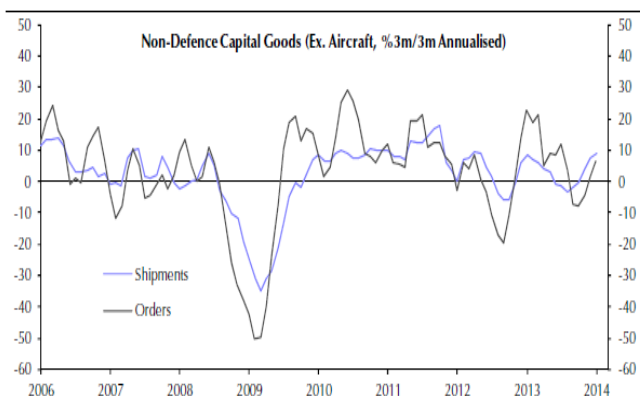


**IL QUADRO MACRO**

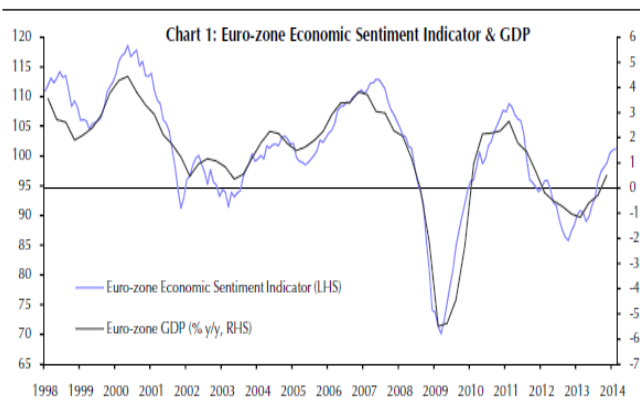
**STATI UNITI**

I dati sulle vendite di nuove abitazioni, sulla fiducia dei consumatori e quelli sugli ordinativi di beni durevoli sembrano confermare che il maltempo sia stato all'origine delle letture al ribasso dei dati sulla crescita dello scorso mese.



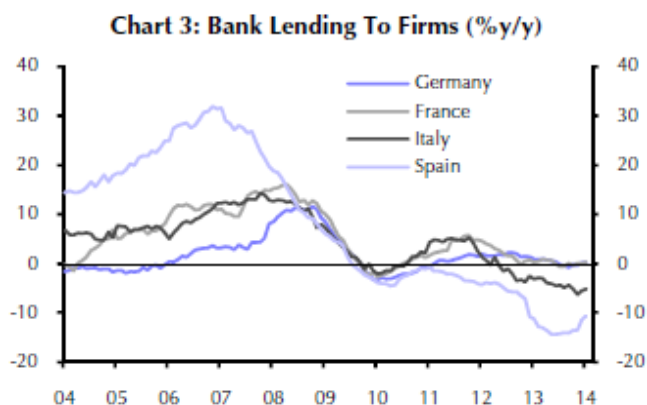
Per quanto riguarda la statistica del PIL di Q4 la revisione al ribasso è risultata assai contenuta e tale da non mutare il giudizio sulle dinamiche in atto nell'economia USA. Per cui la settimana nel complesso non ha fornito spunti di particolare rilievo.

**AREA EURO**



I dati europei sono risultati nel complesso positivi. L'IFO tedesco e l'indice di fiducia della Commissione Europea (grafico sopra riportato) segnalano prospettive di miglioramento per la crescita europea, in linea peraltro con le nostre aspettative.

Anche dal lato del credito giungono notizie che si possono prestare ad una interpretazione positiva in quanto sembra evidenziarsi una fase di stabilizzazione nel tasso tendenziale annuo nei prestiti alle imprese nei paesi più colpiti dall'attuale fase di deleveraging (come mostra il grafico sotto riportato) in special modo per Spagna e Italia).



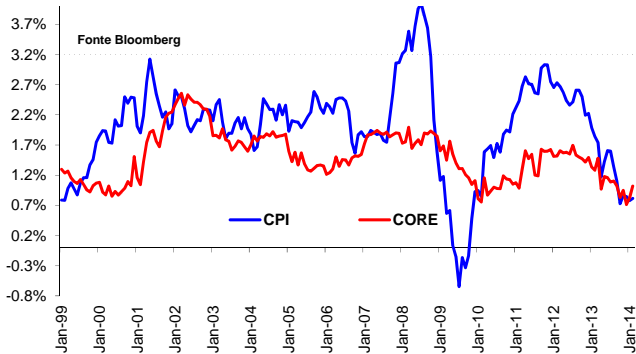
Infine il dato preliminare dell'inflazione europea per gennaio ha rassicurato i timori dell'avverarsi di uno scenario deflazionistico in Europa, con una lettura dell'inflazione core in rialzo ed una stabilizzazione dell'indice principale dei prezzi.

Giovedì 6 marzo la BCE è attesa dai mercati ad una prova importante, in quanto vi sono aspettative per una nuova mossa espansiva o sul lato convenzionale (riduzione dei tassi) o su quello di uno stimolo straordinario volto a sostenere l'erogazione del credito. Sta prendendo piede tra i commentatori anche l'ipotesi che la BCE decida di non più sterilizzare gli acquisti effettuati sotto il programma SMP. Non sterilizzare significa che



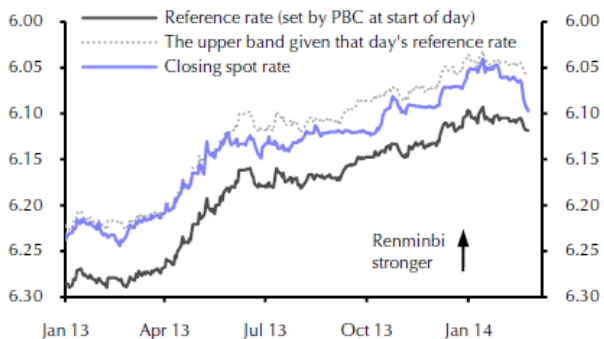
circa 17 mld di euro attualmente parcheggiati obbligatoriamente dalle banche private presso i depositi dell'istituto centrale possono essere impiegati in maniera alternativa.

L'inflazione nell'area euro



**PAESI EMERGENTI**

RMB/USD Exchange Rate



Sources – Bloomberg, Capital Economics

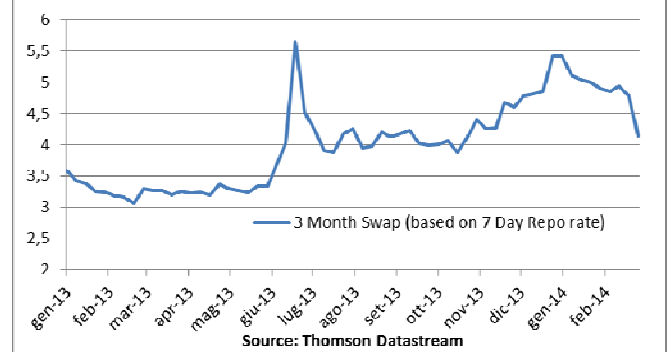
La settimana si è aperta con una notevole caduta del renminbi cinese rispetto al dollaro, quasi certamente ingegnerizzata dalla Banca Centrale cinese. Sembra l'inizio di una guerra tra le forze di mercato e i *policymakers* cinesi, con i fondamentali (soprattutto il *current account surplus*) fortemente a supporto di un ulteriore rafforzamento del renminbi. Andando più a fondo nella faccenda, si scopre come siano state in realtà le stesse società cinesi, segnatamente manifatturiere e *state-owned*, più che gli investitori globali, a puntare sul

rafforzamento, rivelatosi un arbitraggio sicuro più che speculazione. La situazione sembra non andare a genio al governo, che sta cercando di introdurre più volatilità, dopo l'ampiamiento della *trading band* a inizio 2012. Il lato positivo è la conferma della volontà nel procedere con la liberalizzazione del cambio, quello negativo riguarda l'esposizione al rischio delle suddette società: il *carry trade* è stato portato avanti nella maggioranza dei casi senza le dovute coperture, o con prese di posizione troppo speculative; in quest'ultimo caso sarebbero gli stessi esportatori a subire gli effetti di una politica teoricamente positiva per loro.

Ulteriori dubbi sulla *policy stance* cinese derivano da un comunicato della Banca Centrale rilasciato al portale Xinhua, in cui commenti sulla ragionevolezza degli attuali tassi interbancari (in discesa) sembrano indicare un subdolo *easing* destinato a proseguire almeno fino alla fine del Congresso Nazionale (5-13 Marzo); ci sembra un evento positivo nel breve periodo, ma negativo per gli obiettivi di stabilizzazione a medio-lungo termine.

Da tenere sotto osservazione anche il mercato immobiliare, in cui recentemente diversi costruttori hanno notevolmente abbassato i prezzi di vendita. La bolla immobiliare potrebbe essere il vero pericolo per l'economia reale cinese, più che l'eccesso di credito dovuto allo shadow banking.

China Short-term Rates



Sempre in Asia, dati negativi in Thailandia, dove il calo nei consumi e investimenti privati e nelle importazioni sembra indicare una generale debolezza della domanda domestica. Il PIL indiano di Q4 è invece uscito al +4,7% (precedente: +4,8%); la leggera decelerazione al margine è stata causata dal settore agricolo.

In Brasile la crescita del PIL di Q4 al +0,7% (sopra il consenso; +2,3% annuale) ha evitato l'ingresso in recessione tecnica. L'outlook è comunque poco brillante, se consideriamo la caduta nella produzione industriale e nella fiducia dei consumatori, oltre alla promessa del governo di tagliare il budget di 18,5 miliardi di USD per evitare il downgrade del debito. Nel frattempo la decelerazione del PMI (50,4 dopo 50,8) conferma le difficoltà del paese.

Sempre in *LatAm*, c'è delusione dai dati del Messico. La crescita per il 2013 ammonta all'1%, sotto il consenso. Preoccupante il fatto che nel quarto trimestre ci sia stato un contributo negativo dal settore secondario, come confermato anche dalla discesa della produzione industriale in dicembre. Ulteriore preoccupazione deriva dalla debolezza dei dati manifatturieri americani per l'inizio del 2014, se consideriamo che gran parte dell'accelerazione nelle stime di crescita messicana era attribuibile ad un'ipotesi di crescita solida negli USA

## I MERCATI

### OBBLIGAZIONI

BOND	28 feb	21-feb	31-gen	31 dic 13
USA 10Y	2.68	2.73	2.64	3.03
USA 2Y	0.34	0.31	0.33	0.38
GER 10Y	1.63	1.66	1.66	1.93
GER 2Y	0.13	0.12	0.07	0.21
Euribor 3m	0.29	0.29	0.30	0.29
Euro\$ 3m	0.24	0.23	0.24	0.25
Itrax Crossover	266	274	316	287

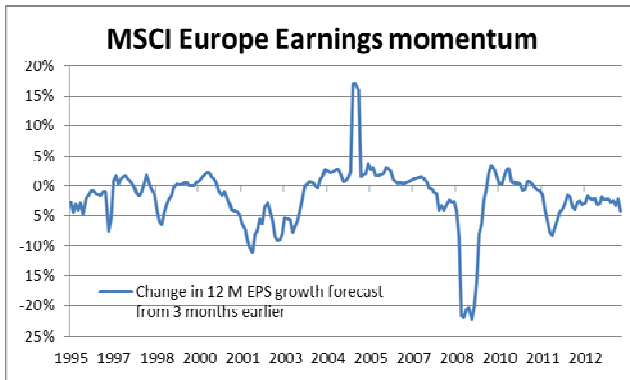
Settimana di significativa volatilità per le obbligazioni tedesche, ed in special modo per il tasso a dieci anni. Quest'ultimo dapprima è stato spinto verso il basso da un dato dell'inflazione tedesca al ribasso. La sessa statistica, ma al livello europeo, ha sorpreso al rialzo, determinando, il giorno successivo, un movimento di ritracciamento esattamente pari alla precedente discesa. Più stabili i tassi americani, mentre rimangono ben impostati i titoli di Stato periferici e i corporate bond denominati in euro.

### AZIONI

EQUITY	28 feb	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
S&P 500	1862.94	1.45%	4.51%	0.79%
Stoxx 600	337.53	0.43%	4.65%	2.82%
Eurostoxx50	3136.66	0.16%	4.07%	0.89%
Topix	1211.66	-0.87%	-0.74%	-6.96%
MSCI Asia exJp	539.36	0.92%	3.07%	-2.19%
MSCI Emer Mkt	963.23	0.41%	2.85%	-3.94%
VIX	13.77	-0.91	-4.64	0.05
V2X	16.93	-0.45	-4.89	-0.32

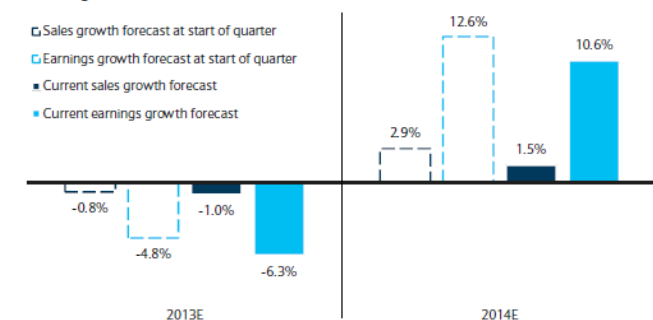
Settimana caratterizzata da movimenti positivi per le azioni americane, con l'S&P che ha toccato i nuovi massimi storici. Meno brillante l'Europa, in attesa delle decisioni della BCE, con l'inflazione come variabile di riferimento. Un traino negativo nel sentiment è arrivato dalla tensione dovuta alla crisi ucraina. Tutto ciò si riflette anche sugli emergenti in cui le buone performance asiatiche (nonostante il -2,7% di Shanghai dopo i movimenti anomali del CNY e il calo di alcuni prezzi immobiliari) sono annacquate da quelle LatAm e soprattutto dall'area EMEA, con Russia e Turchia che lasciano circa il 3% sul terreno. Giappone caratterizzato da forte volatilità, ma sostanzialmente stabile sul mese.





La reporting season europea, benché non positiva in senso assoluto, continua a mostrare piccoli segni di rafforzamento (già scontati nei prezzi come mostrato dalla recente costante espansione dei multipli forward). La proporzione di *beats* si mantiene su livelli elevati (ai massimi da inizio 2012). In ogni caso alcuni temi risultano ancora ostici. Il riferimento è soprattutto alle revisioni al ribasso delle stime di crescita delle vendite, coniugate con earnings revision e momentum che non mostrano segnali di miglioramento. Per il momento la doppia cifra per gli utili 2014 non è comunque ancora in discussione.

Revenue growth estimates for the STOXX600 ex. Financials have shrunk



Source: Bloomberg, Datastream, Barclays Research.

## VALUTE

L'euro ha nuovamente raggiunto il massimo di periodo di 1,38 contro dollaro sulla scia del dato al rialzo dell'inflazione europea, che ha mosso al rialzo i tassi tedeschi, e per questa via ha fornito sostegno alla divisa unica.

A parte il movimento inatteso sul renminbi, rimangono delle frizioni sulle solite valute emergenti, in particolare lira turca e rublo russo.

CURRENCY	28 feb	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
EUR / USD	1.3801	0.4%	2.3%	0.4%
EUR / YEN	140.93	0.0%	2.4%	-2.6%
USD / YEN	102.08	-0.4%	0.0%	-3.1%

## MATERIE PRIME

COMMODITY	28 feb	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
OIL	102.56	0.4%	5.2%	4.2%
CRB Index	301.9	0.1%	6.6%	7.8%
Gold	1325	0.1%	6.5%	9.9%
Silver	21.23	-2.8%	10.7%	9.1%
Copper	324	-1.4%	1.5%	-4.5%
Gas	4.62	-24.8%	-6.6%	9.1%

Settimana priva di direzione per l'indice generale delle commodities. La volatilità maggiore (gas naturale a parte) viene dai metalli preziosi, il cui andamento durante le ultime sedute non sempre è stato di facile lettura se confrontato con le dinamiche delle altre asset class.



**PROSSIMA SETTIMANA**

	<b>USA</b>	<b>EMU</b>	<b>EM. MKT</b>	<b>EARNINGS</b>
<b>Lunedì 3</b>	Redditi personali; ISM;	Indici PMI manifatturiero;	CH, RU, IN: PMI	Ford
<b>Martedì 4</b>			Ru: Inflazione	Glencore Xstrata
<b>Mercoledì 5</b>	Sondaggio ADP;	Composite PMI; PIL Q4;		Standard Chartered, Carrefour, Adidas
<b>Giovedì 6</b>	Initial jobless claims;	Comitato mensile BCE;	BR: Bilancia commerciale	Continental, Deutsche Telekom, Aviva, Telecom Italia
<b>Venerdì 7</b>	Mercato del lavoro;			

**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.