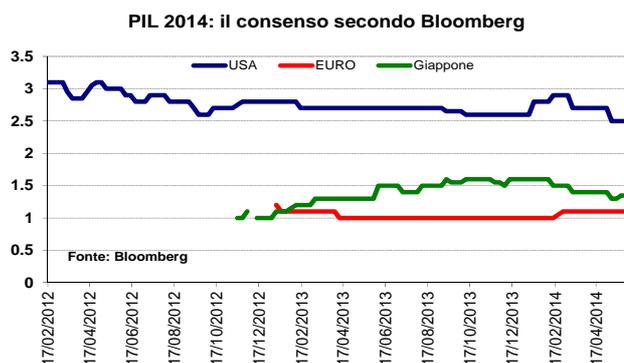


**IL QUADRO MACRO**

**STATI UNITI**



Dai dati sempre molto attesi dai mercati riguardanti il mercato del lavoro sono giunte conferme circa il quadro congiunturale USA: la crescita occupazionale media mensile permane nell'intorno delle 200 mila unità, con un tasso di disoccupazione al 6,3% e un'accelerazione delle retribuzioni in area 2%. Quindi il mercato del lavoro resta in una situazione moderatamente positiva senza che si evidenzino tensioni dal lato dei salari. Queste nuove informazioni, unite a quanto già si sapeva su livelli di fiducia e leading indicator mostrano un'economia americana in grado di crescere nell'intorno del 3% annualizzato per i prossimi trimestri.

**AREA EURO**

Il tanto atteso meeting della BCE è giunto, e l'esito non è risultato al di sotto delle attese. La Banca centrale ha agito su una pluralità di fronti.

In sintesi:

**Tassi di interesse:** riduzione del tasso di riferimento di 10 p.b. allo 0,15%, tasso negativo sui depositi delle riserve in eccesso delle banche commerciali presso la BCE al -0,1%, tasso sui

prestiti alle banche ridotto di 35 p.b. allo 0,4%. Inoltre la forward guidance della BCE sembra suggerire che i tassi rimarranno a questi livelli almeno fino a fine 2016. E che con quest'ultima mossa l'opzione tassi non verrà più presa in considerazione dalla BCE.

Il tasso negativo sui depositi è forse la misura più diretta volta a contrastare l'apprezzamento dell'euro, mentre le altre misure sui tassi sono volte a mantenere bassi e poco volatili i tassi di interesse sul mercato monetario.

**Operazioni straordinarie di rifinanziamento:**

possibilità per le banche di prendere a prestito denaro dalla BCE per un massimo di 400 mld (7% dello stock di prestiti da queste fatte al settore non-finanziario privato) a un tasso fisso verosimilmente dello 0,25% in cambio di collateral che non siano mutui erogati alle famiglie. La liquidità sarà erogata a patto che venga utilizzata per sostenere il credito alle imprese con un orizzonte fino all'autunno 2018. Le "finestre" per tali operazioni sono settembre e dicembre di quest'anno, a cui si aggiungeranno appuntamenti trimestrali dal marzo 2015 al giugno 2016 in cui le banche possono prendere a prestito un ammontare pari a tre volte il flusso netto di nuovi prestiti. Cosa molto importante che differenzia questa operazione dal precedente LTRO è che il tasso debitore per le banche sarà fisso e pari al tasso *refi* (tasso per le operazioni di rifinanziamento della BCE) prevalente al momento dell'erogazione più uno spread di 10 p.b. Altra cosa molto importante fino al settembre 2016 non vi saranno penalità per le banche che non dovessero impiegare nell'economia reale tale liquidità. Quindi si tratta di un grosso incentivo per le banche a riprendere i cosiddetti "carry trade" ovvero a acquistare con i soldi presi a prestito dalla BCE ad un tasso dello 0.25% titoli con cedole superiori e



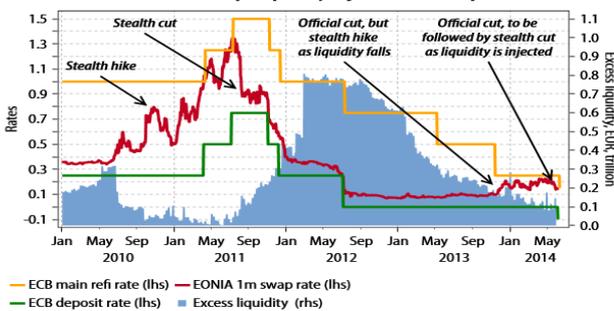
tenerli fino al settembre 2016 senza incorrere in alcuna penalità.

Ricordiamo però che lo scopo principale di questa operazione di rifinanziamento è quello di facilitare l'erogazione del credito da parte delle banche alle imprese mediante liquidità condizionata fornita dalla BCE.

**Full allotment prolungato fino al dicembre 2016:** con questa misura le banche possono rifinanziarsi presso la BCE per quantità illimitata senza passare attraverso un meccanismo d'asta. Questa e la seguente sono due misure volte a migliorare la situazione di liquidità per le banche.

**Sospensione da subito della sterilizzazione effettuata a suo tempo sugli acquisti di titoli di Stato:** con questa misura sarà immessa liquidità pari a 165 mld (si vedano i grafici sotto riportati). Questo è in effetti un vero e proprio anticipo di Quantitative Easing, dato che gli acquisti di titoli fatti a suo tempo e ora non più sterilizzati sono quindi effettuati con moneta creata dalla BCE.

**MRO cut takes rates to 15bp; liquidity injections could push them lower**



**Back at €100bn by October/November?**

Excess reserves and the impact of ending SMP sterilisation, in €bn



Source: Bloomberg, Commerzbank Research

Questa misura va anche nella direzione di ridurre le tensioni sul mercato monetario.

**Programma di acquisti ABS (in preparazione):** mentre questa forma di Quantitative Easing sembra mettere d'accordo tutti, l'acquisto di titoli di Stato sembra ancora lontano dall'essere implementato, se mai lo sarà.

TABLE: Projections of experts of Eurosystem (ECB)  
Projections from June and, in brackets, the figures published in March

	2014	2015	2016
Growth	1.0 (1.2)	1.7 (1.5)	1.8 (1.8)
Inflation	0.7 (1.0)	1.1 (1.3)	1.4 (1.5)

Source: ECB, Commerzbank Research

Per vedere anche nell'area Euro il QE vero (quello fatto acquistando titoli di Stato per ingenti quantità) occorre che le nuove previsioni della BCE su crescita e soprattutto inflazione sopra riportate siano deluse. E comunque non sarà un intervento a breve perché le misure straordinarie più rilevanti inizieranno da settembre e occorrerà valutarne l'impatto prima di adottare nuove misure. Inoltre la BCE ha mantenuto la frase in cui giudica "bilanciati" i rischi per l'inflazione lasciando intendere di non essere eccessivamente preoccupata da uno scenario deflazionistico. È anche vero però che il pacchetto di misure prese non avrà effetto immediato sull'inflazione, per cui il mercato sarà ancora molto influenzato dalla prossime letture sull'indice dei prezzi.

L'impatto più rilevante che le misure varate dalla BCE dovrebbero avere è sulla facilitazione del credito alle imprese da parte delle banche e quindi indirettamente per questa via sullo scenario di crescita ed inflazione. Infatti le altre misure tassi e liquidità non dovrebbero alterare in maniera significativa il contesto macro.

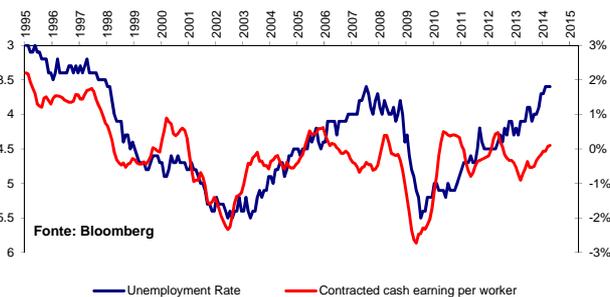


## GIAPPONE

Comincia finalmente a muoversi il dato sui salari nominali giapponesi: a fine aprile il dato segna un +0,9 rispetto allo stesso dato dell'anno precedente, ma non è sufficiente a compensare l'inflazione: infatti nello stesso mese il dato nazionale è al 3,4% tendenziale annuo. Il Ministero del Lavoro giapponese calcola come il salario reale abbia subito una flessione del 3,1% ad aprile su base annua.

A seguito di questo dato è difficile immaginare come i consumi privati possano espandersi in termini reali nel 2014, essendo pari all'88% la quota dei lavoratori dipendenti in Giappone.

Tasso di disoccupazione & Salario nominale



Un passo in avanti è stato fatto questa settimana dal primo ministro Abe sulla riduzione delle imposte sul reddito delle imprese. Il tasso è attualmente al 37%, al secondo posto tra i paesi dell'Organizzazione per la cooperazione e sviluppo economico (OCSE) dietro agli Stati Uniti.

Le imprese lamentano come questo tasso le abbia rese meno competitive rispetto a paesi competitor come ad esempio la Corea del Sud, dove il tasso è al 24%.

In quanto tempo e di quanto questo tasso scenderà non è ancora ben chiaro, ma nel frattempo Abe è riuscito a eliminare un ostacolo a questo obiettivo grazie a un'approvazione condizionata del ministro delle finanze e di alcuni esperti fiscali del suo stesso partito.

## PAESI EMERGENTI

	Manufacturing PMI				
	gen-14	feb-14	mar-14	apr-14	mag-14
China	Red	Red	Red	Yellow	Yellow
Korea	Green	Red	Green	Green	Red
Taiwan	Green	Green	Green	Green	Green
India	Green	Green	Green	Green	Green
Indonesia	Green	Green	Green	Green	Green
Brazil	Red	Green	Green	Green	Red
Mexico	Green	Green	Green	Green	Green
Russia	Red	Yellow	Red	Yellow	Yellow
South Africa	Green	Green	Green	Red	Red
Turkey	Green	Green	Green	Green	Green

L'ultimo periodo è stato caratterizzato dalla pubblicazione dei PMI per i maggiori paesi emergenti. La figura che ne emerge indica una certa stabilizzazione, ma la crescita non ha ancora acquisito una vera e propria inerzia positiva e i segnali per alcuni paesi sono ancora incerti.

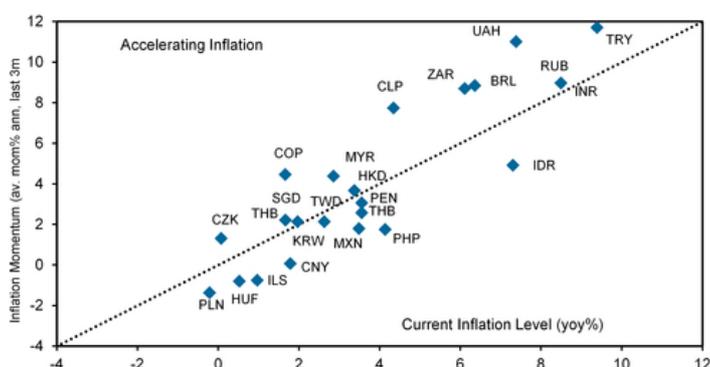
I dati di PIL di Corea e India per il primo trimestre (+3,9% rispetto all'anno precedente la prima, in leggera accelerazione; +4,6% la seconda, esattamente come a fine 2013) sembrano fornire qualche conferma in questo senso.

Nonostante la maggiore tranquillità di cui godono ora i paesi emergenti, e un *sentiment* degli investitori marginalmente positivo, non bisogna dimenticarsi come la via del ribilanciamento sia ancora lunga e, per alcuni, anche tortuosa. Ci riferiamo a paesi che recentemente hanno goduto degli effetti positivi dei tassi sviluppati in calo che hanno portato a netti miglioramenti sui mercati obbligazionari, creditizi e valutari locali, ma che devono comunque ancora fare i conti con problemi di difficile risoluzione come l'elevata e persistente inflazione. Brasile e Turchia ricadono in questa categoria, con l'aggravante che, anche per motivi politici, la politica monetaria sembra assumere un tono più *dovish*. In Brasile in realtà il ciclo di *tightening* (restrizione monetaria) non dovrebbe essere del tutto finito e una ripresa nei prossimi mesi sembra inevitabile.



Questi due paesi sono quelli che potrebbero subire il contraccolpo peggiore su tassi e valute in caso di sorprese sgradite su crescita e tassi in arrivo dai paesi sviluppati.

L'India ha un problema simile a quello brasiliano per quanto riguarda l'inflazione, ma la Banca Centrale sembra più credibile in questo senso e, se pensiamo ai tassi reali ancora negativi, il ciclo di tightening non può definirsi affatto concluso.



Source: Haver, Goldman Sachs Global Investment Research.

## I MERCATI

### OBBLIGAZIONI

BOND	06 giu	30- mag	09- mag	31 dic 13
USA 10Y	2.55	2.48	2.62	3.03
USA 2Y	0.38	0.37	0.38	0.38
GER 10Y	1.34	1.36	1.46	1.93
GER 2Y	0.05	0.06	0.14	0.21
Euribor 3m	0.29	0.31	0.34	0.29
Euro\$ 3m	0.23	0.23	0.22	0.25
Itrax Crossover	236	254	264	287

A beneficiare maggiormente delle misure varate dalla BCE sono state le obbligazioni societarie e i titoli di Stato periferici. Stabili i Bund mentre l'ultimo periodo ha visto un rialzo dei rendimenti a scadenza negli USA.

### AZIONI

EQUITY	06 giu	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
S&P 500	1940,46	0,88%	3,46%	4,98%
Stoxx 600	346,79	0,74%	2,13%	5,64%
Eurostoxx50	3293,80	1,52%	2,79%	5,94%
Topix	1234,57	2,76%	5,93%	-5,20%
MSCI Asia exJp	572,91	0,73%	4,30%	3,89%
MSCI Emer Mkt	1034,98	0,71%	2,78%	3,22%
VIX	11,68	0,28	-1,75	-2,04
V2X	13,53	-2,25	-3,20	-3,72

Nonostante le decisioni della BCE non abbiano avuto un effetto dirimpente sui mercati, è stato comunque un periodo positivo per tutti gli indici azionari più rilevanti, che continuano a beneficiare di un livello di compiacenza e volatilità decisamente al di sotto della norma.

Sul lato utili si rivede finalmente una leggera revisione al rialzo delle stime per la crescita europea del 2014, nonostante il *momentum* degli utili sia in deterioramento e prossimo allo zero.

Sotto questo punto di vista, l'inerzia è invece positiva per USA ed emergenti. Gli Stati Uniti in particolare, nonostante le prolungate preoccupazioni sui multipli, continuano a mostrare buoni segnali dal lato utili, con le stime per il 2014 in leggero ma costante rialzo da ormai quasi due mesi.



## VALUTE

CURRENCY	06 giu	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
<b>EUR / USD</b>	1.3656	0.2%	-0.7%	-0.6%
<b>EUR / YEN</b>	139.78	0.7%	-0.2%	-3.4%
<b>USD / YEN</b>	102.26	0.5%	0.4%	-2.9%

Lo yen ha ripreso ad indebolirsi verso il dollaro, mentre le parole di Draghi non hanno avuto l'effetto sperato di portare ad un indebolimento dell'euro nei confronti della divisa USA. Il giudizio non è certo definitivo, ma sembra che tasso negativo sui depositi e forward guidance (misure che avrebbero dovuto portare ad un indebolimento dell'euro) sono compensati dai flussi esteri di capitale in ingresso alla ricerca di rendimenti attraenti come i corporate bond e i titoli di Stato periferici.

## MATERIE PRIME

COMMODITY	06 giu	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
<b>OIL</b>	102.89	0.2%	2.6%	4.5%
<b>CRB Index</b>	304.5	-0.3%	-0.5%	8.7%
<b>Gold</b>	1257	0.6%	-2.5%	4.3%
<b>Silver</b>	19.13	1.7%	-0.2%	-1.7%
<b>Copper</b>	304	-2.5%	-1.2%	-10.4%
<b>Gas</b>	4.71	3.7%	3.1%	11.4%

Periodo privo di direzionalità per l'indice CRB delle commodities, in un momento in cui sulle materie prime non sembrano in discussione temi specifici rilevanti.

## 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.