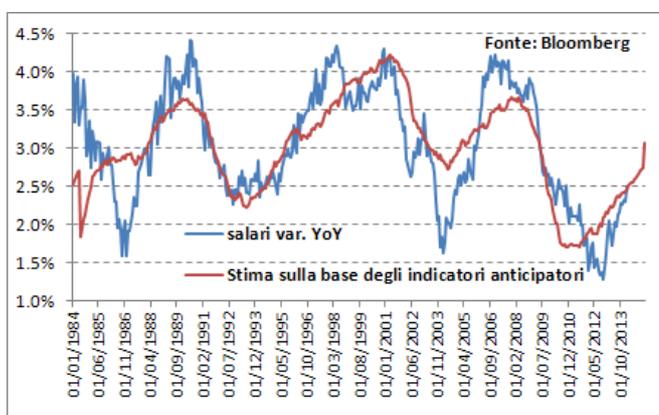


IL QUADRO MACRO

STATI UNITI

Notizie positive sono giunte dai consumi delle famiglie e dalla fiducia degli imprenditori manifatturieri, anche se quest'ultima non si è ripresa del tutto dallo shock dello scorso mese in buona parte imputabile al maltempo.



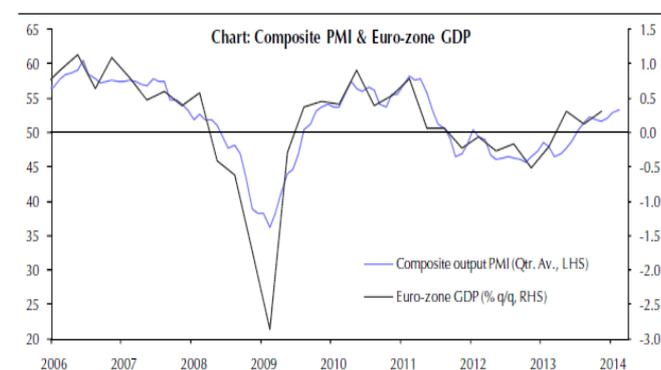
Per quanto riguarda i dati sul mercato del lavoro la crescita mensile degli occupati si è avvicinata nuovamente alla soglia delle 200mila unità, indice di vitalità dell'economia americana. Da notare la progressione fuori dalla norma dei salari, che incominciano a incorporare quelle sollecitazioni provenienti dal mercato del lavoro che sono state evidenziate già nelle scorse settimane sulla base degli indicatori anticipatori (si veda il grafico sopra riportato).

L'idea di fondo rimane quella di una economia americana in salute, e tale da giustificare il graduale venir meno dello stimolo quantitativo. Inoltre acquista maggiori probabilità lo scenario in cui la FED nel 2015 inizierà il ciclo di rialzo dei tassi.

AREA EURO

Per quanto riguarda l'area euro l'evento più importante della settimana è stato il comitato

mensile di politica monetaria. La BCE ha deluso le aspettative su tutti i fronti, non riducendo il costo del denaro e mantenendo in essere il processo di sterilizzazione degli acquisti di obbligazioni avviato con l'SMP (Security Market Program). Con la sterilizzazione la BCE evita che la liquidità creata con l'SMP fluisca nel sistema, obbligando le banche private a mantenere il denaro ricevuto dalla BCE presso conti parcheggiati alla BCE stessa.



Le opzioni di allentamento monetario, siano esse ordinarie e non, sono per il momento fuori dal radar della BCE. Occorrerà che crescita e inflazione deludano i numeri sopra esposti (e riassunti nella tabella sotto riportata) o che si manifestino tensioni al rialzo dei tassi sul mercato monetario perché nel direttivo BCE riprenda con vigore il dibattito tra interventisti e rigoristi.

TABLE: Projections of experts of ECB (Eurosystem)
Projections from March and, in brackets, the figures published in December

	2014	2015	2016
Growth	1.2 (1.1)	1.5 (1.5)	1.8 (-)
Inflation	1.0 (1.1)	1.3 (1.3)	1.5 (-)

Source: ECB, Commerzbank Research

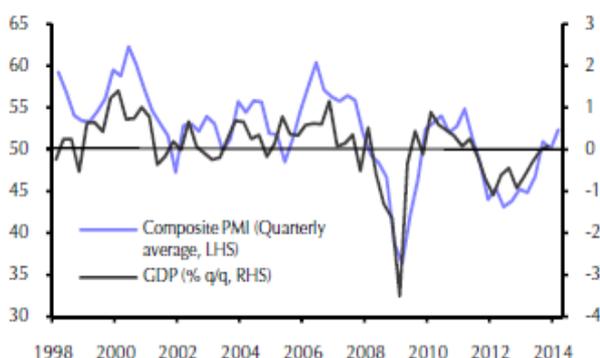
L'unica apertura verso una possibile mossa espansiva di tutto il discorso di Draghi è stata la sottolineatura che la disoccupazione nell'area euro rimane ancora elevata e che quindi anche una ripresa economica di una certa entità (per ora non



nello scenario) non avrà conseguenze in senso restrittivo sulla politica monetaria.

Da notare infine il progressivo aumento della fiducia degli imprenditori italiani, che nell'ultima misurazione disponibile ha raggiunto livelli che in passato sono risultati compatibili con una crescita trimestrale del PIL di circa lo 0,5% (si veda il grafico sotto riportato).

Chart 1: Italian GDP & Composite PMI



PAESI EMERGENTI

Table 1: EU still heavily dependent on Russian natural gas

2012	% of total energy consumption from natural gas	% of total gas consumption from Russian natural gas	% of total energy consumption from Russian natural gas
Belarus	64.4	98.8	63.6
Ukraine	35.6	60.0	21.4
Slovakia	31.8	63.4	20.2
Hungary	40.0	49.1	19.7
Turkey	35.0	52.8	18.5
Czech Republic	17.6	80.5	14.1
Austria	24.6	52.2	12.8
Belgium	25.1	43.4	10.9
Finland	10.5	102.3	10.7
Germany	21.7	39.9	8.7
Poland	15.3	54.3	8.3
Italy	38.0	19.9	7.6
Greece	13.1	54.0	7.1
France	15.6	17.1	2.7
Netherlands	36.8	5.7	2.1
Spain	19.5	0.0	0.0
United Kingdom	34.6	0.0	0.0

Source: BP statistical view of world energy 2013 Note: Calculation divides gas imports by total gas consumption for 2012 only. So for some countries (e.g. Finland) imports exceed consumption

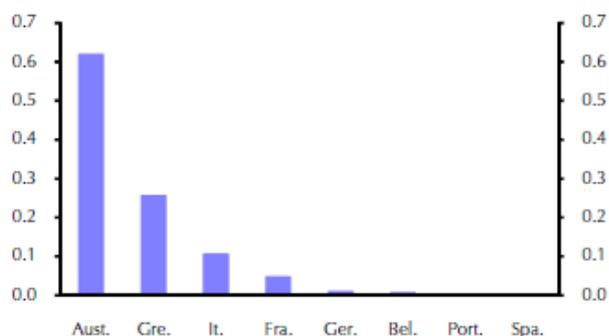
La crisi Russo-Ucraina ha aperto un nuovo elemento di incertezza nello scenario globale. Difficile in questa fase fare delle previsioni sull'evoluzione dello scenario politico. L'opinione più diffusa tra commentatori di affari internazionali (o almeno quella sposata dai mercati) e quella di una non "escalation" della situazione, con

l'evoluzione degli eventi dettata più dalle decisioni delle cancellerie internazionali che delle forze militari sul campo.

Tuttavia è possibile delineare attraverso quali canali l'aggravarsi della crisi si trasmetterebbe ai mercati e alle economie mondiali:

- 1) I prezzi energetici sono il principale fattore di trasmissione di una possibile crisi, nel caso un cui o un conflitto armato o una serie di ritorsioni commerciali dovessero portare alla cessazione delle forniture di gas e petrolio russo ai paesi sviluppati. In tale eventualità una recessione per la Russia e per l'Europa sarebbero molto probabili, il che rende improbabile che si arrivi ad un tale livello di conflittualità.
- 2) Di minore importanza sono le partecipazioni delle banche occidentali nei due paesi dell'ex URSS: anche qui come nel caso dell'energia l'area più colpita sarebbe l'Europa.

Chart 1: Exposure to Ukraine as % of Bank Assets



Source – BIS

- 3) Assolutamente trascurabili i flussi import export (esclusi i beni energetici) del principale partner commerciale, ancora una volta l'Europa occidentale, con Russia ed Ucraina (si veda per la sola Russia la tabella di seguito riportata).

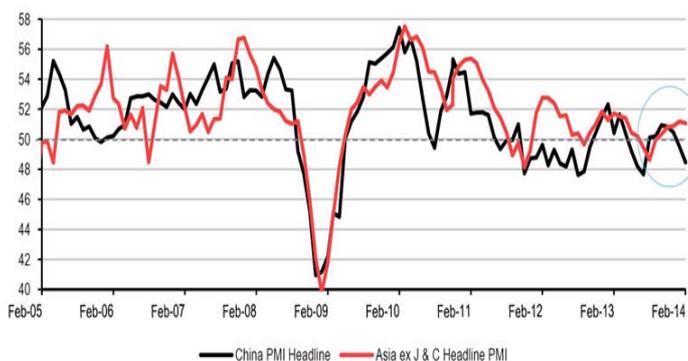


Table 5: % of total goods exports to Russia

2012 Eurozone		Non-Eurozone	
Latvia	18.2	Lithuania	19.0
Estonia	12.7	Poland	5.1
Finland	9.9	Croatia	3.8
Slovenia	4.6	Czech Rep.	3.3
Germany	3.3	Hungary	3.0
Austria	3.1	Romania	2.3
Slovakia	2.9	Denmark	1.8
Italy	2.6	Sweden	1.6
France	1.9	Switzerland	1.4
Netherlands	1.6	UK	1.1
Cyprus	1.6		
Malta	1.5		
Greece	1.5		
Belgium	1.4		
Luxembourg	1.3		
Spain	1.3		
Ireland	0.6		
Portugal	0.4		

Source: IMF DOTS data

I dati di PMI indicano una generale stabilizzazione del ciclo asiatico e, in alcuni casi, addirittura un raffreddamento. Il caso più eclatante è quello cinese, con le rilevazioni manifatturiere e sui nuovi ordini tutte in deterioramento e stabilmente al di sotto della soglia di espansione di 50, mentre i servizi rappresentano l'unico dato in miglioramento. Nel resto dell'Asia (India a parte), l'inerzia è debole, soprattutto dal lato esportazioni, che rappresentano un piccolo enigma data la crescita in ripresa nel resto del mondo.



Leading indicators a parte, il premier Li Keqiang durante il National People's Congress (NPC) ha ufficializzato il target di crescita del PIL al 7,5% per il 2014, in linea con quelli degli ultimi anni. Riteniamo sia un obiettivo difficilmente raggiungibile senza un ulteriore *easing* da parte delle autorità; questo scenario andrebbe però contro le intenzioni riformatrici esplicitate alla fine dell'anno scorso, aumentando i rischi nel mercato

immobiliare e aumentando i problemi dell'*overcapacity* e delle inefficienze nell'allocazione del capitale. Più probabile (e preferibile dal nostro punto di vista) che il target sia nella pratica meno stringente che in passato, con il risultato che un livello di crescita leggermente inferiore risulti comunque accettabile. Il deficit di bilancio per il 2014 è stato allargato al 2,1% del PIL (2% nel 2013), con un focus sull'aumento della spesa per il welfare, l'ambiente e le infrastrutture. Inoltre, l'ampliamento della *trading band* del renminbi è diventato ufficialmente un obiettivo per il governo. Il target di inflazione è rimasto al 3,5% (2,6% nel 2013).

China: GDP Growth target



Sources – CEIC, Capital Economics

In India il deficit delle partite correnti si è ristretto ulteriormente, fino allo 0,8% del PIL, grazie soprattutto a una diminuzione dei deflussi relativi agli investimenti.

In Indonesia invece il bilancio commerciale è tornato in deficit, anche a causa di una forte diminuzione degli export di petrolio grezzo, probabilmente sintomo di problemi strutturali nel settore, difficilmente attaccabili se consideriamo le vicine elezioni. Il declino nel prezzo dei beni alimentari è alla base della diminuzione dell'inflazione (+7,8% dopo il +8,2% di gennaio).

In Thailandia è successo l'esatto opposto con l'inflazione in leggera crescita (+2%; +1,9% a gennaio). Sempre in Thailandia, preoccupa il declino



nella fiducia dei consumatori (69,9 dopo il 71,5 di gennaio), sintomo della debolezza dei consumi privati. Risulta quindi probabile un taglio dei tassi di 25 bp al prossimo meeting (12 marzo) della Banca Centrale.

I MERCATI

OBLIGAZIONI

BOND	07 mar	28-feb	07-feb	31 dic 13
USA 10Y	2.80	2.65	2.68	3.03
USA 2Y	0.37	0.32	0.30	0.38
GER 10Y	1.67	1.62	1.66	1.93
GER 2Y	0.19	0.13	0.09	0.21
Euribor 3m	0.29	0.29	0.29	0.29
Euro\$ 3m	0.24	0.24	0.23	0.25
Itrax Crossover	257	257	294	287

A nostro avviso dopo l'ultimo comitato della BCE si può supporre che se lo scenario macroeconomico di riferimento risulterà in linea con le previsioni della banca centrale, quest'ultima non dovrebbe effettuare ulteriori mosse espansive. Dovrebbe quindi venir meno uno dei temi che hanno sorretto fino ad ora il mercato obbligazionario governativo europeo, e in special modo i titoli tedeschi. Inoltre anche i recenti dati sul mercato del lavoro USA dovrebbero rafforzare la determinazione della FED a proseguire con il *tapering*, e questo dovrebbe favorire un rialzo dei tassi americani.

AZIONI

Fase tutto sommato positiva per le azioni, dopo la paura legata alla crisi geopolitica in Ucraina. L'S&P 500 ha raggiunto i nuovi massimi storici e l'Europa, nonostante i recenti giorni di *underperformance*, rimane l'area migliore da inizio anno. Il Giappone continua a essere caratterizzato da forte volatilità, mentre gli emergenti (Russia a parte, con un

drawdown del 10% a cavallo tra febbraio e marzo) sono recentemente entrati in una fase di maggior stabilità dopo le forti perdite di inizio anno. L'*outlook* di medio termine rimane comunque incerto.

EQUITY	07 mar	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
S&P 500	1877.03	0.95%	4.45%	1.55%
Stoxx 600	336.38	-0.49%	3.47%	2.47%
Eurostoxx50	3136.72	-0.40%	3.23%	0.89%
Topix	1236.97	2.09%	4.02%	-5.02%
MSCI Asia exJp	542.89	0.40%	4.60%	-1.55%
MSCI Emer Mkt	970.27	0.40%	3.52%	-3.23%
VIX	14.21	0.21	-1.08	0.49
V2X	18.36	1.59	-0.87	1.11

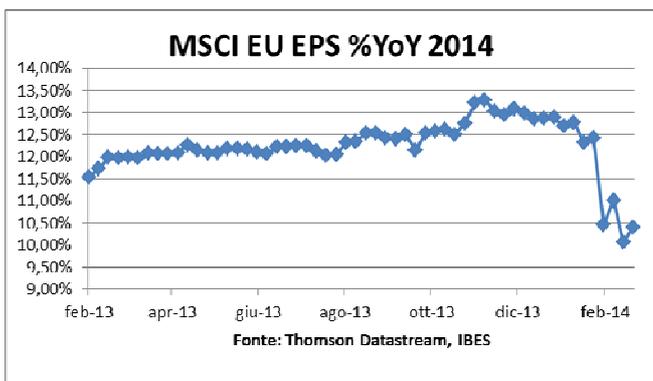
Mentre la reporting season europea si avvia verso la sua conclusione, si può notare come sia in termini di *revision* che di *momentum* la situazione faticosa a migliorare. La conseguenza è un deterioramento delle stime per il 2014 da inizio anno.

Le stime per gli USA sono anch'esse in peggioramento da qualche mese; la differenza sta nel fatto che il 2013 si è chiuso in modo positivo, causando il deterioramento delle stime per l'anno fiscale successivo. Inoltre negli USA le *revisions* sono state caratterizzate da un miglioramento continuo, fino a diventare positive.

Anche gli emergenti stanno mostrando un periodo decisamente prolungato di revisioni negative sulle stime forward, ma con un trend di miglioramento.

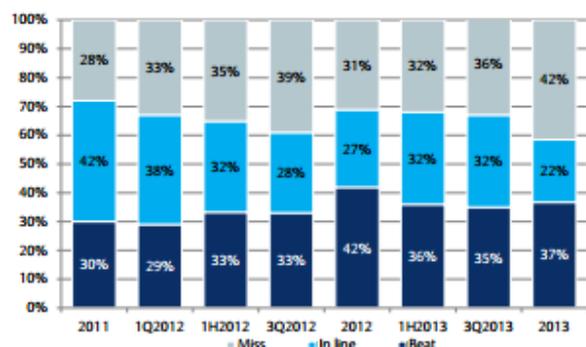
La reportistica asiatica (escluso il Giappone) per il 2013 mostra comunque un numero di risultati al di sotto delle attese decisamente superiore rispetto alle medie degli ultimi anni.





Gli utili giapponesi sono invece gli unici ad avere attualmente sia *revision* che *momentum* in territorio positivo.

L'esito della reportistica in Asia (escluso Giappone)



VALUTE

CURRENCY	07 mar	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
EUR / USD	1.3861	0.4%	1.7%	0.9%
EUR / YEN	143.42	2.1%	2.8%	-0.9%
USD / YEN	103.47	1.6%	1.1%	-1.7%

L'euro ha fatto registrare il nuovo massimo di periodo a quota 1,39 conto dollaro successivamente alla decisione della BCE di non apportare modifiche in senso espansivo alla condotta della propria politica monetaria. Dato che ulteriori opzioni espansive sembrano fuori dal "radar" della BCE, le attese di rafforzamento del dollaro poggiano quasi esclusivamente sul proseguimento della riduzione dello stimolo da parte della FED.

MATERIE PRIME

COMMODITY	07 mar	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
OIL	102.07	-0.5%	2.2%	3.7%
CRB Index	307.8	1.8%	6.2%	9.9%
Gold	1334	0.6%	5.3%	10.7%
Silver	20.85	-1.7%	4.1%	7.1%
Copper	318	-1.7%	-1.6%	-6.2%
Gas	4.65	0.9%	-2.6%	10.0%

Le tensioni Russia-Ucraina sono alla base del recente rialzo dei prezzi del petrolio e degli altri combustibili fossili, ed anche dei prezzi di alcune derrate alimentari. Grazie anche a queste dinamiche continua l'apprezzamento da inizio anno dell'indice CRB.

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.

