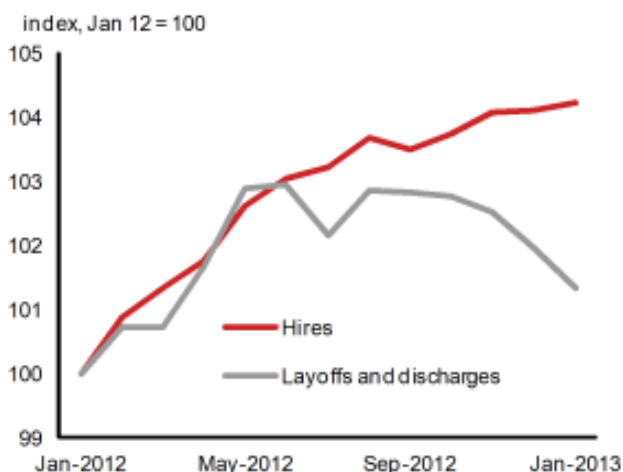


IL QUADRO MACRO

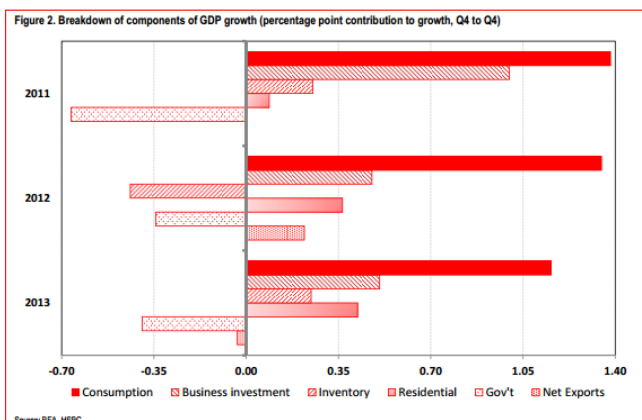
STATI UNITI



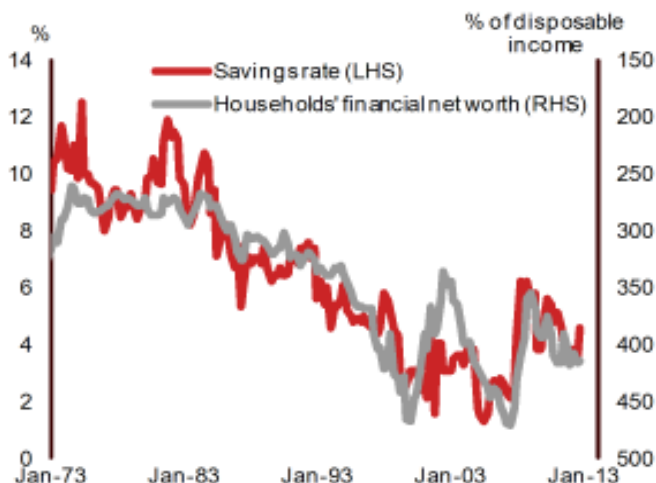
Il combinato disposto di nuova evidenza statistica e flusso di notizie inerenti la dinamica della stretta fiscale sta modificando le aspettative di consenso circa il profilo di crescita dell'economia USA. Come già anticipato la scorsa volta le revisioni al livello medio di crescita atteso per il 2013 stanno riguardando il gruppo degli ottimisti che ipotizzavano numeri significativamente al di sopra del 2% piuttosto che quelli con aspettative tra il 2 e l'1,5%.

Anche questi ultimi però, alla luce di quanto sopra, hanno modificato il profilo di crescita tra un trimestre e l'altro.

A inizio anno l'ipotesi di consenso era quella di una debolezza dell'economia nella prima metà dell'anno dovuta alla stretta fiscale e un miglioramento nel secondo semestre. L'evidenza statistica fino ad ora disponibile mostra invece che il Q1 dovrebbe avere un tasso di crescita trimestrale annualizzato in area 2,5% e quindi l'avvio d'anno non sembra risentite del fiscal cliff. Gli effetti di quest'ultimo, secondo il consenso, si faranno sentire sul Q2 e sul Q3, man mano che i tagli alla spesa automatici (deciso lo scorso anno e non più modificati per mancanza di accordo tra le parti) entreranno in vigore. Quindi in sintesi la crescita americana per il 2013 sarà ancora modesta e in rallentamento rispetto al 2012 per via del fiscal cliff. Tuttavia il momentum con cui questa si appresta ad affrontare il "baratro fiscale" appare superiore a quanto precedentemente ipotizzato.

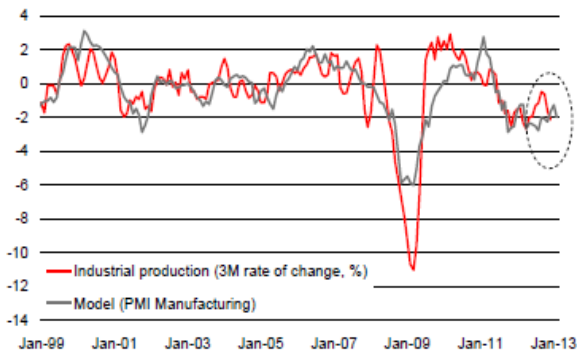


Household savings rate vs households' financial net worth



AREA EURO

CHART4: ITALIAN PRODUCTION CONTINUES TO SHRINK



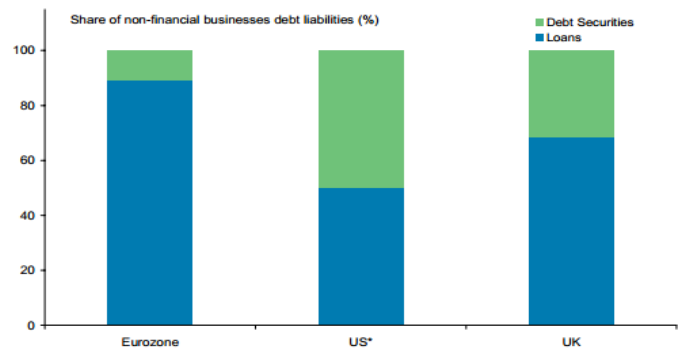
Per l'area euro l'unico dato degno di nota è stato quello relativo alla produzione industriale. A livello aggregato il risultato al disotto delle attese di gennaio, deve essere messo in relazione con la revisione al rialzo di dicembre. Ne consegue che il livello provvisorio della produzione industriale in Q1 è in linea con quello fatto registrare in Q4, e quindi non più in contrazione.

Il deleveraging all'interno dell'area euro: alcune evidenze.

- 1) Rispetto allo scenario ipotizzato dal Fondo Monetario Internazionale al metà 2012 il settore finanziario europeo ha effettuato una riduzione degli attivi complessivi superiore allo scenario centrale e in linea con quello negativo. Il calo degli asset nel semestre è stato di 1,6 trillioni, ovverosia del 5,7% dai massimi e pari al 17% del PIL EMU.
- 2) La riduzione degli attivi è avvenuta soprattutto attraverso la vendita di attività non core o stop ai prestiti fuori dall'area euro, mentre il calo nei prestiti all'economia interna è stato relativamente contenuto (8% degli 1,6 trillioni), e pari al -1% rispetto al livello di questi ultimi del maggio 2012. Quindi in linea con lo scenario centrale FMI.
- 3) I dati più recenti della BCE ci dicono che la riduzione del credito interno sta ora

accelerando, e questo è negativo dato che il credito bancario in Europa conta molto di più che negli USA.

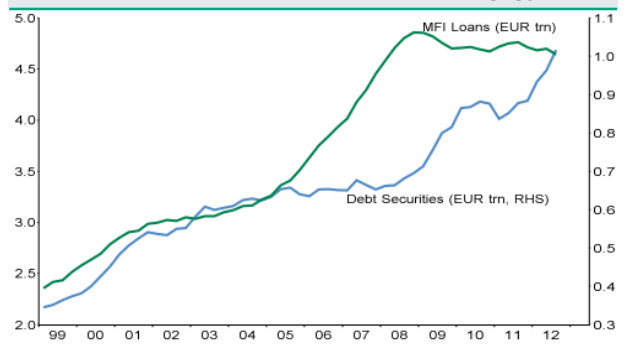
Chart 2: NFC debt liabilities by type



Source: Reuters Ecowin Pro, BNP Paribas; data are for 2012 Q3; debt liabilities are the sum of loans and debt securities excluding shares

- 4) Parallelamente a questo fenomeno cresce la disintermediazione bancaria. Dal 2008 i debiti in capo a soggetti non finanziari erogati dalle banche (MFI) sono calati di 214 mld (-4%). Nello stesso periodo l'emissione di debito degli stessi soggetti tramite securities è stata di 320 mld (con una crescita del 46%). Purtroppo però solo le grandi aziende possono passare attraverso il mercato dei capitali mentre le piccole si confrontano ancora con il canale bancario.

Chart 3: Eurozone NFC debt liabilities by type



Source: Reuters Ecowin Pro, BNP Paribas



PAESI EMERGENTI

Il tema della minor compattezza delle politiche monetarie, evidenziato anche dai dati più forti del previsto delle vendite al dettaglio in Brasile, che rafforzano il wording più restrittivo della politica monetaria brasiliana, si è ripresentato in Asia anche se con connotazioni meno marcate. A parità di azione, e cioè di tassi invariati, l'autorità monetaria coreana si è dimostrata più guardinga e condiziona la sua politica ai prossimi sviluppi (soprattutto in tema di inflazione), mentre la Banca Centrale filippina ha apertamente detto che, in funzione dello scenario globale, sta valutando ulteriori diminuzione dei tassi. Per contro in Cina lo scenario monetario si sta gradualmente spostando verso un panorama più stringente; i timori circa la smisurata crescita del credito attraverso canali non ufficiali sono stati, infatti, oggetto dell'ultimo incontro della Commissione di Regolamentazione Bancaria che ha pianificato una maggior controllo ai prestiti verso le amministrazioni locali.

I MERCATI

OBBLIGAZIONI

| BOND | 15 mar | 08-mar | 15-feb | 31 dic 12 |
|-----------------|--------|--------|--------|-----------|
| USA 10Y | 2.02 | 2.04 | 2.00 | 1.76 |
| USA 2Y | 0.26 | 0.25 | 0.27 | 0.25 |
| GER 10Y | 1.46 | 1.53 | 1.65 | 1.32 |
| GER 2Y | 0.05 | 0.09 | 0.19 | -0.02 |
| Euribor 3m | 0.20 | 0.20 | 0.23 | 0.19 |
| Euro\$ 3m | 0.28 | 0.28 | 0.29 | 0.31 |
| Itrax Crossover | 403 | 402 | 438 | 482 |

Sul mercato obbligazionario non si segnalano movimenti di rilievo sia per quanto riguarda i mercati "safe" Stati Uniti e Germania che per i periferici. In particolare l'Italia ha visto un allargamento contenuto dello spread BTP Bund al di sotto dei 10 punti base. Anche sul mercato dei corporate non si segnalano movimenti di rilievo.

AZIONI

| EQUITY | 15 mar | 1W Chg | 1 M Chg | YTD Chg |
|----------------|---------|--------|---------|---------|
| S&P 500 | 1560.28 | 0.59% | 2.66% | 9.40% |
| Stoxx 600 | 297.15 | 0.54% | 3.41% | 6.25% |
| Eurostoxx50 | 2724.47 | -0.16% | 4.18% | 3.36% |
| Topix | 1051.65 | 3.05% | 11.59% | 22.31% |
| FTSE Asia exJp | 491.88 | -1.54% | -1.39% | 1.92% |
| FTSE Emer Mkt | 522.63 | -1.80% | -1.85% | -0.50% |
| VIX | 11.75 | -0.84 | -0.71 | -6.27 |
| V2X | 15.87 | -1.52 | -2.98 | -5.48 |

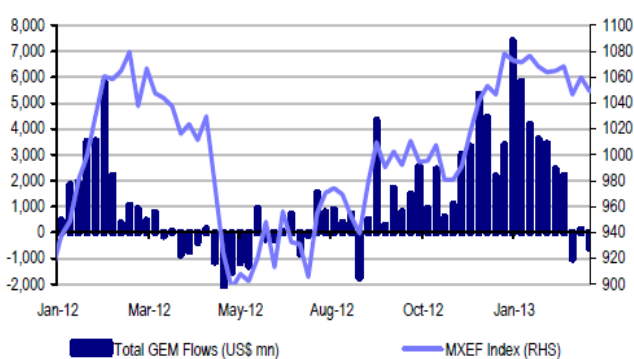
Ci sono voluti sei anni, ma finalmente i mercati azionari americani sono ritornati sui massimi assoluti del 2007. Tuttavia, al di là del significato simbolico ed emotivo, entrambi sicuramente importanti, dal punto di vista sostanziale non cambia molto. Il mercato oggi è totalmente diverso da quello di sei anni fa. Per esempio le valutazioni sono ancora più basse in termini di P/E, i tassi pure sono molto più bassi, i margini, invece sono oltre il picco del ciclo precedente ormai da un po'. Anche gli indici sono diversi: il peso del settore finanziario si è drasticamente ridotto a favore di settori più legati all'economia reale. Nel frattempo sono fallite alcune banche, altre sono state salvate e la FED ha iniettato migliaia di miliardi di liquidità nel sistema. In sostanza è molto difficile paragonare questo livello dello S&P rispetto a quello di sei anni fa. Semplicemente sono due cose diverse e non sarebbe giusto concludere che i mercati sono da vendere solo perché sono ritornati a quei livelli che sembravano irraggiungibili dopo la crisi finanziaria più grave degli ultimi tempi.

L'Europa, a parte il DAX, è ancora ben distante da quei livelli e non è difficile immaginare il perché. Intanto anche da noi la stagione reportistica è ormai giunta al termine e la notizia positiva è che le stime degli analisti sugli utili per l'anno in corso si sono stabilizzate e hanno smesso di scendere. È ancora presto per dire se sia solo una pausa come abbiamo visto l'anno scorso nello stesso periodo, o



se l'economia del vecchio continente stia finalmente trovando un suo equilibrio. Certo è che 6-7% di crescita utili stimata per quest'anno, pur essendo forse ancora un po' ottimista, sta rientrando in linea con le attese degli economisti. A questi livelli l'Europa è a sconto sulle medie storiche di lungo termine sui P/E (12.2 vs 14), ma se la si guarda sui multipli medi successivi alla crisi finanziaria, risultano al contrario un po' a premio (11x). La grossa differenza sta nel livello assoluto degli utili che sono rimasti molto indietro negli ultimi due anni e non sono praticamente cresciuti rispetto a quelli americani che invece sono saliti a doppia cifra ogni anno. Ovviamente questo vale soprattutto per le aziende legate all'economia domestica nei paesi periferici, mentre quelle che hanno un carattere più internazionale presentano valutazioni in linea con le concorrenti d'oltre Oceano. Certo è che se l'economia europea tornasse su un sentiero di crescita ci sarebbe spazio di apprezzamento degli indici azionari, ma questo per ora non sembra ancora il caso.

Ad aggravare, al margine, la sottoperformance dei principali mercati emergenti si sono inseriti anche cospicui flussi in uscita dai fondi dedicati.



Anche dal punto di vista micro la persistente revisione al ribasso delle aspettative di crescita per l'anno in corso, pur rimanendo sempre in territorio a doppia cifra, continua nel suo momentum negativo.

VALUTE

| CURRENCY | 15 mar | 1W Chg | 1 M Chg | YTD Chg |
|-----------|--------|--------|---------|---------|
| EUR / USD | 1.3062 | 0.6% | -2.2% | -1.0% |
| EUR / YEN | 125.22 | 0.7% | 0.3% | 9.5% |
| USD / YEN | 95.86 | 0.1% | 2.5% | 10.7% |

Settimana interlocutoria sul mercato della divise. Nonostante una pluralità di commenti sulla stampa specializzata a favore del dollaro che dovrebbe trarre vantaggio da fattori ciclici, come la ripresa americana ed in particolare del mercato del lavoro, e strutturali come la minor dipendenza a tendere da fonti energetiche non domestiche, la settimana non ha visto una forza particolare della divisa USA.

La valuta cinese, il Renmimbi, sta guidando l'internazionalizzazione dell'economia cinese. Negli ultimi anni il peso che tale valuta ha assunto all'interno dell'economia globale è in costante e rapida crescita; il 12% degli scambi commerciali cinesi sono già regolati in Renmimbi, gran parte dei quali all'interno dell'area asiatica. Il peso nell'industria finanziaria sta anch'esso crescendo; se Hong Kong è, di fatto, il maggior centro finanziario degli scambi in Dim Sum Bonds (le obbligazioni societarie in Renmimbi off-shore), altre piazze si stanno imponendo come Taiwan, Singapore e anche Londra; le principali corporate hanno prestiti in Renmimbi e l'ampliamento del mercato obbligazionario sembra essere sostenuto anche dalla crescente necessità di finanziare i programmi di sviluppo infrastrutturale tramite il canale ufficiale obbligazionario piuttosto che tramite il ricorso allo shadow banking system. Il pre requisito, però, per l'appetibilità da parte degli investitori stranieri, cruciali per saziare la fame di capitali dell'economia cinese, è quello di avere una valuta liberamente fluttuante, obiettivo che le autorità sembrano voler perseguire in un futuro forse non troppo lontano.



CNY/USD



MATERIE PRIME

| COMMODITY | 15 mar | 1W Chg | 1 M Chg | YTD Chg |
|------------------|--------|--------|---------|---------|
| OIL | 93.35 | 1.5% | -2.6% | 1.7% |
| CRB Index | 297.4 | 1.0% | -0.4% | 0.8% |
| Gold | 1595 | 1.1% | -0.8% | -4.9% |
| Silver | 28.91 | -0.3% | -3.0% | -4.4% |
| Copper | 352 | 0.4% | -5.7% | -3.6% |
| Gas | 3.90 | 7.6% | 23.8% | 16.5% |

Il prezzo del **petrolio WTI** chiude la sua seconda settimana consecutiva di rialzo. Un report dell'agenzia governativa americana dell'Energia (EIA, Energy Information Administration) ha evidenziato un calo nella quantità stoccata nell'ultima settimana, proiettando quindi una situazione di stabilizzazione nel livello delle scorte cresciute al livello più alto, per il periodo, su una serie storica di rilevazioni che parte dal 1982. La produzione di greggio negli Stati Uniti è cresciuta notevolmente dopo l'introduzione di nuove tecniche di estrazione. Al momento però questa maggiore produzione ha determinato per lo più un aumento

delle scorte e quindi, al di là della volatilità di breve termine, non si dovrebbe assistere a forti rimbalzi nel prezzo a meno di un aumento oltre le aspettative della domanda interna. L'avvicinarsi della stagione estiva, tradizionalmente la driving season, sosterrà comunque il prezzo. Da segnalare che lo sconto del WTI rispetto al Brent sta diminuendo e si attesta attualmente sotto i 16 dollari al barile (le previsioni sono per un livello medio di 9 dollari al barile nei prossimi 12-18 mesi). Questa settimana è stato diffuso il dato sulla produzione OPEC nel mese di febbraio cresciuta del 4,5% rispetto a gennaio. Ciò ha causato una pressione al ribasso sul prezzo del BRENT più sensibile a variazioni della produzione di petrolio di Medio Oriente e Nord Africa data la maggiore dipendenza dell'Europa dalle forniture provenienti da quell'area.

Anche il **Gold** registra la seconda settimana di rialzo consecutiva. Nonostante il flusso di notizie economiche positive dall'economia globale, e dagli USA in particolare, e nonostante la Bank of China abbia dichiarato pubblicamente che non intende consentire la crescita delle proprie riserve auree oltre la quota del 2% (sono attualmente al 1,7%), il mercato ha voluto dare un peso maggiore alla forza della domanda di oro fisico proveniente dall'Estremo Oriente, per lo più per usi di oreficeria. Prezzi che si avvicinano al livello di 1570 USD/Oz. sono considerati da questi operatori dei livelli attraenti di acquisto.



PROSSIMA SETTIMANA

| | USA | EMU | EM. MKT | EARNINGS |
|---------------------|--|---------------------------|-----------------------|----------------------------|
| Lunedì 18 | Fiducia mercato immobiliare. | | | EU: Pirelli – EnelGP |
| Martedì 19 | Permessi alla costruzione. | GER: ZEW. | INDIA: Banca Centrale | EU: ISP – Finmecc |
| Mercoledì 20 | FOMC. | EMU: fiducia consumatori. | TAIWAN: Export Orders | EU: EON – Inditex – Enel |
| Giovedì 21 | Sussidi alla disoccupazione; preliminare ISM; indicatore anticipatore. | EMU: indici PMI. | CINA: Hsbc Flash Pmi | EU: Generali |
| Venerdì 22 | | GER: indice IFO. | BRASILE: CPI | EU: UCG – Terna – BP – H&M |

Sergio Bertocini – Market Strategist di Amundi: presentazione del 14 marzo 2013.

La sua visione per l'anno in corso:

- 1) Crescita 2013 Ok, attesa intorno al +3,5%, trainata da Paesi Emergenti e USA
- 2) Inflazione stabile e su livelli contenuti: la liquidità è abbondante ma circola poco, soprattutto in Europa, e l'Output Gap è ancora piuttosto consistente.
- 3) In US, l'effetto sul PIL dei tagli fiscali di 85 MLD partiti in automatico verrà compensato dalla dinamica positiva del mercato del lavoro. Consumi interni con buon sostegno, cui contribuisce anche il recupero in corso del settore immobiliare
- 4) In EU la situazione è molto frammentata. Tra Italia e Spagna, preferisce comunque l'Italia. Anche se la Spagna ha una stabilità di governo, il processo di "deleveraging" e lo sgonfiamento della bolla immobiliare non si è ancora concluso. Inoltre il finanziamento del debito pubblico quest'anno richiederà emissione netta di nuovo debito di 60 MLD contro i 24 MLD netti dell'Italia. Quindi rischio macro Spagna molto più pesante. Valutano fair spread di Italia a 186 bp e di Spagna a 296 bp
- 5) I loro portafogli impostati su **"risk on"**. Sovrappeso di strumenti a spread e di azioni (High Yield, finanziari "periferici" e Emerging Markets Bonds resistono meglio al rischio tassi). Sottopesati obbligazioni Investment Grade e governativi "core". Vedono i flussi che escono pesantemente da portafogli Investment Grade e si dirigono verso gli High Yield e in misura relativamente minore verso l'azionario.
- 6) Nell'ambito dell'azionario, sovrappeso su Europa, Mercati Emergenti e Giappone con copertura valutaria.
- 7) Ritengono l'Euro ancora un po' sopravvalutato rispetto a USD. Negativi su CHF (meno rischio sistemico) e su YEN per le politiche BOJ (gli attivi della banca destinati a raddoppiare entro 12-18 mesi).
- 8) Volatilità sempre molto contenuta per l'azione di tutte le banche centrali.

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.