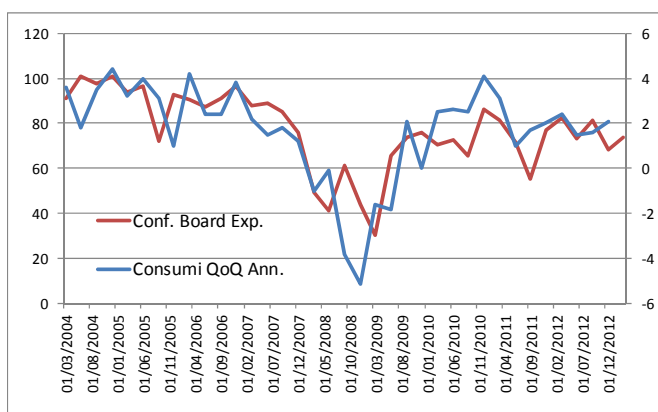


IL QUADRO MACRO

STATI UNITI



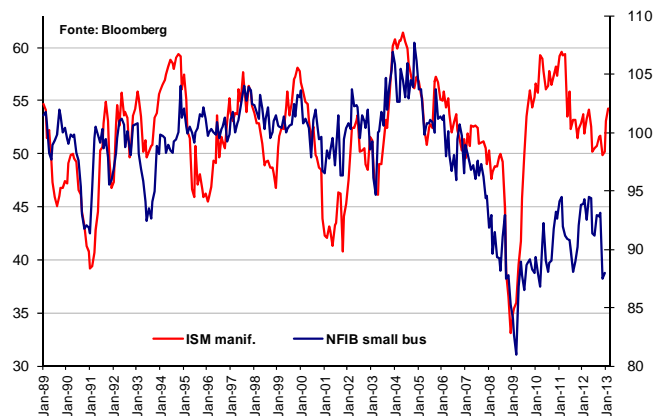
Fonte: Bloomberg

Nel periodo di riferimento, per quanto riguarda l'economia reale abbiamo avuto indicazioni sulla dinamica dei consumi e degli investimenti, mentre per quanto riguarda i livelli di fiducia abbiamo avuto le letture di febbraio per l'ISM (settore manifatturiero) e la *consumer confidence*.

I dati sugli investimenti suggeriscono una stagnazione di questa grandezza nel primo trimestre dell'anno, dopo il significativo progresso registrato nell'ultimo periodo del 2012, segno che lo scadere delle agevolazioni fiscali ha indotto molti imprenditori ad anticipare le spese all'anno scorso. Per quanto riguarda i consumi non vi sono state sorprese rispetto al consenso e al recente trend, per cui la variazione dei primi tre mesi dovrebbe essere intorno al +1,5% annualizzato.

La fiducia delle famiglie ha mostrato un balzo in avanti che risulta difficile riconciliare con i dati delle vendite, ma che in parte potrebbe essere ricondotto al lento miglioramento del mercato del lavoro.

Infine il settore manifatturiero ha mostrato un progresso nei livelli di fiducia al di sopra delle attese.

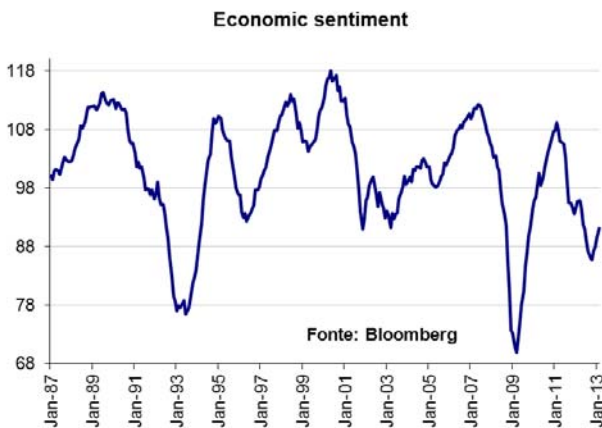


Per quanto riguarda la FED, Bernanke, come atteso da molti commentatori, ha riaffermato il suo forte convincimento che in questa fase non è il caso di mutare la politica quantitativa in essere, e che questa sta apportando all'economia americana più benefici che problemi. Il FOMC (Federal Open Market Committee – Comitato Federale del Mercato Aperto) appare diviso tra una maggioranza che segue le idee del Governatore e una minoranza non trascurabile preoccupata degli effetti collaterali del Quantitative Easing su inflazione, stabilità finanziaria e politica fiscale. Al momento non sembra che vi sia un'intesa tra i membri della FED su come modificare le politiche in essere in risposta al raggiungimento di certe soglie sulle variabili reali. Inoltre occorre ricordare che le aspettative della FED in tema di crescita e occupazione sono superiori a quelle di mercato, per cui se questo avesse ragione la FED non potrebbe certo assumere una politica più restrittiva.



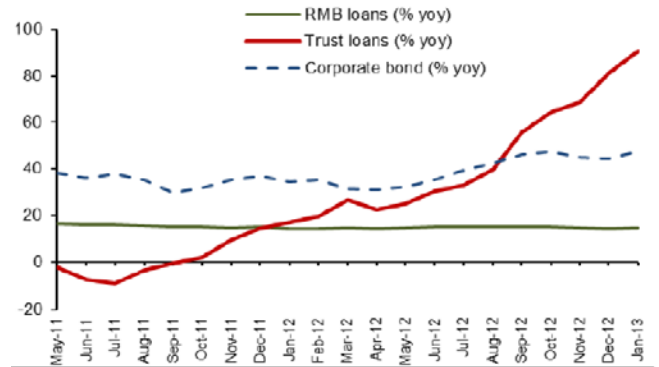
AREA EURO

A livello aggregato l'indice di fiducia elaborato dalla Commissione Europea ha fatto registrare nella lettura di febbraio un significativo progresso; questo conferma l'aspettativa che il processo di uscita dalla recessione per l'area euro sia in corso. I dati recenti ribadiscono però anche che l'Italia stenta a tenere il passo con la media europea, e che molto probabilmente la contrazione dell'attività nel nostro paese potrebbe eccedere di un trimestre il dato medio continentale.



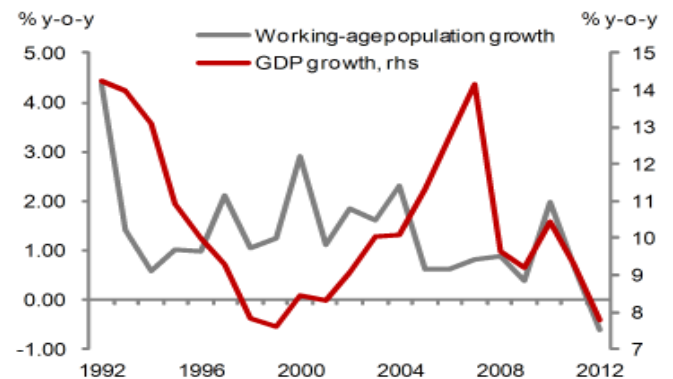
PAESI EMERGENTI

L'opacità dei dati cinesi relativi ai mesi di gennaio e febbraio causata dalla presenza del capodanno cinese ci porta a focalizzarci su temi di più ampio respiro, quali, ad esempio, i possibili fattori negativi che potrebbero pesare sul futuro dell'economia cinese. Tra questi, due sembrano assumere un'importanza maggiore: da un lato l'esplosione del credito concesso tramite canali al di fuori di quelli ufficiali pone le basi per uno squilibrio "monetario" che può essere mitigato solo da una crescita economica sempre sostenuta.



Fonte: Nomura

Dall'altro le dinamiche di crescita della popolazione iniziano a evidenziare un invecchiamento che rende la forza lavoro non più così disponibile come in passato. D'altro canto, una popolazione meno giovane è anche in linea con i piani di ribilanciamento dell'economia meno legata all'export e più legata ai consumi interni.



Fonte: Nomura

Questi sembrano essere i temi centrali a livello economico che il nuovo Governo cinese dovrà affrontare nel prossimo futuro, già a partire dalla prossima settimana in occasione del dodicesimo Congresso del Partito Comunista.

In Brasile le recenti evidenze economiche stanno delineando uno scenario di graduale rientro dai possibili squilibri che gravano sul paese; l'inflazione più bassa del previsto e il tasso disoccupazione più elevato vanno nella direzione di una maggior leva operativa da parte dell'autorità monetaria.



I MERCATI

OBBLIGAZIONI

BOND	01 mar	22-feb	01-feb	31 dic 12
USA 10Y	1,86	1,96	2,01	1,76
USA 2Y	0,23	0,25	0,26	0,25
GER 10Y	1,42	1,57	1,67	1,32
GER 2Y	0,03	0,13	0,25	-0,02
Euribor 3m	0,21	0,22	0,23	0,19
Euro\$ 3m	0,28	0,29	0,30	0,31
Itraxx Crossover	447	440	433	482

Fonte: Bloomberg

L'esito delle elezioni italiane ha determinato una brusca risalita degli spread dei nostri BPT rispetto ai titoli tedeschi. L'effetto contagio si è fatto sentire sui titoli di Stato degli altri paesi periferici con allargamenti di una certa entità anche per il mercato spagnolo. Molto probabilmente l'incertezza politica italiana graverà ancora sui titoli del nostro debito pubblico, per cui appare difficile ipotizzare un ritorno degli spread ai livelli pre-elezioni. L'unico elemento positivo che si può citare è che i nostri conti pubblici per il 2013 sono stati messi in sicurezza dalle manovre varate dal governo Monti, e che quindi salvo attacchi da parte dei mercati non sono necessari provvedimenti aggiuntivi al bilancio.

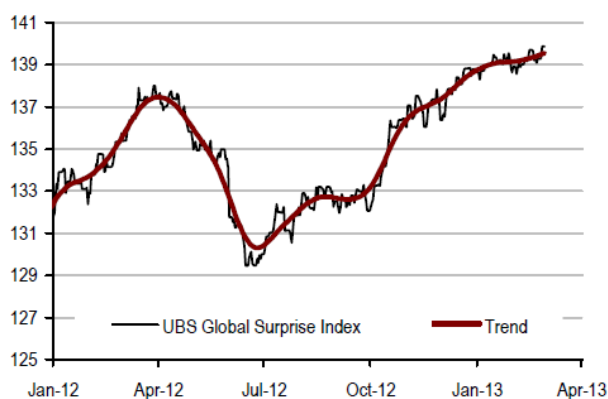
AZIONI

EQUITY	01 mar	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
S&P 500	1516,23	0,04%	0,20%	6,31%
Stoxx 600	289,30	0,25%	0,38%	3,44%
Eurostoxx50	2620,27	-0,37%	-3,31%	-0,59%
Topix	984,33	2,16%	4,42%	14,48%
FTSE Asia exJp	496,86	0,21%	0,19%	2,95%
FTSE Emer Mkt	522,52	-0,23%	-3,22%	-0,52%
VIX	15,33	1,16	2,43	-2,69
V2X	21,82	0,96	5,83	0,47

Fonte: Bloomberg

Le elezioni italiane hanno conquistato l'attenzione di tutti i media internazionali relegando in secondo piano altre notizie di grande rilevanza per i mercati. Gli indici azionari internazionali hanno sostanzialmente tenuto, forse anticipando una soluzione del problema o semplicemente per la convinzione che comunque vada la BCE sarà pronta a fornire un sostegno per evitare un pericoloso contagio. Perché preoccuparsi dei soliti vecchi problemi europei, proprio quando tutto sembra sostenere i mercati? L'elezione del nuovo governatore della BOJ che promette di essere favorevole ad una nuova politica monetaria espansiva, Bernanke che rassicura sul fatto che l'"exit strategy" è ancora lontana e i dati macro negli Stati Uniti che continuano a sorprendere al rialzo non possono essere ignorati dai mercati. Sì è vero, Moody's ha tolto la tripla A alla Gran Bretagna e la "sequestration" negli Stati Uniti è ormai inevitabile, ma in fondo c'era da aspettarselo e comunque meglio non pensarci adesso. Il risultato è che l'unico mercato che ha restituito una performance negativa degna di nota nel periodo è quello italiano, che ha perso circa il 3%, mentre gli altri sono alla peggio marginalmente negativi, se non addirittura in rialzo, come è il caso del Giappone, che ha guadagnato quasi due punti percentuali.

The momentum of Economic surprises has faded



Source: UBS

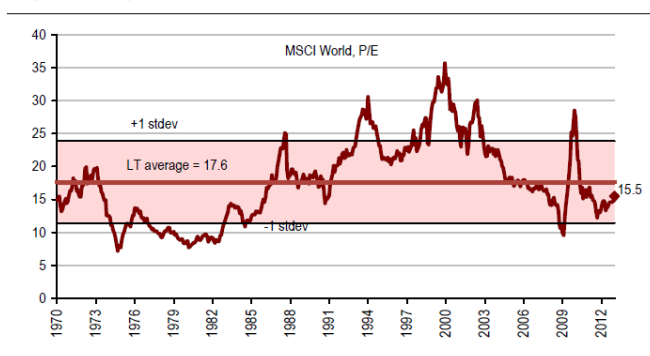


Qualcuno che comincia ad essere un po' più cauto c'è, anche se solo in chiave tattica e con l'obiettivo di portare a casa qualche guadagno. UBS, infatti, consiglia di diminuire leggermente il rischio nei portafogli vendendo azioni Emerging Markets e Commodities, per i seguenti motivi:

- 1- Il dibattito politico negli Stati Uniti sul "debt ceiling" sarà più difficile di quanto previsto dai mercati.
- 2- Il Quantitative Easing negli Stati Uniti potrebbe cominciare a venir meno nella seconda parte dell'anno.
- 3- Il rischio "paesi periferici" in Europa potrebbe tornare alla ribalta.
- 4- La crescita economica sta cominciando a perdere un po' di *momentum*.
- 5- Il *sentiment* degli investitori segnala elevata compiacenza per il rischio, mentre le valutazioni, benché non elevate, non sono più di supporto, ma in linea con le medie storiche.

Non è necessario essere d'accordo con tutti i punti riportati qui sopra per condividere il messaggio di base di maggior cautela da assumersi alla luce delle incertezze che ancora incombono sui mercati e dell'atteggiamento di sottovalutazione dei rischi assunto da alcuni investitori.

World MSCI P/E arguably somewhat cheap. But valuation seems close to long term average.



Source: Datastream, UBS

La perdurante sottoperformance dei mercati emergenti ha portato le valutazioni relative su livelli

nuovamente interessanti, a sconto di circa il 20% rispetto ai mercati sviluppati.

Chart 17: Relative 12m forward P/E of MSCI EM versus DM



Fonte: UBS

A dispetto delle valutazioni attraenti, però, alcune notizie non particolarmente positive si sono abbattute sui mercati. Nello specifico, il *sentiment* positivo fino ad ora sul mercato indiano si è in parte incrinato dopo la presentazione del budget governativo per il prossimo anno fiscale. Gli obiettivi di deficit sono stati giudicati troppo timidi, soprattutto a fronte di aspettative molte elevate che ripongono nell'azione di Governo tutta la fiducia per una graduale riduzione del deficit di bilancio e di quello commerciale.

VALUTE

CURRENCY	01 mar	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
EUR / USD	1,2990	-1,5%	-4,8%	-1,5%
EUR / YEN	121,28	-1,6%	-4,2%	6,0%
USD / YEN	93,37	-0,1%	0,6%	7,6%

Fonte: Bloomberg

Continua la fase di rafforzamento del dollaro, recentemente sceso contro euro sotto quota 1,3. Anche per il cambio pesa l'esito delle elezioni italiane, che ha reso la moneta unica la più debole tra le principali valute, avendo perso terreno anche nei confronti dello yen.



MATERIE PRIME

COMMODITY	01 mar	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
OIL	90,89	-2,4%	-7,0%	-1,0%
CRB Index	291,0	-0,9%	-4,6%	-1,4%
Gold	1579	-0,2%	-5,3%	-5,8%
Silver	28,53	-0,7%	-10,4%	-6,0%
Copper	351	-0,7%	-7,3%	-4,0%
Gas	3,50	6,3%	6,0%	4,4%

Fonte: Bloomberg

Il mondo Commodity ha subito la volatilità dei mercati, dove sono riemerse preoccupazioni riguardo all'incertezza sistemica dell'area euro. In questo contesto abbiamo osservato in particolare in controtendenza relativa il prezzo dell'**oro** e del **gas naturale**.

Il mercato del gas naturale ha subito problemi temporanei di offerta disponibile sul mercato fisico. Per quanto riguarda l'oro, è riapparsa la sua caratteristica di "rifugio" nei momenti di turbolenza, con un picco di variazione positiva nel giorno in cui l'esito incerto e contraddittorio dei risultati elettorali italiani riproponeva agli investitori il tema di una crisi europea non ancora risolta.

Se da una parte un'allocazione del portafoglio a questa particolare commodity ha quindi potuto svolgere appieno la sua funzione di copertura da rischi "di coda", dall'altra non sembrerebbe ragionevole una sovra-esposizione alla ricerca di redditività, almeno nel breve-medio termine. Anche se la Fed ha smentito le voci su un approssimarsi dell'uscita dal Quantitative Easing, gli effetti sulla divisa americana non ci sono stati. Infatti, la Fed molto ha già fatto in termini di espansione di bilancio e di base monetaria, mentre altre banche centrali (BCE e BOJ) hanno ancora molto spazio di manovra, con effetti sulle rispettive valute quale strumento per promuovere una maggiore crescita.

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.