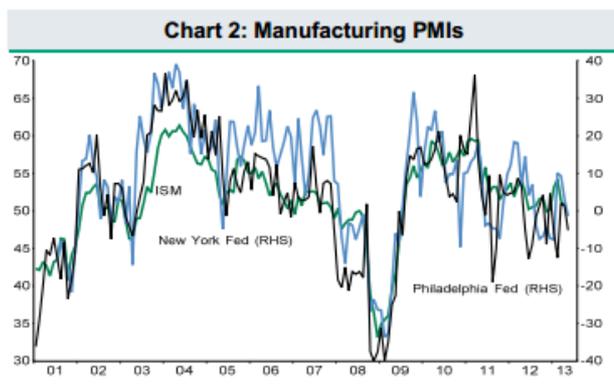


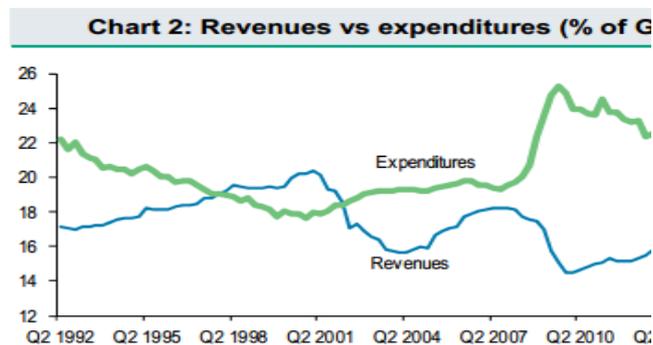
IL QUADRO MACRO

STATI UNITI



Source: Reuters Ecowin Pro, BNP Paribas

Con il passare dei mesi sembra che l'economia americana stia reggendo bene allo shock fiscale di inizio anno. Questo messaggio risulta avvalorato dalle numerose statistiche diffuse in settimana, in cui vi è stato un progresso sopra alle attese degli indicatori di fiducia della piccole e media impresa, del settore immobiliare e nella fiducia dei consumatori. Anche l'economia reale, con le vendite al dettaglio ed i permessi alle costruzioni, ha dato segnali di tenuta.



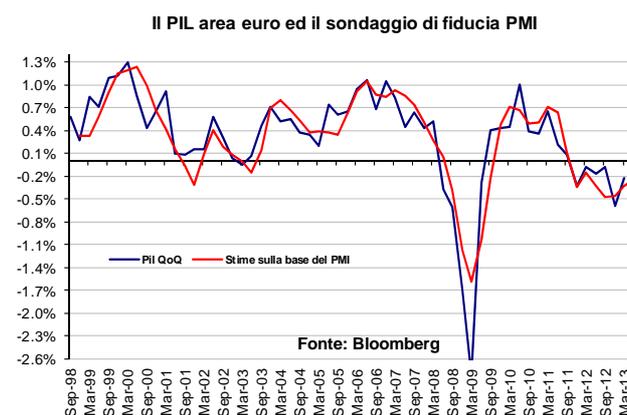
Source: Reuters Ecowin Pro, BNP Paribas

Inoltre vi sono ragionevoli aspettative che per quest'anno il vincolo fiscale non abbia ulteriori

impatti negativi sull'economia, in quanto le entrate fiscali sono risultate superiori alle attese. Le nuove previsioni del CBO per il deficit pubblico per quest'anno passano infatti dal 5.3% al 4% riducendo la pressione sui democratici e sui repubblicani affinché trovino un accordo su di un bilancio federale che ha sempre meno bisogno di essere coretto. Di conseguenza anche la data in cui verrà raggiunto il nuovo tetto del debito verrà procrastinata almeno fino ad ottobre.

Questo scenario, unitamente al *wording* di alcuni esponenti della FED, sta portando gli economisti a ipotizzare, con una probabilità di poco superiore al 50% che una riduzione degli acquisti mensili di bond possa avvenire già prima della fine dell'anno, anche se una maggioranza non piccola è più propensa a ritenere che la variazione negli acquisti venga decisa nel 2014. Unanimità invece nell'escludere un aumento degli interventi oltre la soglia attuale di 85 miliardi.

AREA EURO



Come mostra il grafico sopra riportato il PIL area euro del primo trimestre 2013 è risultato a metà strada (-0.2% QoQ) tra quanto anticipato dagli



indici PMI (-0.3%) e le attese del consenso (-0.1%). Rispettate, nel segno, le attese per quanto riguarda i grandi paesi: variazione positiva per la Germania, a cui si sono contrapposti cali per Francia, Spagna e Italia. In particolare nel nostro paese la contrazione (-0.5%, il settimo trimestre consecutivo) è risultata superiore alle attese, anche se in progresso rispetto al -0.9% del Q4 '12. Stando ai dati mensili le esportazioni dovrebbero essere l'unica tra le grandezze rilevanti ad aver fatto registrare un progresso, mentre consumi ed investimenti molto probabilmente sono ancora in trend discendente. Stando agli indicatori anticipatori, sia per l'aggregato, che per l'Italia il processo di lenta uscita dalla recessione dovrebbe continuare. I progressi appaiono però molto modesti tanto che nelle aspettative dei commentatori è presente la possibilità che la BCE possa intervenire nuovamente sui tassi, grazie anche ad un livello di inflazione molto contenuto.

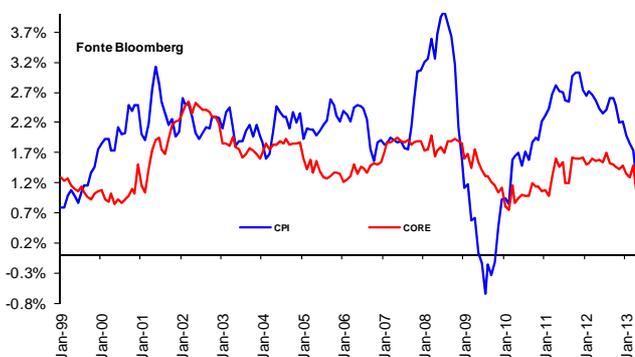
anticipato dai livelli di fiducia, alla svolta economica impressa dal nuovo esecutivo. Attesissimo è ora il pacchetto di riforme strutturali che, se non ci sono intoppi di natura politica, dovrebbe essere messo a punto nelle prossime settimane.

PAESI EMERGENTI

I dati di economia reale continuano a delineare un lieve rallentamento nel ritmo di crescita delle economie emergenti; in Cina, ad esempio, le ultime evidenze di produzione industriale ed di investimenti in attività produttive sono state più basse del previsto.

L'ipotesi di un nuovo round di politiche monetarie espansive che si era ipotizzato la volta scorsa, sta prendendo piede: oltre ai già citati tagli dei tassi da parte dell'autorità monetarie della Corea e della Polonia, hanno ridotto i tassi ufficiali ben oltre le aspettative di mercato anche Israele e Turchia, mentre Cile e Russia li hanno mantenuti invariati. I paesi emergenti si trovano infatti a fronteggiare una costante spinta all'apprezzamento delle proprie valute, essendo circondati dalle politiche monetarie espansive dei G3, anche se gli effetti negativi del QE3 americano, come recentemente sottolineato da un report del Fondo Monetario Internazionale, sono stati più blandi delle due precedenti edizioni, in termini di afflussi di capitali. Per non perdere competitività nell'arena dell'export, come ci insegna il caso coreano, le Banche Centrali sono pressoché costrette a uniformarsi con quelle sviluppate: questo, però, potrebbe essere il trigger per porre rimedio alla deludente performance dei mercati azionari in questo 2013.

L'inflazione nell'area euro



GIAPPONE

Dopo i sondaggi, anche la grandezza più osservata per quanto riguarda l'economia reale, il PIL, ha messo a segno un ottimo risultato, con una variazione del 3,5% QoQ Ann. risultata superiore al consenso (2.7%). Oltre che dalle esportazioni il contributo principale è venuto dai consumi, segno che le famiglie sembrano credere, come già

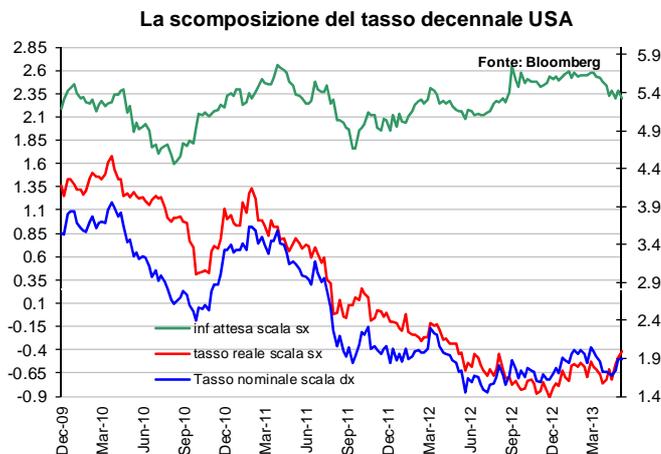


I MERCATI

OBLIGAZIONI

BOND	17 mag	10-mag	19-apr	31 dic 12
USA 10Y	1.91	1.90	1.70	1.76
USA 2Y	0.23	0.24	0.23	0.25
GER 10Y	1.31	1.38	1.25	1.32
GER 2Y	-0.03	0.05	0.02	-0.02
Euribor 3m	0.20	0.20	0.21	0.19
Euro\$ 3m	0.27	0.28	0.28	0.31
Itrax Crossover	389	382	458	482

Settimana priva di particolare direzionalità sui mercati obbligazionari, sia per le componenti rifugio, obbligazioni USA e tedesche sia per i titoli di Stato a spread come i BTP o i corporate.



Analizzando la dinamica da inizio anno dei tassi governativi americani si vede chiaramente come il trend di risalita nel livello nominale è stato guidato dal tasso reale, ovvero dalle aspettative di crescita. Per contro quelle sull'inflazione sono dapprima rimaste stabili e poi addirittura scese nelle ultime settimane. Il mercato sembra quindi trarre fiducia dall'attuale contesto macro, e forse anticipare politiche monetarie meno aggressive.

AZIONI

EQUITY	17 mag	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
S&P 500	1659.46	1.58%	6.70%	16.36%
Stoxx 600	308.66	1.20%	8.22%	10.36%
Eurostoxx50	2820.95	1.28%	9.54%	7.02%
Topix	1253.24	3.52%	11.23%	45.76%
FTSE Asia exJp	496.07	-0.93%	2.95%	2.79%
FTSE Emer Mkt	525.71	-0.73%	3.50%	0.09%
VIX	12.46	-0.13	-2.51	-5.56
V2X	16.38	-1.05	-4.12	-4.97

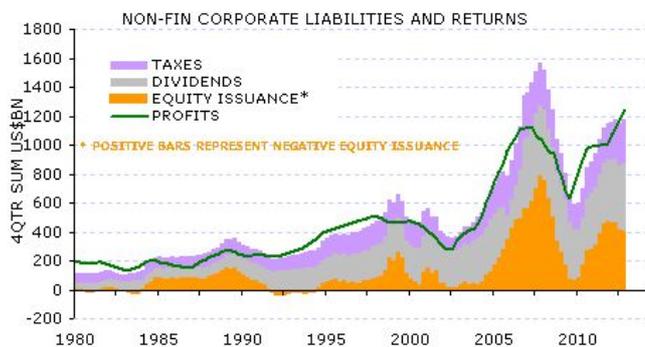
Questa settimana è stata la volta del Nikkey che ha fatto segnare nuovi massimi dal 2008 avendo rotto il livello psicologico importante dei 15.000 punti. Il fatto che anche lo S&P, il Dow Jones e Google abbiano raggiunto nuovi record, ormai non fa più notizia, essendo l'ennesima conferma di un forte trend positivo per i mercati azionari.



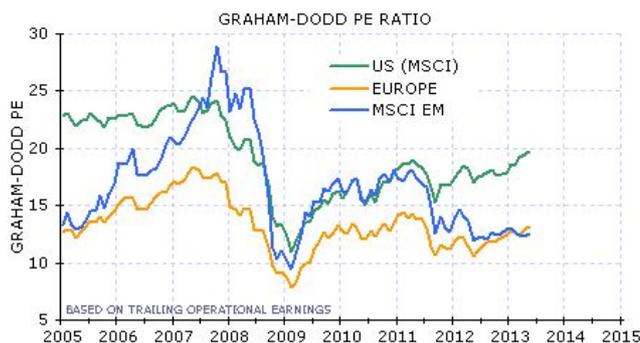
Da qualche giorno, tuttavia, questa tendenza è stata accompagnata anche da un incremento dei tassi di interesse, da una forza relativa di settori legati al ciclo economico, dalle materie prime industriali e dai mercati emergenti. Quello che sembrerebbe un comportamento naturale in condizioni di indici azionari che salgono, in realtà oggi è da considerarsi un'eccezione: da qualche



mesa a questa parte, infatti, i mercati sono saliti più per ricerca di rendimenti elevati rispetto alle obbligazioni favorito dall'aumento della propensione al rischio degli investitori, che per attese di miglioramento del ciclo economico. Questo si è riflesso nell'andamento divergente tra gli indici azionari e i prezzi di alcune materie prime sensibili al ciclo e nella sovraperformance di titoli con elevato dividendo ed elevati flussi di cassa.



Non a caso il livello di distribuzione dei profitti da parte delle imprese è vicino ai massimi assoluti e le aziende fanno a gara per annunciare nuovi buy back. La scorsa settimana era stata la volta di Apple, mentre questa settimana HSBC ha annunciato un buy back che fa ancora più notizia essendo la prima banca europea a farlo.

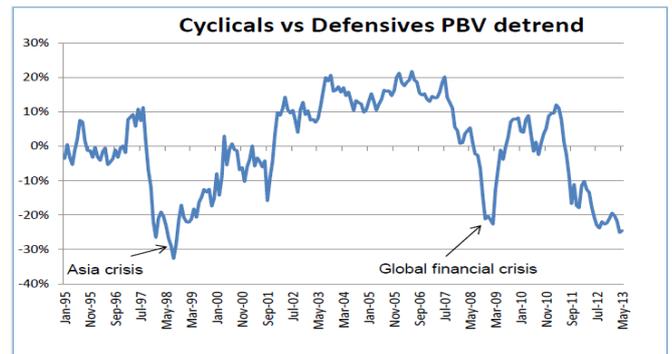
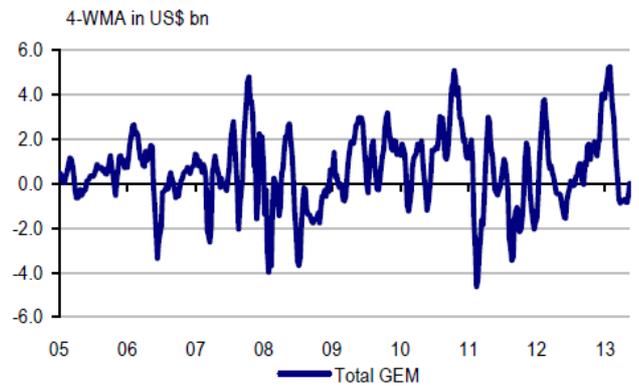


Ciò ha portato le valutazioni dei comparti più ciclici degli indici a sconto rispetto a quelli più difensivi e per la prima volta dopo anni i mercati emergenti risultano a sconto anche rispetto all'Europa. Non è assolutamente detto che questo basti per vedere un'inversione del trend. Probabilmente ciò avverrà

solo in una fase di accelerazione della crescita economica e di normalizzazione dei tassi di interesse. Per ora questo non sta avvenendo e questo trend sembra destinato a continuare.

I flussi da e per i paesi emergenti si stanno dimostrando, ancora una volta, una delle determinanti chiave per questi mercati: in presenza, infatti, dei primi flussi positivi da circa 6 mesi a questa parte i mercati azionari emergenti hanno interrotto la sottoperformance che ha caratterizzato il loro andamento da inizio anno.

Flussi istituzionali verso Mercati Emergenti



Anche nell'area emergente gli investitori si sono da tempo polarizzati tra settori e paesi percepiti come difensivi (e per questo ampiamente detenuti nei portafogli) e settori e paesi più esposti al ciclo e alle esportazioni (e per questo motivo meno rappresentati all'interno dei portafogli); le differenze di valutazione tra i due iniziano, a detta di molti commentatori, ad essere eccessive, come mostra il grafico sotto riportato, ed invitano alla prudenza



verso asset allocation fortemente appuntite verso questi segmenti dei mercati emergenti.

VALUTE

CURRENCY	17 mag	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
EUR / USD	1.2818	-1.2%	-1.9%	-2.8%
EUR / YEN	132.10	0.2%	1.9%	15.4%
USD / YEN	103.05	1.4%	3.9%	18.8%

Settimana in cui il dollaro è risultato chiaramente la valuta forte, guadagnando terreno sia nei confronti dello yen che dell'euro. Stabile invece il cambio tra queste due ultime valute.

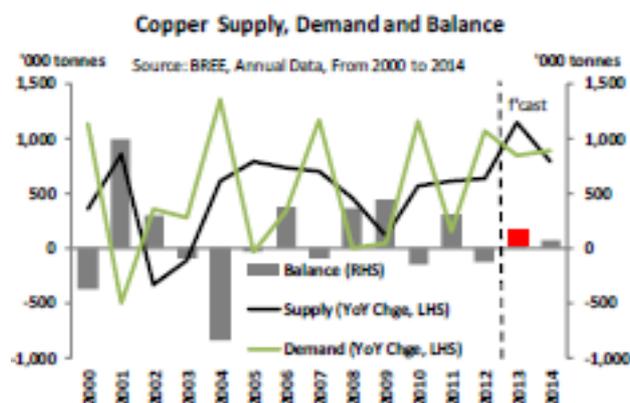
MATERIE PRIME

COMMODITY	17 mag	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
OIL	95.69	-0.4%	8.7%	4.2%
CRB Index	286.9	-0.6%	1.3%	-2.7%
Gold	1369	-4.5%	-1.9%	-18.3%
Silver	22.44	-5.0%	-2.9%	-26.1%
Copper	333	-0.7%	5.8%	-8.8%
Gas	3.96	1.3%	-10.2%	18.1%

Continuano le uscite dagli ETF auriferi, e sembra che il sentiment negativo da parte degli investitori sia ulteriormente peggiorato. Si registra infatti il più grande flusso in entrata, 48 Usd/Mill., negli **ETF Short Gold**, un record storico dalla loro creazione. Queste dinamiche sul "paper market" sono tuttavia in netto contrasto con il mercato fisico, dove invece la domanda rimane sempre ben sostenuta. Il prossimo festival Akshaya Tritiya in India sta offrendo l'occasione di ulteriori forti acquisti del metallo prezioso da parte dei consumatori indiani, e in altri mercati del continente asiatico (Hong Kong e Singapore) il premio sui fixing europei si mantiene elevato su volumi importanti.

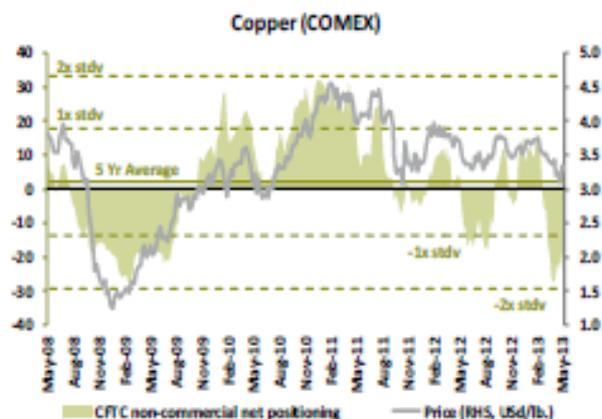
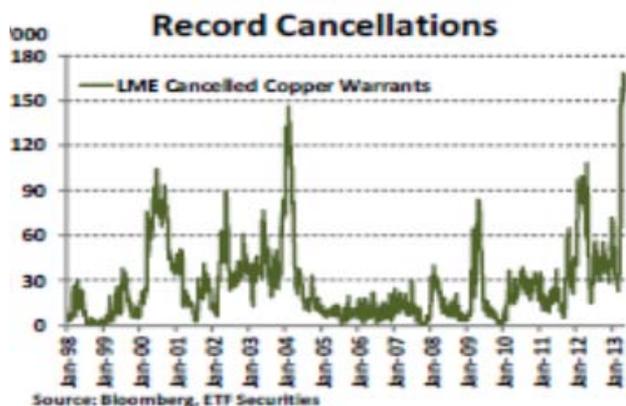
Anche gli **ETF short sul rame** hanno registrato forti volumi in entrata, secondi solo al record di 59 Usd/Mill. registrato nel gennaio di quest'anno. Il mercato del rame, così come di altre materie prime, ha sofferto da inizio anno di aspettative di notevoli surplus fisici. Ci sono tuttavia segnali che questa

situazione, almeno per il rame, possa evolvere nei prossimi mesi nella direzione opposta. Le motivazioni sono sia di carattere fondamentale, cioè legate alla dinamica del mercato fisico, che tecnico, legate cioè al posizionamento degli investitori.



Dal lato fondamentale, si segnalano che conflitti sindacali in Cile, maggior produttore mondiale di rame, ed un recente incidente in una miniera negli USA (la miniera di Bingham Canyon di Rio Tinto) sottrarranno una quota significativa di produzione al mercato, al punto che le previsioni di surplus dovranno essere riviste fino ad ipotizzare una situazione di deficit per l'anno. Il livello delle scorte complessive, che raggiunse il picco degli ultimi 9 anni nell' aprile scorso, ha già invertito il trend, ed il numero di warrant cancellati al LME si è portato a livelli record. Quando i warrant sul metallo vengono cancellati, significa che il quantitativo sottostante non è più disponibile per essere trattato in borsa ed è pronto per essere consegnato dai magazzini, traducendosi quindi in una riduzione netta delle scorte.





Il posizionamento degli investitori è ad un livello net short storicamente molto elevato: anche una piccola sorpresa positiva sul fronte fondamentale avrebbe il potenziale di scatenare un movimento rapido e consistente di smontaggio delle posizioni, con le immaginabili conseguenze a livello del prezzo.

PROSSIMA SETTIMANA

	USA	EMU	EM. MKT	EARNINGS
Lunedì 20				
Martedì 21				
Mercoledì 22	Minute FED.			
Giovedì 23	Preliminare sussidi disoccupazione.	PMI; alla beni	EMU: indici fiducia consumatori.	PMI; dei
Venerdì 24	Ordinativi durevoli.		GER: IFO.	

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.

