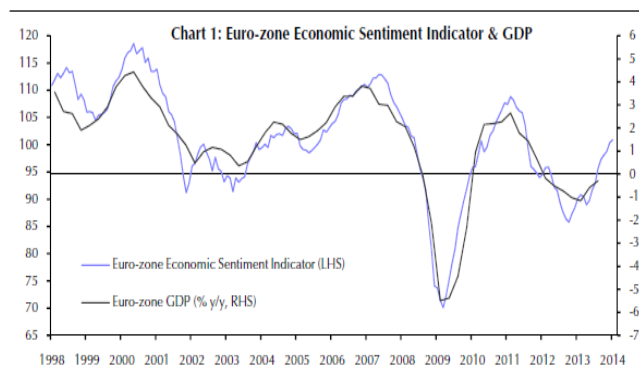
Quindi molto probabilmente la FED proseguirà nel ridurre lo stimolo a passi di 10 mld ad ogni meeting, con il prossimo appuntamento il 19 marzo. L'altro punto interrogativo per i mercati era quello circa la forward guidance, ovverosia il set di condizioni economiche che determinerebbero l'avvio della fase di rialzo dei tassi. Su questo punto non vi sono state novità, quindi la palla passa al nuovo Governatore Yellen che presiederà la FED per i prossimi quattro anni.

Come da attese i dati sul PIL USA del quarto trimestre hanno mostrato un'economia saldamente ancorata ad un tasso di crescita dell'ordine del 3%. Bene la domanda interna, i consumi in particolare, ma anche gli investimenti, senza però essere esuberanti. Date le statistiche mensili più recenti non sembra preoccupare il calo del settore edilizio, mentre un contributo assai positivo è giunto dalla bilancia commerciale e dalle scorte. Questi due

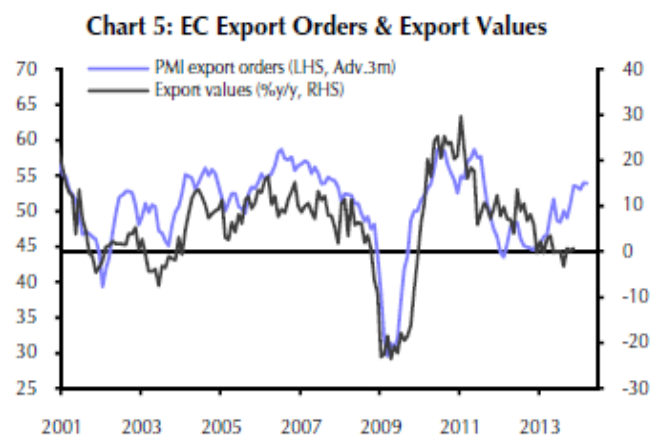
ultimi fattori non si dovrebbero riproporre nel 2014, mantenendo gli attuali livelli senza porre quindi interrogativi alla banca centrale circa le prossime mosse future in merito al QE.

AREA EURO

Ancora una conferma dagli indicatori anticipatori, questa volta in particolare quello aggregato elaborato dalla Commissione Europea, circa la fase di moderata ripresa in essere nell'area euro.

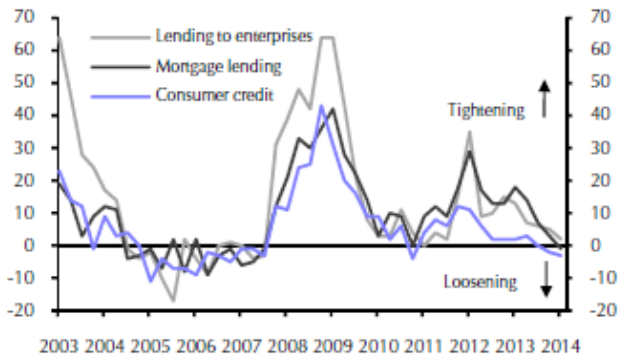


Continua la ripresa anche per il sentiment della periferia, in special modo in Spagna, mentre la dinamica dell'euro non sembra tale da affievolire l'ottimismo degli esportatori.



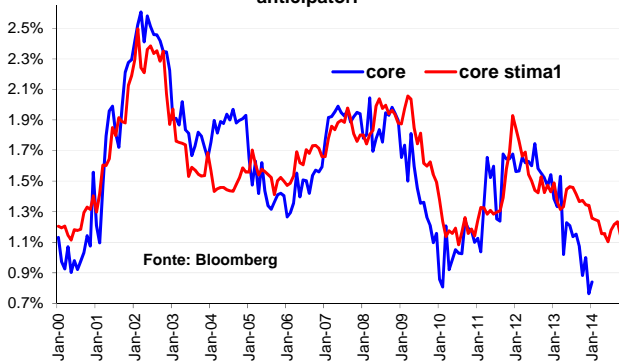
Altra statistica degna di rilievo è quella relativa al sondaggio sulle condizioni del credito elaborata dalla BCE che mostra, parallelamente al miglioramento del ciclo, una moderata attenuazione delle condizioni restrittive praticate dalle banche.

Chart 9: ECB Bank Lending Survey: Change in Bank's Credit Conditions Over the Previous Quarter



In deterioramento l'inflazione *headline*, mentre la *core* è risultata più stabile anche se lontana dai livelli suggeriti dagli indicatori anticipatori.

Inflazione core e stima sulla base degli indicatori anticipatori



PAESI EMERGENTI

	1 Day	1 Week	1 Month	YTD
SHANGHAI SE COMPOSITE	-0,82%	-1,04%	-2,40%	-3,92%
KOSPI INDEX	0,00%	0,03%	-0,26%	-3,49%
TAIWAN TAIEX INDEX	0,00%	-1,58%	-0,98%	-1,73%
S&P BSE SENSEX INDEX	-0,65%	-2,93%	-1,62%	-3,10%
FTSE Bursa Malaysia KLCI	0,83%	0,08%	-1,67%	-3,37%
JAKARTA COMPOSITE INDEX	0,03%	-0,42%	3,78%	3,38%
STOCK EXCH OF THAI INDEX	0,22%	-3,07%	4,06%	-1,88%
BRAZIL IBOVESPA INDEX	-1,08%	-1,56%	-7,72%	-8,24%
MEXICO IPC INDEX	0,78%	0,07%	-2,51%	-4,08%
MICEX INDEX	-0,77%	-2,87%	-0,98%	-2,88%
FTSE/JSE AFRICA TOP40 IX	-1,13%	-2,94%	-1,51%	-1,13%
BIST 100 INDEX	-0,67%	-4,28%	-10,10%	-3,47%

La turbolenza cominciata alla fine della settimana scorsa è dovuta principalmente a tensioni e idiosincrasie nei paesi con situazioni che continuano a non convincere i mercati finanziari, a causa di current account deficit, tensioni politiche o stallo nel procedere con le necessarie riforme. Sia dal lato valutario sia da quello azionario i paesi più bersagliati sono risultati quindi 3 dei *Fragile Five* (Brasile, Sudafrica e Turchia) e la Russia. Le banche centrali dei primi hanno risposto (con diversa prontezza) con movimenti dei tassi di riferimento, che nel dettaglio corrispondono a un rialzo di 50 p.b. in Brasile e Sudafrica e ben 550 in Turchia (anche se, con il passaggio al tasso repo – tasso di riferimento della banca centrale - ad una settimana il rialzo effettivo è stato “soltanto” di 225 p.b.). Nonostante queste misure i mercati non hanno ancora smesso di tenere sotto tiro in particolare Turchia e Sudafrica. Anche l'India ha (inaspettatamente) deciso un rialzo dei tassi di 25 punti, dovuto più ad un bisogno di aggredire l'elevata inflazione che a preservare la valuta da attacchi speculativi.



	1 Day	1 Week	1 Month	YTD
CNY	-0,08%	-0,14%	-0,16%	-0,10%
KRW	0,00%	0,34%	-1,87%	-1,40%
TWD	0,00%	-0,28%	-1,32%	-1,63%
INR	-0,34%	-1,14%	-0,75%	-1,31%
MYR	-0,30%	-0,45%	-1,79%	-2,12%
IDR	-0,37%	-0,37%	-0,41%	-0,33%
THB	-0,23%	-0,30%	-0,06%	-0,36%
BRL	0,85%	-1,24%	-0,95%	-2,47%
MXN	0,26%	0,30%	-1,79%	-1,75%
RUB	0,60%	-2,25%	-5,31%	-6,01%
ZAR	0,67%	-1,51%	-4,41%	-6,06%
TRY	0,41%	1,78%	-3,33%	-4,40%

Ulteriore tensione è giunta dalla Cina, dopo il dato di PMI definitivo sotto 50 (49,5) e le paure legate al default di un trust da 3 miliardi di RMB, evitato all'ultimo momento solamente grazie all'intervento di tre entità non identificate (quasi sicuramente statali). Se il primo segnale è indice dell'ormai famigerato rallentamento controllato, che riteniamo comunque positivo, la crescente tensione dal lato *shadow banking* (sistema bancario parallelo, non regolamentato) continuerà probabilmente a spaventare i mercati, nonostante il paese abbia le risorse per tenere sotto controllo anche questo problema. Sarà determinante, come sempre, la forza di volontà delle autorità nell'aggregare questi temi.

In generale, non crediamo che i problemi dei singoli paesi (soprattutto in area EMEA) possano portare a contagi sistemici, soprattutto in base al fatto che i fondamentali risultano sostanzialmente invariati.

I MERCATI

OBBLIGAZIONI

BOND	31 gen	24-gen	03-gen	31 dic 13
USA 10Y	2.65	2.72	2.99	3.03
USA 2Y	0.33	0.34	0.40	0.38
GER 10Y	1.66	1.66	1.94	1.93
GER 2Y	0.06	0.13	0.21	0.21
Euribor 3m	0.30	0.30	0.28	0.29
Euro\$ 3m	0.24	0.24	0.24	0.25
Itrax Crossover	306	314	284	287

La fase di avversione al rischio originatasi nei paesi emergenti e che ha determinato l'andamento delle principali asset class ha determinato il classico movimento di *fly to quality*, dal quale hanno tratto beneficio i titoli obbligazionari tripla A quali Treasury e Bund. Tale fenomeno è stato particolarmente evidente sulle parti a lunga della curva, la cui discesa dei tassi da inizio anno ha raggiunto una significativa entità.

AZIONI

EQUITY	31 gen	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
S&P 500	1794.19	0.22%	-2.03%	-2.93%
Stoxx 600	318.71	-1.86%	-2.73%	-2.91%
Eurostoxx50	2969.46	-1.94%	-3.41%	-4.49%
Topix	1220.64	-3.48%	-7.00%	-6.27%
MSCI Asia exJp	523.06	-1.34%	-2.85%	-5.15%
MSCI Emer Mkt	936.37	-1.42%	-4.40%	-6.61%
VIX	17.29	-0.85	3.53	3.57
V2X	24.12	3.18	6.12	6.86

Le tensioni legate agli emergenti sono state il principale driver del movimento di quest'asset class, il cui scenario per il prosieguo dell'anno rimane costruttivo, nonostante la recente correzione. Leggero allentamento della volatilità USA, che ha comunque registrato un deciso aumento rispetto ai livelli minimi di fine 2013. In accelerazione quella europea.

La reporting season USA ha raggiunto il 65% della capitalizzazione dell'indice. La media delle sorprese sugli utili ammonta al +6%, leggermente al di sopra delle media storica di +5%. Finora la crescita degli utili è al 9%.

In Europa la stagione è ancora nella sua fase iniziale, con solo il 20% delle imprese dello Stoxx 600 (market-cap weighted) che ha già presentato i risultati. Finora la crescita è vicina allo zero, con pochissime divergenze dalle aspettative degli analisti.



VALUTE

CURRENCY	31 gen	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
EUR / USD	1.3496	-1.4%	-0.8%	-2.1%
EUR / YEN	138.00	-1.4%	-2.9%	-4.9%
USD / YEN	102.25	0.0%	-2.1%	-2.9%

Coerentemente con l'ampliarsi del differenziale dei tassi americani rispetto a quelli tedeschi si è avuto un rafforzamento della valuta americana rispetto all'euro. Questo è stato probabilmente il principale fattore che ha determinato il movimento della moneta unica rispetto al dollaro, dato che non vi sono stati altri fattori causali di rilievo. In particolare sul differenziale dei tassi hanno pesato da un lato i dati positivi sull'economia USA e il proseguimento del tapering da parte della FED, dall'altro la perdurante debolezza dell'inflazione europea che mantiene vivi i timori di deflazione nel nostro Continente.

MATERIE PRIME

COMMODITY	31 gen	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
OIL	97.41	0.8%	3.7%	-1.0%
CRB Index	283.1	0.2%	2.4%	1.0%
Gold	1253	-0.8%	1.2%	4.0%
Silver	19.40	-1.9%	-4.0%	-0.3%
Copper	320	-2.1%	-4.5%	-5.7%
Gas	4.94	-4.7%	14.7%	16.7%

Guardato da inizio anno anche il mercato delle materie prime fotografa i temi prevalenti sulle altre asset class: il rame, commodity ciclica per eccellenza, è negativa da inizio anno, mentre l'oro, bene rifugio per antonomasia, ha fatto registrare un incremento di circa il 4%.

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.