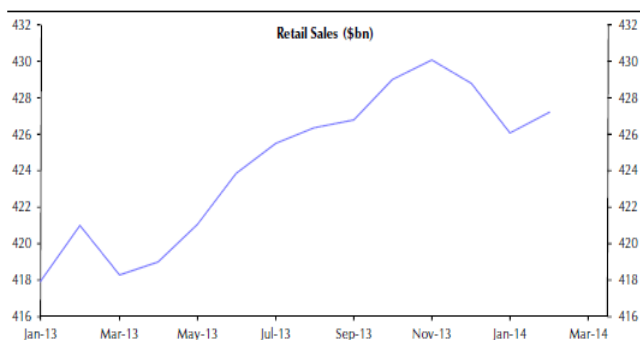


IL QUADRO MACRO

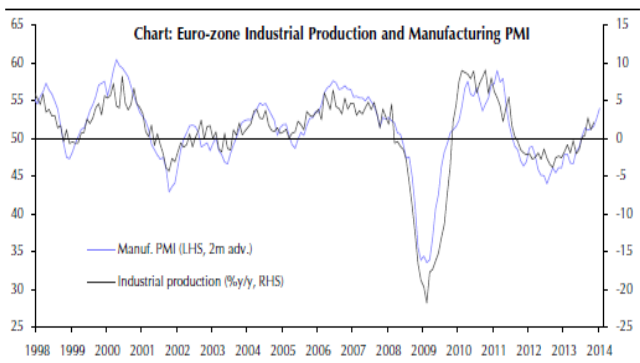
STATI UNITI

Settimana non particolarmente densa di statistiche macroeconomiche, e quelle divulgate non hanno aggiunto nulla alla descrizione dell'economia fatta nelle settimane scorse.



L'economia e gli indicatori di fiducia si stanno gradualmente riprendendo dal mini "shock" creato dal maltempo a inizio anno, con l'aspettativa diffusa nel mercato che le statistiche di prossima pubblicazione riflettano il miglioramento in corso. Pertanto non vi sono ripensamenti neppure per quanto riguarda il processo di riduzione dello stimolo quantitativo, che dovrebbe procedere al ritmo di 10 mld ad ogni riunione del FOMC.

AREA EURO



Anche per l'Europa l'evidenza statistica pubblicata in settimana è risultata assai limitata e poco informativa. Ciò ha fatto sì che i mercati nel periodo di riferimento siano stati guidati più dalle notizie macro provenienti dalla Cina, e dalla rinnovata attenzione alla crisi ucraina, che dagli sviluppi dello scenario macro nei paesi occidentali.

PAESI EMERGENTI

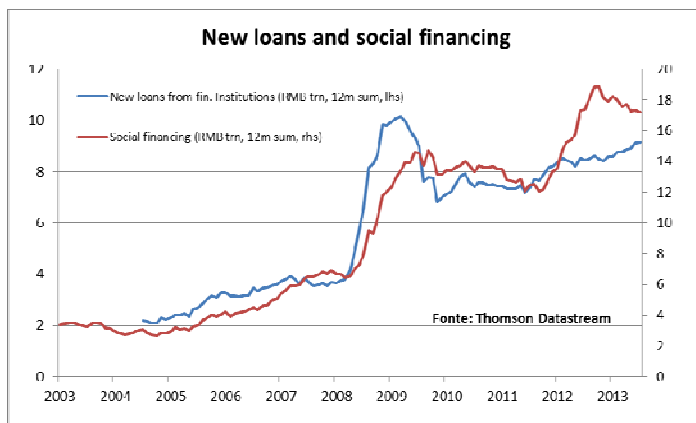
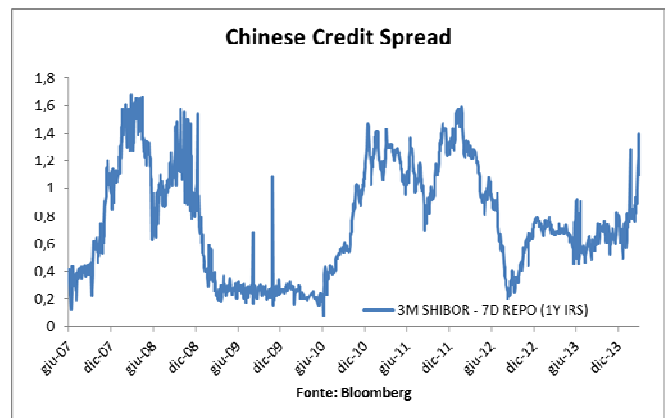
I dati cinesi tornano al centro dell'attenzione questa settimana. Nonostante il caveat riguardante le distorsioni causate dal Capodanno lunare, i dati sulla produzione industriale e sugli investimenti non lasciano molti dubbi sul rallentamento nella crescita. La produzione industriale per gennaio-febbraio al +8,6% evidenzia una discesa abbastanza netta dopo il +9,7% di dicembre, segnando inoltre il terzo mese consecutivo in rallentamento. La crescita nei *fixed asset investments* tocca un altro minimo, al +17,9% (+19,6% a dicembre).



Ulteriori conferme del rallentamento arrivano dalle vendite al dettaglio (+11,8% dopo +13,6%) e soprattutto dal settore da cui riteniamo provengano i rischi maggiori: quello delle proprietà immobiliari e



terrieri; è qui che si concentrano i maggiori pericoli, soprattutto se consideriamo le difficoltà per il governo centrale di contenere l'esplosione di un'eventuale bolla (mentre il compito di limitare i danni sui vari default sui trust sarebbe decisamente più semplice). La sovracapacità nel settore, gli elevati livelli degli inventari, i trend demografici e urbanistici in rallentamento e le prospettive di liberalizzazione dei tassi e dei *capital accounts* sono tutte variabili che puntano ad un forte rischio in questo settore, al momento non abbastanza considerato dal consenso. I dati di diminuzione negli investimenti immobiliari e il crollo delle costruzioni e delle vendite non forniscono ancora misure chiare: il lato positivo potrebbe essere proprio un raffreddamento in un settore al momento ad un passo dal potersi definire "in bolla". Il rallentamento nella crescita è anche confermato dai dati sul credito, in diminuzione (anche per quanto riguarda il temuto *shadow banking*).



I rischi provenienti dalla Cina sono confermati anche da una misura di tensione nel mercato dei tassi interbancari (paragonabile al TED spread americano), in netta salita nonostante una fase di *easing*, con i tassi sui minimi dal 2012.

I MERCATI

OBBLIGAZIONI

BOND	14 mar	07-mar	14-feb	31 dic 13
USA 10Y	2.65	2.79	2.74	3.03
USA 2Y	0.34	0.37	0.31	0.38
GER 10Y	1.55	1.65	1.68	1.93
GER 2Y	0.15	0.18	0.11	0.21
Euribor 3m	0.30	0.30	0.29	0.29
Euro\$ 3m	0.23	0.24	0.24	0.25
Itrax Crossover	280	259	277	287

Settimana dominata dall'avversione per il rischio, che ha portato consistenti flussi in acquisto sulle obbligazioni governative americane e tedesche. I prodotti a spread, come i nostri BTP o i titoli

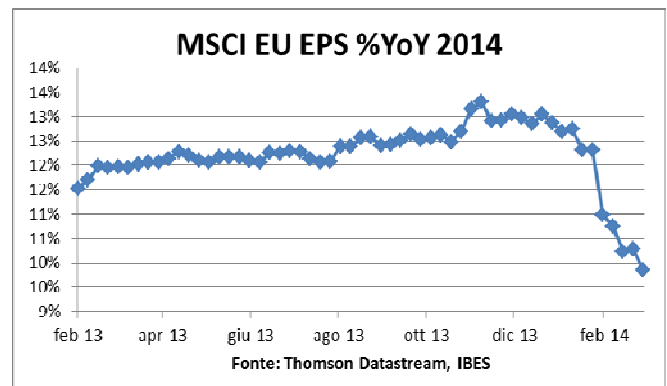
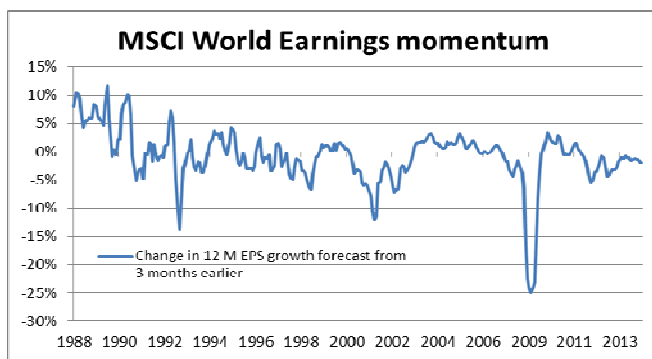


corporate hanno invece patito un allargamento dei differenziali di rendimento. Occorre però ricordare che gli spread sia nel caso dei governativi periferici, sia nel caso dei corporate vengono da un periodo estremamente favorevole che nel corso delle ultime settimane ha portato ad una compressione degli spread decisamente marcata.

AZIONI

EQUITY	14 mar	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
S&P 500	1843.49	-1.84%	0.26%	-0.26%
Stoxx 600	321.55	-3.46%	-3.53%	-2.04%
Eurostoxx50	2993.44	-3.29%	-4.03%	-3.72%
Topix	1164.70	-5.84%	-1.62%	-10.57%
MSCI Asia exJp	531.46	-2.25%	0.24%	-3.62%
MSCI Emer Mkt	943.19	-2.43%	-1.47%	-5.93%
VIX	17.08	2.97	3.51	3.36
V2X	23.96	3.49	7.58	6.70

Il *momentum* sulle stime degli utili rimane poco convincente, con valori stabilmente negativi per tutte le aree tranne il Giappone, con un generale deterioramento. Anche le *revision ratios* rimangono stabilmente negative, con il solo Giappone a segnalare, al margine, un po' di positività. Di conseguenza anche le stime per la crescita degli EPS nel 2014 mostrano un ulteriore leggero declino.



Nel caso dell'Europa la forza dell'Euro (non scontata nelle precedenti stime degli analisti) sembra essere la principale causa del deterioramento.

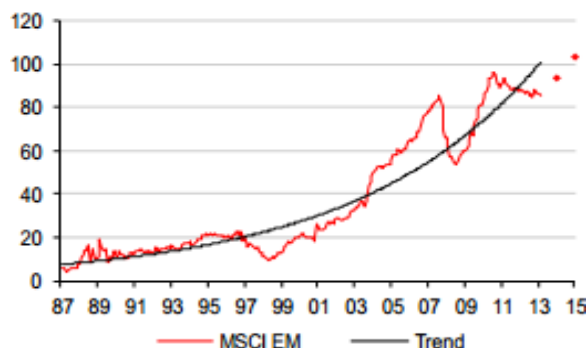
FY2014 ESTIMATE	Q114	Q214	Q314	Q414	FY14
Consumer Discretionary	6,16	7,20	7,57	7,96	28,9
Consumer Staples	5,63	6,33	6,65	6,91	25,5
Energy	11,38	12,09	12,48	12,39	48,3
Financials	5,17	5,44	5,41	5,70	21,7
Health Care	9,05	9,67	10,00	10,13	38,9
Industrials	6,11	6,97	7,18	7,42	27,7
Information Technology	9,10	9,24	9,62	11,75	39,7
Materials	4,89	5,06	4,06	4,22	18,2
Telecom Services	2,84	3,04	3,05	2,61	11,5
Utilities	3,27	2,94	4,43	2,83	13,5
S&P500	27,80	29,73	30,74	32,15	120,4
Crescita YoY %	7,9%	12,8%	14,2%	13,8%	12,2%
Crescita QoQ %	-1,6%	6,9%	3,4%	4,6%	

Si comincia ad avere anche una maggiore visibilità sulla reportistica dei Paesi Emergenti, con una stagione per il momento negativa dal punto di vista delle *surprises*. In questo senso il tema per le stime EPS degli Emergenti rimane il fatto che le stime forward siano solitamente (e in questo caso non fanno eccezione) irrealistiche. Un buon momento per aumentare nuovamente l'esposizione verso questa *asset class* potrebbe quindi essere segnalato dai seguenti eventi:

- Accelerazione positiva dell' *earnings momentum* (almeno verso 0)
- stime future più realistiche e in linea con il trend storico; nel seguente grafico possiamo apprezzare come le stime attuali siano decisamente ottimistiche:



10. MSCI EM historical EPS with trend and forecasts



Source: MSCI, IB/EIS, Thomson Reuters Datastream, HSBC

questo tema, con un rafforzamento della valuta USA nei momenti di maggiore avversione al rischio, e un ritorno degli acquisti sulla moneta unica in contemporanea ai rasserenamenti del mercato.

MATERIE PRIME

COMMODITY	14 mar	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
OIL	98.66	-3.8%	-1.6%	0.2%
CRB Index	302.5	-1.5%	3.2%	8.0%
Gold	1379	2.9%	4.6%	14.4%
Silver	21.51	2.9%	0.1%	10.5%
Copper	300	-4.9%	-8.0%	-11.6%
Gas	4.39	-4.9%	-15.7%	3.9%

Tra le commodities il bene rifugio per eccellenza, l'oro, ha tratto il vantaggio maggiore dall'attuale fase di avversione al rischio. Singolare invece la dinamica del petrolio che, nonostante le rinnovate tensioni tra Ucraina e Russia, si è indebolito dopo la notizia del rilascio di una quota delle riserve strategiche USA.

VALUTE

CURRENCY	14 mar	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
EUR / USD	1.3924	0.4%	1.7%	1.3%
EUR / YEN	141.19	-1.5%	1.3%	-2.4%
USD / YEN	101.40	-1.8%	-0.4%	-3.7%

La fase di avversione al rischio ha visto nuovamente prevalere lo yen rispetto alle altre principali valute. Da notare che anche il cambio euro dollaro sembra essersi mosso seguendo

PROSSIMA SETTIMANA

	USA	EMU	EM. MKT	EARNINGS
Lunedì 17	Fiducia immobiliare; mercato	EMU: inflazione;	CH: Bilancia commerciale, offerta di moneta IN: Bilancia commerciale	Linde AG
Martedì 18	Inflazione, permessi alla costruzione;	GER: ZEW;	BR: Produzione industriale	Sainsbury PLC, Oracle.
Mercoledì 19	FOMC;		BR: Inflazione IN: Inflazione, produzione industriale	Snam SpA, Finmeccanica.
Giovedì 20	Initial jobless claims, leading indicator;		BR: vendite al dettaglio	
Venerdì 21		EMU: fiducia dei consumatori;	RU: bilancia commerciale	

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.

