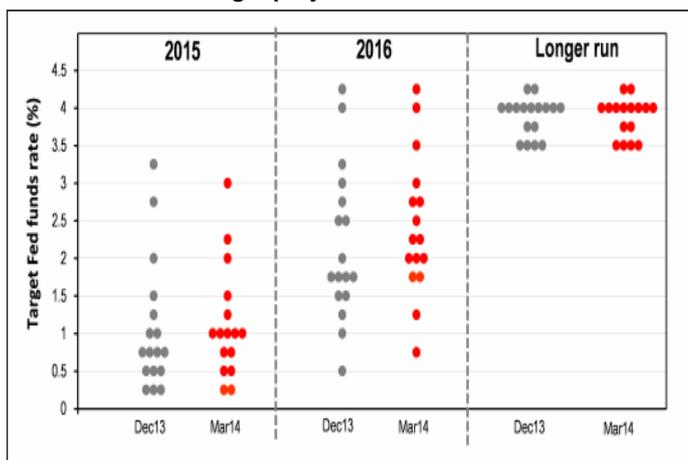


IL QUADRO MACRO

STATI UNITI

Banche centrali alla ribalta in queste prime settimane di maggio. La FED ha mantenuto un tono accomodante, indicando che l'economia nel 2014 risulterà in accelerazione rispetto allo scorso anno, ma nel contempo evidenziando come siano presenti ancora sacche di debolezza nel mercato del lavoro e una certa moderazione nell'attività edilizia. La banca centrale non ha però mutato le prospettive di crescita ed inflazione per fine anno, lasciando intendere che il processo di riduzione degli acquisti di obbligazioni (tapering) continuerà ai ritmi correnti. Nessuna ulteriore guida al mercato in tema di tassi di interesse, che così ha interpretato in maniera autonoma le dichiarazioni della FED, percepite come accomodanti e quindi a supporto del mercato azionario e obbligazionario domestico, ma non certo d'aiuto per il dollaro.

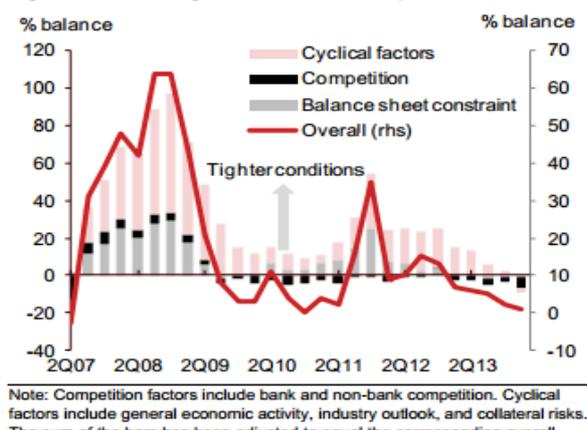
FOMC Fed funds target projections



Source: Federal Reserve, HSBC

AREA EURO

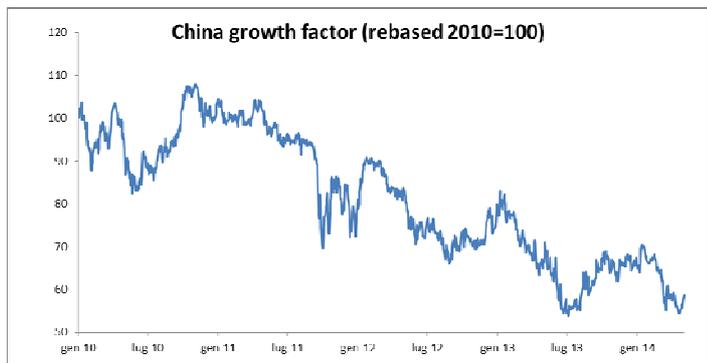
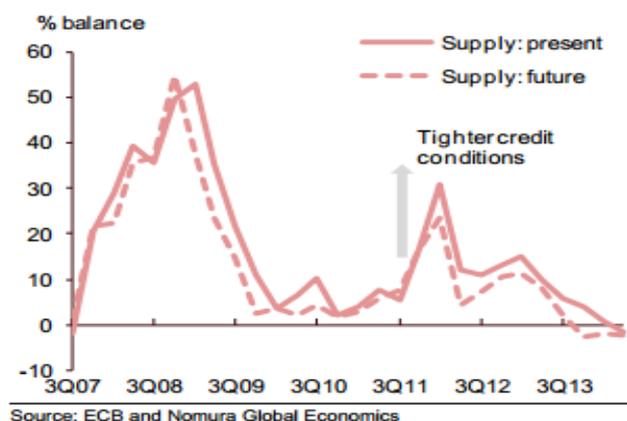
Fig. 3: Bank lending conditions for enterprises



La BCE ha detto di essere pronta a ridurre il costo del denaro al prossimo meeting di giugno, dato che non si sente a suo agio con l'attuale contesto di bassa inflazione e forza dell'euro. Con quali tecniche si manifesterà il mese prossimo la dichiarazione di intenti fatta oggi è ancora dibattuto tra gli economisti, anche se il consenso ritiene assai probabile una riduzione di 10 p.b. del tasso di riferimento e di quello sui depositi. Il che vorrebbe dire portare in negativo quest'ultimo, opzione che non riceve un'unanime approvazione in quanto si tratta di una tassa sulle banche che detengono le loro riserve in eccesso parcheggiate presso i conti della BCE. Tale manovra avrebbe quindi degli effetti negativi a cui però contrapporre il probabile effetto positivo sull'euro (nel senso di un suo indebolimento) derivante dal fatto che diverrebbe oneroso speculare sul rafforzamento della divisa unica. Vi è infine chi pensa che nel caso di una revisione al ribasso significativa dello scenario per l'inflazione (non la nostra ipotesi centrale) la BCE a giugno possa anche sorprendere con l'annuncio di una operazione di acquisto di asset (inizialmente ABS), iniziando così il *Quantitative Easing* in versione europea.



Fig. 2: Aggregate credit conditions in the euro area



Altri dati cinesi di questa settimana sono quelli relativi alla bilancia commerciale, che registra un leggero surplus, e un minimo ma inaspettato aumento delle esportazioni.

L'inflazione è invece decisamente bassa, all'1,8% (precedente 2,4%), confermando il trend disinflazionistico globale. Numeri di questi tipi potrebbero dare un appiglio ai policymaker cinesi per un allentamento delle condizioni monetarie. Al momento ci paiono comunque convinti nell'evitare interventi drastici, a meno di un forte calo in settori nevralgici come quello immobiliare.

Altre banche centrali asiatiche decidono di rimanere ferme: è il caso di Malesia, Indonesia e Corea.

Quest'ultima ha raggiunto un livello di crescita vicino al potenziale, con un mercato del lavoro che mostra già pressioni inflazionistiche, lasciando spazio a speculazioni sulla data di rialzo dei tassi, probabilmente entro fine anno.

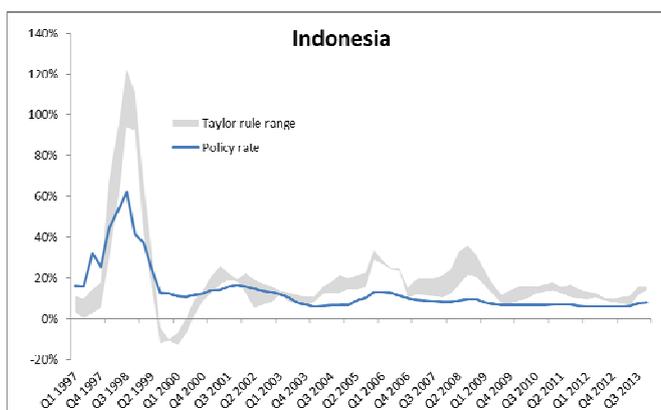
Anche in Indonesia il ciclo dei rialzi, per ragioni di bilancio fiscale e inflazione, non sembra del tutto terminato, nonostante un rallentamento nella crescita evidenziato dal PIL nei primi tre mesi dell'anno al +5,2% (precedente 5,7%) rispetto ad attese tra +5,5 e +5,9%. Il nostro modello, basato su crescita e inflazione, indica effettivamente che un ulteriore rialzo dei tassi sarebbe necessario.

PAESI EMERGENTI

| | <i>Manufacturing PMI</i> | | | |
|---------------------|--------------------------|---------------|---------------|---------------|
| | <i>gen-14</i> | <i>feb-14</i> | <i>mar-14</i> | <i>apr-14</i> |
| <i>China</i> | Red | Red | Red | Yellow |
| <i>Korea</i> | Green | Red | Green | Green |
| <i>Taiwan</i> | Green | Green | Green | Green |
| <i>India</i> | Green | Green | Green | Green |
| <i>Indonesia</i> | Green | Green | Green | Green |
| <i>Brazil</i> | Green | Green | Green | Red |
| <i>Mexico</i> | Green | Green | Green | Green |
| <i>Russia</i> | Red | Yellow | Red | Yellow |
| <i>South Africa</i> | Green | Green | Green | Red |
| <i>Turkey</i> | Green | Green | Green | Green |

L'ultimo periodo è stato caratterizzato principalmente dall'uscita dei dati relativi ai PMI. Si nota un generalizzato peggioramento delle condizioni, in particolare in Russia (sesto dato consecutivo sotto la soglia di espansione), Sudafrica e Brasile. La Cina mostra invece un leggerissimo miglioramento, catturato anche dal nostro indicatore di crescita ad alta frequenza.





I MERCATI

OBBLIGAZIONI

| BOND | 09 mag | 02-mag | 11-apr | 31 dic 13 |
|-----------------|--------|--------|--------|-----------|
| USA 10Y | 2.61 | 2.58 | 2.62 | 3.03 |
| USA 2Y | 0.38 | 0.42 | 0.36 | 0.38 |
| GER 10Y | 1.45 | 1.45 | 1.50 | 1.93 |
| GER 2Y | 0.12 | 0.13 | 0.16 | 0.21 |
| Euribor 3m | 0.34 | 0.34 | 0.33 | 0.29 |
| Euro\$ 3m | 0.22 | 0.22 | 0.23 | 0.25 |
| Itrax Crossover | 260 | 272 | 286 | 287 |

Nelle ultime settimane i tassi americani sono rimasti sostanzialmente invariati, con il rendimento del titolo decennale che si è mosso nella parte bassa del trading range delineato da inizio anno.

Per contro le dichiarazioni della BCE hanno dato nuovo vigore ai mercati obbligazionari europei, con il bund decennale molto vicino ai minimi assoluti di sempre e il BTP, invece, a segnare nuovi minimi storici al di sotto del 3%. Si è osservata infatti una compressione degli spread sia sui titoli di Stato della periferia, che sui corporate bond; per questi ultimi soprattutto per la parti più rischiose del mercato.

AZIONI

| EQUITY | 09 mag | 1W Chg | 1 M Chg | YTD Chg |
|----------------|---------|--------|---------|---------|
| S&P 500 | 1875.63 | -0.29% | 3.30% | 1.48% |
| Stoxx 600 | 338.23 | 0.14% | 2.88% | 3.04% |
| Eurostoxx50 | 3185.06 | 0.23% | 2.20% | 2.45% |
| Topix | 1165.51 | -1.44% | 2.77% | -10.50% |
| MSCI Asia exJp | 548.06 | -0.62% | -2.36% | -0.61% |
| MSCI Emer Mkt | 1008.85 | 0.54% | -0.65% | 0.61% |
| VIX | 13.43 | 0.52 | -3.60 | -0.29 |
| V2X | 16.87 | -1.03 | -1.42 | -0.38 |

I driver principali per il mondo sviluppato sono stati le tensioni in Ucraina e, in seguito, il suggerimento di Mario Draghi riguardante un potenziale taglio dei tassi a giugno.

In generale i movimenti sono stati per lo più laterali un po' in tutte le aree.

| FY2014 ESTIMATE | Q114 | Q214 | Q314 | Q414 | FY14 |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Consumer Discretionary | 6,00 | 7,10 | 7,50 | 7,91 | 28,5 |
| Consumer Staples | 5,53 | 6,32 | 6,59 | 6,94 | 25,4 |
| Energy | 11,29 | 11,98 | 12,57 | 12,33 | 48,2 |
| Financials | 5,37 | 5,33 | 5,31 | 5,61 | 21,6 |
| Health Care | 8,81 | 9,90 | 10,16 | 10,42 | 39,3 |
| Industrials | 5,85 | 7,03 | 7,20 | 7,48 | 27,6 |
| Information Technology | 8,32 | 9,23 | 9,64 | 12,06 | 39,3 |
| Materials | 4,43 | 4,87 | 4,14 | 4,20 | 17,6 |
| Telecom Services | 2,88 | 3,06 | 3,06 | 2,64 | 11,6 |
| Utilities | 3,35 | 2,93 | 4,40 | 2,80 | 13,5 |
| S&P500 | 27,15 | 29,61 | 30,70 | 32,29 | 119,8 |
| Crescita YoY % | 5,5% | 10,9% | 10,2% | 9,8% | 9,2% |
| Crescita QoQ % | -7,7% | 9,1% | 3,7% | 5,2% | |

La *reporting season* americana è praticamente chiusa. I risultati mostrano una crescita annuale dei profitti delle società dell'S&P 500 per il primo trimestre 2014 del 5,5%. Le stime per l'anno ammontano a +9,2%, in ribasso rispetto a qualche settimana fa, ma ancora soddisfacenti. In America le revisioni degli analisti sulle stime per i prossimi 12 mesi sono comunque positive, con la *revision ratio* che si riaffaccia oltre il 50% per la prima volta da settembre.

Più negative le figure sull'Europa, dove né le revisioni né il *momentum* degli utili mostrano evidenti miglioramenti. Il movimento avverso del



cambio continua ad essere il principale responsabile delle revisioni al ribasso degli analisti. In Giappone le stime sono state recentemente abbassate e la *revision ratio* è tornata sotto 50, mentre i miglioramenti nelle stime per gli emergenti sembrano aver avuto vita breve; siamo infatti ritornati ai livelli di crescita di un mese fa, con il *momentum* in affievolimento.

VALUTE

| CURRENCY | 09 mag | 1W Chg | 1 M Chg | YTD Chg |
|-----------|--------|--------|---------|---------|
| EUR / USD | 1.3815 | -0.4% | -0.5% | 0.5% |
| EUR / YEN | 140.57 | -0.8% | -0.4% | -2.9% |
| USD / YEN | 101.75 | -0.4% | 0.1% | -3.4% |

Le parole di Draghi oltre che muovere il mercato obbligazionario hanno avuto un riflesso anche nelle quotazioni dell'euro, che si è indebolito nei confronti delle principali valute. Movimento assolutamente

razionale, dato che proprio uno degli intenti della BCE era quello di contrastare e prevenire un rafforzamento eccessivo della nostra divisa.

MATERIE PRIME

Nell'ultimo mese le commodities hanno fatto segnare un modesto calo, estesosi in maniera pressoché uniforme a tutte le principali merci trattate. Difficile trovare un tema comune a tali movimenti, dato che, almeno dalla lettura dei fondamentali macro, non sono giunte chiavi di lettura univocamente applicabili a tutti i mercati.

| COMMODITY | 09 mag | 1W Chg | 1 M Chg | YTD Chg |
|-----------|--------|--------|---------|---------|
| OIL | 101.07 | 1.3% | -2.6% | 2.7% |
| CRB Index | 306.1 | -0.3% | -1.0% | 9.3% |
| Gold | 1289 | -0.8% | -2.2% | 7.0% |
| Silver | 19.19 | -1.6% | -4.1% | -1.4% |
| Copper | 308 | 0.1% | 1.4% | -9.2% |
| Gas | 4.56 | -2.4% | -1.2% | 7.9% |

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.