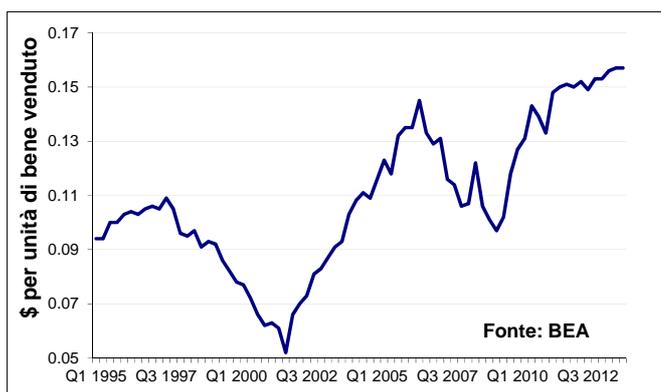
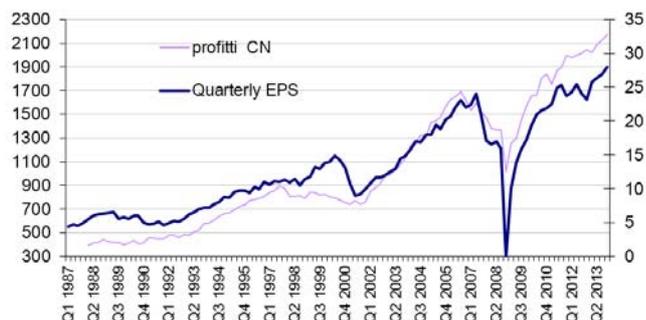


IL QUADRO MACRO

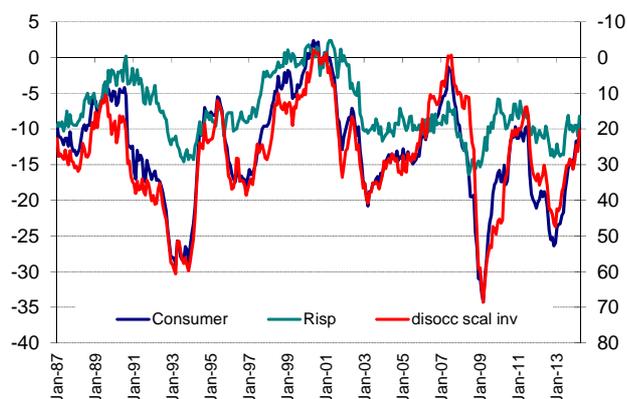
STATI UNITI

Settimana ricca di statistiche macro il cui esito conferma da un lato che il rallentamento di Q1 è attribuibile in buona parte all'effetto maltempo, dall'altro che il rimbalzo visibile nelle più recenti statistiche di sentiment, ma anche di economia reale, non è stato tale da compensare interamente (almeno per il momento) la caduta di attività dei mesi precedenti. Il consenso, a nostro avviso ragionevolmente, ipotizza che il recupero sia pieno, e che quindi i dati sulla crescita di prossima pubblicazione proseguano con un trend favorevole.



La settimana ha visto la pubblicazione delle statistiche sui profitti di contabilità nazionale. La scomposizione dei dati mostra che l'incremento dei profitti (in linea con quello degli EPS) è stato quasi interamente trainato dall'effetto volumi, in quanto la marginalità, come mostra il grafico sopra riportato, è oramai stabile da qualche trimestre. Tale dato è perfettamente in linea con quanto si evince dalla statistiche del PIL di Q4, dove le vendite finali hanno fatto registrare un progresso del 2,7% (QoQ Ann), vicine a quel 3% verso cui dovrebbe accelerare l'economia USA dopo il rallentamento indotto dal mal tempo che vedremo in Q1.

AREA EURO



Ennesima conferma da parte dei sondaggi anticipatori del proseguimento della fase di ripresa in atto, con estensione anche al settore domestico. Ciò lo si evince dal miglioramento della fiducia dei consumatori ed in particolare per quanto riguarda la componente legata al mercato occupazionale (si veda grafico sopra riportato). Tra le varie domande del sondaggio vi è anche una batteria di quesiti sull'andamento dei prezzi, il cui esito nel mese è stato ancora in direzione di un raffreddamento dell'inflazione. Sulla base dell'analisi statistica e dato l'anticipo temporale che queste rilevazioni sondaggistiche hanno poi sui prezzi è possibile supporre che per fine anno



l'inflazione core sia ancora sui livelli attuali dell'1%, molto al disotto del target della BCE, ma in linea con le sue previsioni dello scorso febbraio, che ipotizzavano una *headline* all'1% per il 2014 e una progressione all'1,3% e 1,5% per il 2015 e 2016. Quindi nulla che dovrebbe modificare la strategia attendista in materia di politica monetaria da parte di Francoforte.

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

PAESI EMERGENTI

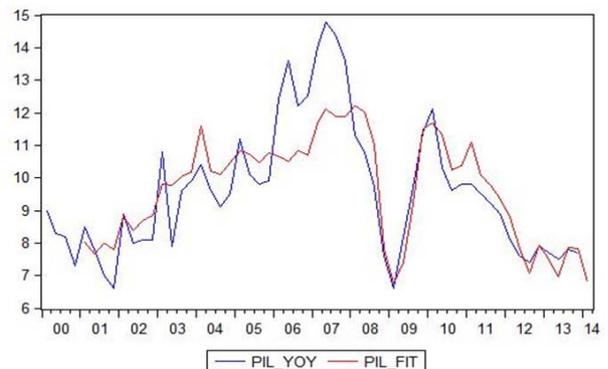
La Cina continua ad essere il centro di gravità delle notizie macroeconomiche dei Paesi Emergenti, pur non essendo uscito nessun nuovo dato rilevante (a parte il Flash PMI di HSBC, sotto 50 e in diminuzione e la crescita dei profitti industriali, in rallentamento).

Ormai lo *slowdown* nel primo trimestre è assodato, nonostante ci sia ancora una certa dispersione nelle stime degli analisti. La proiezione del nostro modello basata sui dati dei primi due mesi del 2014 indica una variazione anno su anno del PIL di Q1 2014 del 7%, cioè esattamente il limite inferiore del "comfortable range" di crescita citato dal Premier Li Keqiang. Ciò che potrebbe causare i maggiori movimenti di mercato (in parte già avvenuti per l'elevata aspettativa, soprattutto nell'area asiatica) riguarda proprio la reazione delle autorità al rallentamento. Il mercato sembra scontare già una qualche forma di *easing*, che riteniamo positivo nel breve periodo (e per gli investimenti azionari) ma negativo per il ribilanciamento di lungo periodo, assolutamente necessario per evitare un temuto *Minsky moment* del gigante asiatico. Lo stesso premier ha recentemente fornito indizi di un

probabile allentamento attraverso non specificati "diversi strumenti monetari".

Da notare comunque che un primo round di *easing* indiretto (e abbastanza subdolo) è avvenuto tramite le operazioni sul mercato interbancario che hanno portato i tassi ad una discesa a febbraio e un movimento tutto sommato laterale a marzo. Anche le riforme legate al renbinbi posso essere viste, oltre che in un'ottica di liberalizzazione finanziaria, anche come uno strumento per favorire la competitività e le esportazioni.

Cina: Previsione PIL Q1



Per quanto riguarda gli altri giganti dell'area emergente, è interessante notare l'accumulo di aspettative positive legate all'evoluzione dello scenario politico. In India l'elezione di Modi (nonostante ancora tutto meno che certa dato l'intricato sistema elettivo indiano) è già data per scontata, causando una certa esuberanza nel sentiment legato al Sensex.

Anche in Brasile i sondaggi sfavorevoli all'attuale capo del governo, Dilma Rousseff, odiata dai mercati, sono la causa principale del miglioramento dell'*outlook* riguardante gli investimenti nel gigante sudamericano.

Non essendoci stato ancora alcun cambiamento, neanche minimo, in senso strutturale, manteniamo un certo scetticismo, almeno fino a quando non ci saranno segnali reali di miglioramento.

In India quest'ultimi sembrano decisamente più vicini, grazie soprattutto alla credibilità acquisita



dalla banca centrale, ma tutto è contingente alla creazione di un governo effettivamente capace di tramutare le parole in fatti concreti e, soprattutto, utili.

Il Brasile ci sembra invece più lontano da un effettivo miglioramento. Lo scenario politico è ancora più incerto e la forte siccità degli ultimi mesi aumenta l'incertezza nel campo industriale, soprattutto per quanto riguarda la produzione di elettricità.

I MERCATI

OBBLIGAZIONI

BOND	28 mar	21-mar	28-feb	31 dic 13
USA 10Y	2.71	2.74	2.65	3.03
USA 2Y	0.45	0.42	0.32	0.38
GER 10Y	1.56	1.63	1.62	1.93
GER 2Y	0.15	0.21	0.13	0.21
Euribor 3m	0.31	0.32	0.29	0.29
Euro\$ 3m	0.23	0.23	0.24	0.25
Itrax Crossover	298	305	257	287

L'apertura fatta in settimana da parte del governatore della Bundesbank Weidmann circa la possibilità per la BCE di seguire le altre banche centrali dei paesi sviluppati lungo la strada del QE ha contribuito a dare vigore al mercato obbligazionario denominato in euro, ed in particolare ai titoli e della periferia e alle obbligazioni societarie. Giovedì 3 aprile tali aspettative saranno nuovamente messe in discussione dato che in quella data si terrà il comitato mensile di politica monetaria.

AZIONI

EQUITY	28 mar	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
S&P 500	1863,89	-0,14%	0,24%	0,84%
Stoxx 600	333,61	1,74%	-1,30%	1,63%
Eurostoxx50	3165,20	2,22%	0,51%	1,81%
Topix	1186,52	3,54%	-2,07%	-8,89%
MSCI Asia exJp	536,72	2,34%	-0,74%	-2,67%
MSCI Emer Mkt	975,29	3,21%	0,92%	-2,73%
VIX	13,97	-1,03	-0,03	0,25
V2X	16,90	-0,29	0,14	-0,35

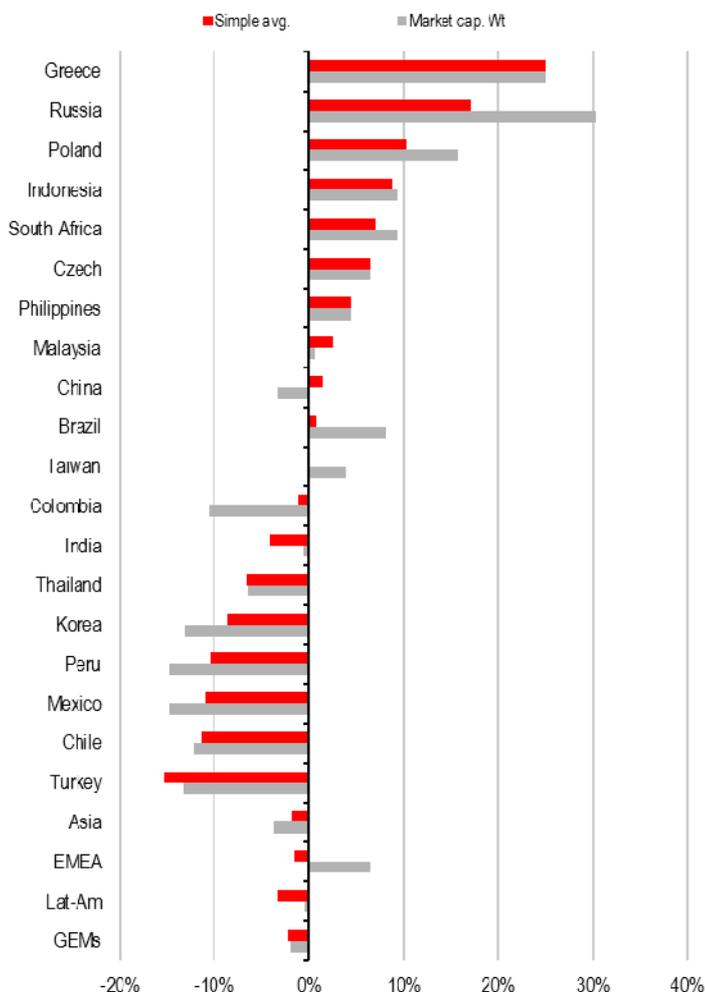
Settimana decisamente positiva per le azioni, soprattutto grazie alla decisa ripresa del Giappone e dell'area emergente. Il tema che sembra aver costituito il principale driver per i guadagni degli ultimi giorni (soprattutto in Asia) è la convinzione da parte dei mercati di un intervento di *easing* delle autorità cinesi per frenare, almeno nel breve periodo, lo *slowdown* della seconda economia mondiale. Gli indici domestici cinesi sono stati comunque tra i peggiori della settimana, mentre i veri rialzi si sono verificati sull' Hang Seng Chinese Enterprise, che raccoglie le H-shares (aperte agli investitori globali).

Il *top performer* della settimana è stato il Brasile, guidato però quasi esclusivamente dai sondaggi sfavorevoli alla Rouseff, con le società pubbliche tra i maggiori beneficiari. Considerando che mancano ancora diversi mesi alle elezioni e le difficoltà attuali e future del paese (siccità tra le altre), lo scenario rimane comunque ancora incerto. Anche il trend positivo dell'India sembra guidato soprattutto dall'ottimismo legato alla potenziale elezione di un governo più favorevole alle riforme e al business, ma con un *outlook* politico ancora decisamente incerto.

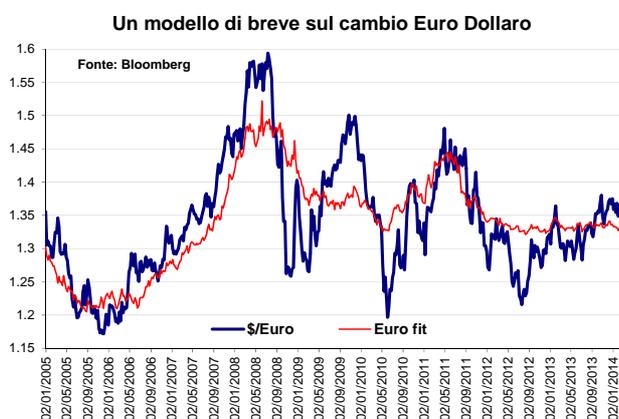
Sul lato utili, Stati Uniti ed Europa continuano a mostrare una lieve correzione negativa nelle stime per il 2014, mentre Giappone ed Emergenti mostrano un rialzo. Il Giappone rimane l'unica area con revisioni positive. Nell'area emergente la *reporting season* si sta dimostrando relativamente poco soddisfacente, con sorprese leggermente negativa. Male soprattutto Corea e Thailandia in Asia e Messico in LatAm. Molto bene l'EMEA (tranne Turchia) e l'Indonesia, che rimane il miglior mercato emergente da inizio anno.



MSCI EM earnings surprise



Settimana priva di direzionalità sul mercato valutario. Il tema di un possibile QE in Europa ha nuovamente fatto capolino tra gli investitori, senza però che questo abbia mosso il cambio in maniera significativa. Sulla scadenza a due anni il differenziale Treasury – Bund ha superato i 30 centesimi, cosa che non accadeva del dicembre del 2012. Questo però non ha dato particolare sostegno al dollaro.



MATERIE PRIME

COMMODITY	28 mar	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
OIL	101.68	2.2%	-0.9%	3.3%
CRB Index	304.7	1.8%	0.8%	8.8%
Gold	1296	-2.9%	-2.3%	7.5%
Silver	19.86	-2.3%	-6.5%	2.0%
Copper	304	1.6%	-6.1%	-10.4%
Gas	4.49	4.1%	-2.6%	6.1%

Settimana positiva per le commodities, che hanno portato la variazione a +9% da inizio anno. Bene soprattutto la componente energetica.

VALUTE

CURRENCY	28 mar	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
EUR / USD	1.3765	-0.2%	-0.3%	0.2%
EUR / YEN	141.34	0.2%	0.6%	-2.3%
USD / YEN	102.73	0.5%	0.9%	-2.4%

PROSSIMA SETTIMANA



	USA	EMU	EM. MKT	EARNINGS
Lunedì 31		EMU: inflazione;	RU: Current account	
Martedì 1	ISM manifatturiero;	EMU: indici PMI;	BRIC: PMI HSBC definitivi BR: bilancia commerciale	Aberdeen, Ford
Mercoledì 2	Sondaggio ADP;		BR: produzione industriale, tasso politica monetaria RU: PIL 2013	Monsanto
Giovedì 3	Initial jobless claims;	EMU: comitato BCE;		
Venerdì 4	Mercato del lavoro;	EMU: fiducia dei consumatori;	RU: inflazione	

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.