

IL QUADRO MACRO**STATI UNITI**

Nonostante il parere contrario di una serie di commentatori, i modelli a più fattori elaborati dalla FED non segnalano un elevato rischio recessione, visione coerente con l'assenza di squilibri particolarmente marcati nei conti del settore privato.

La stagione reportistica americana per il quarto trimestre del 2015 ha mostrato crescenti segnali di debolezza negli EPS (utili per azione) e anche dal lato dei fatturati. Il fattore negativo principale continua ad essere legato ai settori commodities e industriali (quindi già scontato dal mercato) ma anche il rimbalzo atteso dal consenso per il 2016 sembra già un miraggio visto il comportamento delle materie prime in questo inizio d'anno.

AREA EURO

La BCE è riuscita a stupire nuovamente in positivo i mercati: ha tagliato i tassi sui depositi e il tasso di rifinanziamento (refi rate), ha aumentato di 20 miliardi al mese gli acquisti del QE, allargandolo ai titoli corporate (evento questo non atteso dai mercati) e ha messo a punto un nuovo TLTRO 2 che parte con tasso 0% (al refi) e scende fino al costo di -0,40% se si aumentano i prestiti nel corso del tempo.

Con questo nuovo strumento di fatto le banche sono pagate per prestare, e la BCE è riuscita a non penalizzare le banche con un deposit rate troppo negativo, ma anzi a incentivarle a prestare.

Vi è stato quindi uno spostamento dell'attenzione dal mondo delle valute (con un taglio al tasso sui depositi parcheggiati dalle banche private presso la banca centrale di soli 10bp, e senza continuare nella guerra valutaria) alla trasmissione delle

politica monetaria, garantendo l'accesso all'economia reale al credito e alla liquidità (con un occhio a non impattare la profittabilità del sistema bancario).

L'annuncio dell'estensione degli acquisti al mondo corporate ha fatto stringere fortemente gli spread sul credito (sia CDS che i singoli titoli), con l'indice Main ora sotto 70bp, livelli visti lo scorso novembre. L'aspetto negativo che ha reso il mercato del credito (già poco liquido strutturalmente per la normativa imposta alle banche nel corso del tempo) inavvicinabile. È arrivato di fatto sul mercato un nuovo compratore (la BCE) non sensibile ai prezzi, che non guarda a fondamentali, sentiment e flussi.

PAESI EMERGENTI

L'evoluzione dei flussi di capitale e delle riserve cinesi è centrale nello scenario globale. I deflussi di capitale e di riserve continuano e nonostante l'ammontare di riserve sia ancora solido un'ulteriore svalutazione dello yuan sembra inevitabile, anche se in modo controllato.

I volumi dei flussi di capitale cinesi sembrano essere il driver principale di tutte le valute emergenti, che hanno retto bene all'ultima ondata di risk off; crediamo che questa resistenza non sia destinata a perdurare nel corso dell'anno.

Continuano le iniezioni di liquidità da parte della Banca Centrale cinese, che riteniamo utili più che altro a mantenere lo status quo e a permettere alle aziende dai bilanci traballanti di rimanere attive.



I MERCATI

Come già dibattuto in precedenza vi sono dei fattori fondamentali e di valutazione che limitano l'upside delle asset class di rischio: il deterioramento in Cina e negli altri emergenti, la scarsa visibilità sui profitti e valutazioni vicino alle medie storiche.

A questi temi ereditati dallo scorso anno se ne sono aggiunti di nuovi, che vanno dalla paura di recessione negli USA alla dubbia efficacia delle politiche monetarie non convenzionali. A nostro avviso soprattutto sui temi emersi di recente il pessimismo pare eccessivo:

- Gli USA non presentano squilibri tali da necessitare una recessione in grado di correggerli
- È vero che c'è un limite alla discesa sotto zero dei tassi, ma le banche centrali hanno ancora spazio per muoversi lungo questa opzione e poi allargare l'orizzonte del QE ad altre asset class (corporate).
- Contesto economico, accantonamenti effettuati e misure straordinarie di sostegno messe in atto dalla BCE rendono diversa la fase attuale dal 2011, rendendo improbabile il circolo vizioso allora osservato tra performance dei titoli bancari e andamento dei sovrani della periferia.

AZIONI

EQUITY	11 mar	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
MSCI World	1626.17	1.13%	9.38%	-2.20%
S&P 500	2022.19	1.11%	9.20%	-1.06%
Stoxx 600	342.23	0.13%	8.58%	-6.45%
Eurostoxx50	3073.80	1.20%	10.21%	-5.93%
Topix	1359.32	-1.17%	7.46%	-12.15%
MSCI Asia exJp	487.38	0.73%	6.94%	-2.51%
MSCI Emer Mkt	800.91	1.26%	9.63%	0.85%
VIX	16.50	-0.36	-9.79	-1.71
V2X	24.11	-0.40	-9.34	1.94

OBBLIGAZIONI

BOND	11 mar	04-mar	10-feb	31 dic 15
USA 10Y	1.98	1.87	1.67	2.27
USA 2Y	0.96	0.86	0.69	1.05
GER 10Y	0.27	0.24	0.24	0.63
GER 2Y	-0.47	-0.54	-0.51	-0.35
Spread BTP-Bund	1.06	1.22	1.40	0.97
Euribor 3m	-0.23	-0.22	-0.18	-0.13
Euro\$ 3m	0.63	0.63	0.62	0.61
EMBI+	410	424	494	415
Itrax IG	68	93	117	77
Itrax Crossover	311	373	452	315

VALUTE

CURRENCY	11 mar	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
EUR / USD	1.1156	1.4%	-1.2%	2.7%
EUR / YEN	127.00	1.5%	-0.8%	-2.8%
USD / YEN	113.86	0.1%	0.4%	-5.3%

MATERIE PRIME

COMMODITY	11 mar	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
OIL	38.50	7.2%	40.3%	3.9%
CRB Index	173.5	3.0%	11.0%	-1.5%
Gold	1251	-0.7%	4.5%	17.8%
Copper	224	-1.4%	10.4%	4.8%

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.

