

IL QUADRO MACRO

STATI UNITI

ISM e mercato del lavoro confermano un'economia in salute che al momento però non sta ingenerando pressioni sui salari e quindi sui prezzi.

Il tema è importante in quanto, una volta accertato lo scenario di crescita, per prevedere l'operato futuro della FED occorre verificare le pressioni inflazionistiche presenti nell'economia USA.

Qui però si apre l'interrogativo di quale misura guardare, se il tasso di disoccupazione complessivo o quello di chi ha perso il lavoro da meno di 15 settimane. Le due misure sono andate sempre di pari passo (si veda il grafico sopra riportato), ma recentemente si è andata a formare una certa distanza. Se la dinamica salariale fosse legata più a quest'ultima statistica (come alcuni studi accademici sembrano suggerire) potremmo vedere aumenti delle retribuzioni già nell'anno in corso, con conseguenze sulla funzione di reazione della FED. Non a caso dal FOMC di dicembre, all'ultimo, tenutosi in marzo, le proiezioni sui Fed funds sono state moderatamente riviste al rialzo dagli stessi membri della banca centrale.

Chart 4: Unemployed, % of labor force



Source: BLS, UniCredit Research

La principale determinante dell'inflazione sono i salari, a loro volta influenzati dal tasso di disoccupazione.

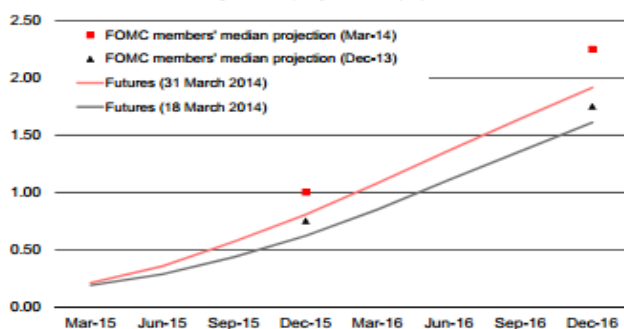
AREA EURO

Il comitato mensile di politica monetaria ha indubbiamente influenzato i mercati finanziari, azionari e obbligazionari denominati in euro, e il cambio euro dollaro. Gli operatori sono rimasti impressionati dal fatto che Draghi in conferenza stampa abbia detto che in seno al comitato sono state discusse tutte le opzioni di politica monetaria, straordinarie e non, compreso il QE, e che il Consiglio è pronto ad agire su tutti questi fronti se necessario, ovvero se le attese formulate dalla banca centrale sulla risalita dell'inflazione si riveleranno troppo ottimiste. L'accenno esplicito ad agire sul QE forse è stato la novità più rilevante, come il fatto che questo possa essere attuato non solo di fronte a deflazione manifesta ma anche a prezzi troppo a lungo stagnanti. Tuttavia i commentatori appaiono divisi sul tipo di strumenti che la BCE potrebbe decidere di comprare: obbligazioni governative, corporate bond o prestiti bancari cartolarizzati.

Tuttavia occorre anche notare che di fronte ad un dispiegamento verbale molto imponente non sono state apportate variazioni alla politica monetaria corrente. Quindi sarà lo scenario futuro sull'inflazione a determinare le prossime mosse della BCE.

SHIFT IN FOMC MEMBERS' INTEREST RATE PROJECTIONS

Chart 10: Fed funds target rate projections (%)

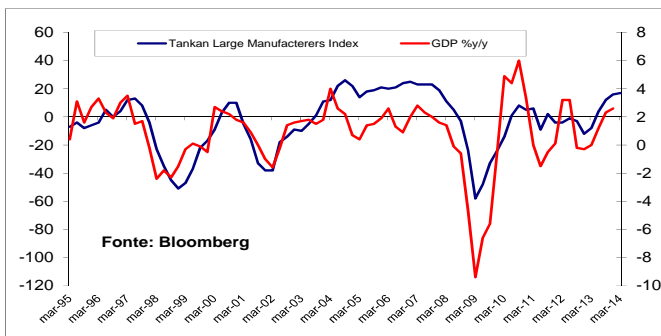


Source: Federal Reserve, Bloomberg, UniCredit Research



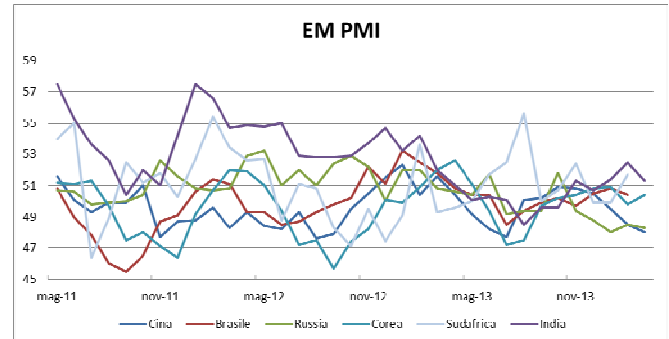
GIAPPONE

L'indice Tankan giapponese del primo trimestre, un sondaggio su oltre 10 mila società industriali, ha deluso le attese. Nonostante gli indici abbiano mostrato lievi miglioramenti rispetto al mese precedente (da 16 a 17 per le aziende manifatturiere e da 20 a 24 per quelle non manifatturiere) le previsioni per il trimestre prossimo sono sensibilmente calate (da 13 a 8 per le manifatturiere e da 15 a 13 per le non manifatturiere). Molte imprese temono un forte rallentamento della domanda dopo l'aumento dell'IVA dal 5 all'8% iniziato il 1 aprile. C'è attesa per un'ulteriore azione di easing da parte della BOJ ma vi è inoltre una pressione a riprendere il discorso sulle riforme strutturali (terzo pilastro). A questo riguardo è di pochi giorni fa la notizia che in sei zone strategiche del Giappone (SEZs) che includono Tokio e Osaka, inizierà un processo di deregolamentazione che toccherà il settore sanitario e quello del mercato del lavoro.



PAESI EMERGENTI

La settimana è stata caratterizzata dalla pubblicazione dei PMI. In generale continua a notarsi un andamento del ciclo economico in stabilizzazione o, per alcuni paesi come Cina e Russia, in deterioramento. Questi temi non sono tuttavia una novità e per questo motivo non hanno rappresentato grosse sorprese.



Sorprese marginalmente negative arrivano invece dai PMI relativi al livello dei prezzi di input e output, in calo ormai da alcuni mesi. Sorpresa positiva per l'indicatore relativo alle esportazioni, che segnala una ripresa in Asia, coerentemente (anche se non con la stessa forza) con il nostro modello.



L'unico paese che mostra confortanti segnali di stabilità e addirittura accelerazione è la Corea.

L'India dopo alcuni mesi in ripresa mostra un calo sotto il 50, mentre la Cina mostra segni di debolezza su quasi tutti i fronti, tra i quali il livello di inventario decisamente (e involontariamente) elevato.

Le transazioni immobiliari in Cina sono calate anche a marzo (nell'88% delle 56 città scrutinate, compresa Shanghai), portando la diminuzione nel trimestre (anno su anno) al 21%.



Dati questi segnali di rallentamento ormai fin troppo evidenti, il governo cinese ha deciso di implementare alcune misure di *easing*, per il momento soltanto rivolte all'accelerazione di alcuni progetti legati alla rete ferroviaria (circa 6.600 km di nuovi binari) e al rinnovamento delle baraccopoli, attraverso "una partecipazione attiva di banche commerciali, fondi pensione e assicurazioni". Tradotto: più offerta creditizia. Inoltre la politica fiscale preferenziale per le piccole imprese è stata estesa. Queste misure dovrebbero dare un po' di respiro alla crescita cinese e l'impatto si noterà molto probabilmente già nei dati relativi al secondo trimestre. Se gli interventi rimarranno di quest'entità non dovrebbero contribuire ad aumentare di molto i rischi già presenti nel sistema finanziario (soprattutto se il trend di medio periodo di tassi interbancari in salita fosse lasciato libero di proseguire), né causare un'ulteriore crescita del *moral hazard*. Continuiamo a considerare quello legato alla proprietà immobiliare come il rischio sistemico (interno) più importante nel gigante asiatico.

Al di fuori dell'Asia, sono stati pubblicati i dati di PIL del quarto trimestre 2013 per Russia e Turchia.

Per la prima l'anno si chiude con una crescita dell'1,3% in deciso calo dopo il 3,6% del 2012, confermando la debolezza economica del paese e il suo inscindibile legame con l'attività legata alle materie prime.

La Turchia invece sorprende in positivo, chiudendo con una crescita del 4%. Le sfide per il 2014 rimangono sostanziali, ma il peggio sembra passato. Rimane comunque importante monitorare lo scenario politico, che rappresenta il rischio maggiore: da notare la "richiesta" di Erdogan per un taglio dei tassi, nonostante l'indipendenza formale della Banca Centrale.

I MERCATI

OBBLIGAZIONI

BOND	04 apr	28-mar	07-mar	31 dic 13
USA 10Y	2.76	2.72	2.79	3.03
USA 2Y	0.42	0.45	0.37	0.38
GER 10Y	1.57	1.55	1.65	1.93
GER 2Y	0.17	0.14	0.18	0.21
Euribor 3m	0.32	0.31	0.30	0.29
Euro\$ 3m	0.23	0.23	0.24	0.25
Itrax Crossover	278	290	259	287

I tassi di interesse chiudono la prima settimana di aprile poco lontani dai valori di inizio periodo. Le parole della BCE e i dati sul mercato del lavoro hanno portato beneficio ai mercati obbligazionari, sino essi quelli tripla A americani e tedeschi che quelli della periferia europea e le obbligazioni societarie. In particolare per il nostro BTP decennale lo spread è arrivato in area 160 punti base, con un livello di tasso al di sotto del 3,2% e un total return da inizio anno superiore al 7%. Numeri che non avevamo ipotizzato potessero realizzarsi. Il mercato obbligazionario europeo sembra sostenuto dall'aspettativa che la BCE possa attuare nuove mosse di politica monetaria le quali dipendono in maniera determinante dall'evoluzione futura dell'inflazione.



AZIONI

Periodo positivo per i mercati azionari globali, con una notevole sovraperformance dell'area asiatica rispetto agli sviluppati e anche al resto degli emergenti, che sono comunque riusciti a concludere un rally che li ha portati ad un rendimento nullo da inizio anno, per poi concedere la prima giornata negativa dopo 9 giorni consecutivi di guadagni.

EQUITY	04 apr	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
S&P 500	1888,77	1,68%	0,57%	2,19%
Stoxx 600	338,10	1,30%	1,51%	3,00%
Eurostoxx50	3215,81	1,37%	3,89%	3,44%
Topix	1215,89	2,48%	-1,70%	-6,63%
MSCI Asia exJp	553,08	2,08%	1,72%	0,30%
MSCI Emer Mkt	1000,17	1,55%	3,46%	-0,25%
VIX	13,37	-1,04	-0,74	-0,35
V2X	15,87	-1,16	-4,60	-1,38

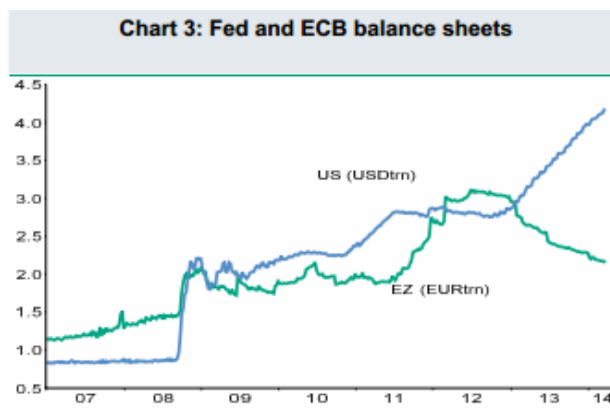
Prima dell'inizio della *reporting season* americana per il primo trimestre del 2014 le stime per gli utili del 2014 sulle società dell'S&P 500 sono rimaste sostanzialmente invariate. L'Europa mostra invece un ulteriore deterioramento. Discorso opposto per gli emergenti, che mostrano un rimbalzo nelle stime di crescita grazie soprattutto ai comparti asiatico e LatAm, che riesce a compensare il forte deterioramento in EMEA, in cui la crescita utili per il 2014 è ora prevista intorno ad un deprimente 1%.

VALUTE

CURRENCY	04 apr	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
EUR / USD	1.3700	-0.4%	-1.3%	-0.3%
EUR / YEN	142.10	0.5%	-0.9%	-1.8%
USD / YEN	103.72	0.9%	0.4%	-1.5%

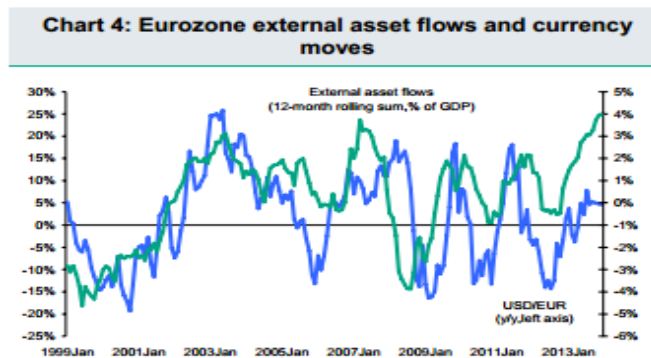
Continua la fase di modesto ritracciamento dell'euro nei confronti della valuta USA, risultata forte anche rispetto allo yen. A sostegno della divisa americana dovrebbe giocare il differenziale

dei tassi di interesse, a sua volta riflesso del diverso ciclo di politica monetaria presente tra le due sponde dell'Atlantico.



Source: Reuters Ecowin Pro, BNP Paribas

Fino ad ora tale fattore non è risultato determinante nell'imprimere una più sostenuta traiettoria al dollaro in quanto la diversa evoluzione dei bilanci di FED e BCE (grafico sopra riportato) e flussi di capitale (grafico sotto riportato) sono risultati di sostegno alla valuta unica.



Source: Reuters Ecowin Pro, BNP Paribas



MATERIE PRIME

Nelle ultime settimane le commodities hanno continuato a manifestare la tendenza positiva che le ha caratterizzate in questi primi mesi dell'anno. Tale recente movimento è più intellegibile alla luce del mini pacchetto di stimolo all'economia varato in Cina, che dovrebbe in parte ridestare l'appetito per le materie prime da parte del colosso asiatico.

COMMODITY	28 mar	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
OIL	101.68	2.2%	-0.9%	3.3%
CRB Index	304.7	1.8%	0.8%	8.8%
Gold	1296	-2.9%	-2.3%	7.5%
Silver	19.86	-2.3%	-6.5%	2.0%
Copper	304	1.6%	-6.1%	-10.4%
Gas	4.49	4.1%	-2.6%	6.1%

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.

