

IL QUADRO MACRO

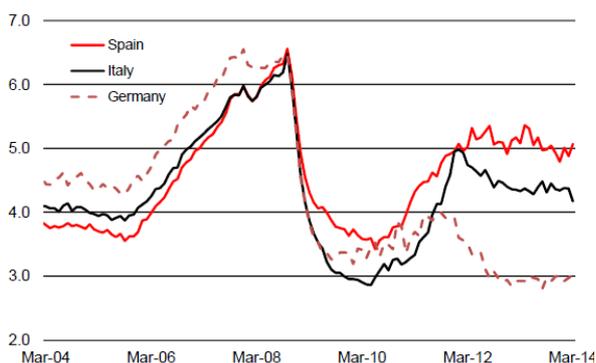
STATI UNITI

I dati della settimana non sono stati particolarmente informativi, dato che hanno confermato le tendenze già presenti nel recente passato. Un certa attesa si va formando per quelli che potrebbero essere i messaggi del prossimo FOMC il 18 giugno. Infatti, a detta di alcuni commentatori, il mercato del lavoro e l'inflazione stanno dando segnali di risveglio, e questo dovrebbe indurre la FED a menzionare tali sviluppi. A seconda della parole usate dalla banca centrale questo potrebbe essere letto dai mercati come un segnale implicito circa l'approssimarsi (nel 2015) dell'avvio della fase di rialzo dei tassi.

AREA EURO

Analizzato e giudicato il pacchetto varato dalla BCE ora l'attenzione si volge alle variabili che più dovrebbero beneficiare di queste misure sul credito.

Bank lending rates (non-financial corporates, up to 1Y and volume up to EUR 1mn), in %

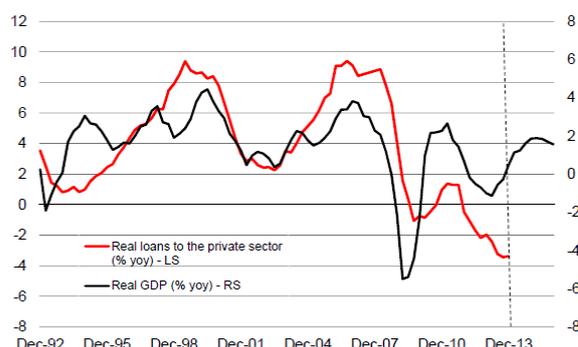


Source: ECB, UniCredit Research

I tassi di interesse pagati delle aziende della periferia dovrebbero convergere verso quelli

tedeschi (si veda il grafico sopra riportato) come avvenuto sui tassi del debito sovrano.

Lending to the private sector lags economic activity



Source: ECB, Eurostat, UniCredit Research

Inoltre, anche la quantità di credito erogato dovrebbe aumentare, in parte per l'operato della BCE e in parte per il miglioramento delle prospettive del ciclo economico. Infatti, come mostra il grafico sopra riportato, i punti di svolta nel ciclo economico anticipano le inversioni di marcia nel credito di 1 – 2 trimestri. E' quindi ragionevole attendersi entro fine anno una svolta in positivo nella dinamica degli aggregati creditizi.

GIAPPONE

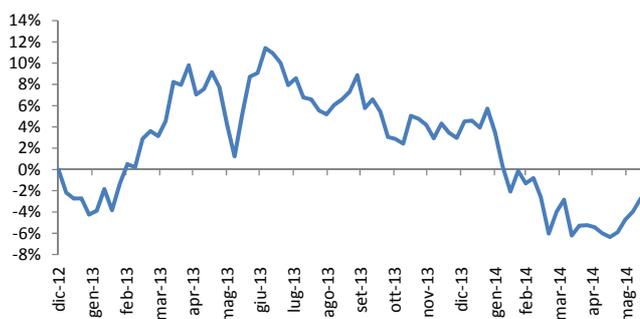
Nonostante il recupero degli ultimi giorni, il mercato azionario giapponese rimane sottoperformante rispetto all'indice Msci AC World espressi in USD (Grafico 1). Dal dicembre 2012, data di partenza del grafico relativo, è in carica il primo ministro Abe la cui politica per rilanciare il paese si è basata sui tre "pilastrini".

L'enorme stimolo fiscale e i piani di spesa pubblica associati al deprezzamento dello yen hanno



permesso, almeno inizialmente, all'indice giapponese di sovraperformare l'indice mondiale.

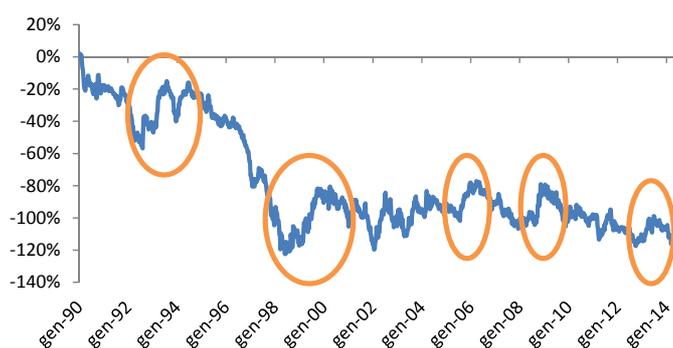
Grafico 1



Dallo scoppio della bolla giapponese nel 1989, l'indice ha sottoperformato quasi costantemente il mondo (Grafico 2) e solo in alcuni periodi è riuscito a sovraperformare, e questo è stato generalmente influenzato da :

- debolezza dello yen (nel 1995, nel 2005 e nell'ultimo anno);
- aspettative del realizzarsi di alcune riforme strutturali (2005, e 2013)
- fasi iniziali delle riprese economiche mondiali (1993, 2002 e 2009).

Grafico 2



Si può notare come anche nel recupero relativo del nov 12 – mag 13 ci siano sia le aspettative sulle riforme sia l'indebolimento dello yen.

Dal maggio 2013, complice il bloccarsi delle riforme strutturali ("terzo pilastro"), il trend relativo si è invertito. Ad oggi solo poche delle riforme in

agenda sono state attuate, complice una dura lotta per la difesa degli interessi toccati. L'economia giapponese è fortemente regolamentata e burocratizzata rispetto agli standard dell'economie sviluppate; un sondaggio della Banca Mondiale mostra come il Giappone si colloca al 140° posto per la facilità di pagare le tasse e al 120° per l'avvio di nuove attività.

Portando a termine le riforme che ci sono sul tavolo, da quelle più legate ai profitti delle imprese (come la riduzione delle tasse), a quelle sul mercato del lavoro e sull'immigrazione, le azioni giapponesi possono avere qualche chances di conseguire un rendimento superiore a quello dei mercati mondiali.

Un ulteriore freno per l'economia giapponese deriva dal livello basso di ROE. Negli ultimi 10 anni il ROE medio è stato del 7,3% rispetto al 15,7% in USA, al 13,5% In Europa. Anche nel 2013, con gli EPS cresciuti del 70%, il ROE ha segnato un 8,5%.

- Le principali ragioni di questo sono da ricercare:
- nell'alto livello di tassazione per le imprese (di circa 10 punti superiore a quelle americane), e questo è uno dei punti presenti nell'agenda delle riforme strutturali;
 - Nel basso livello di indebitamento delle imprese e nell'enorme livello di liquidità che è presente nei bilanci, circa il 45% di cash rispetto al 26% degli Stati Uniti;
 - Scarsa redditività, la media del Margin EBIT per le società giapponesi(ex finanziari) è stata nel 2012 del 5% rispetto al 14% per gli Stati Uniti.

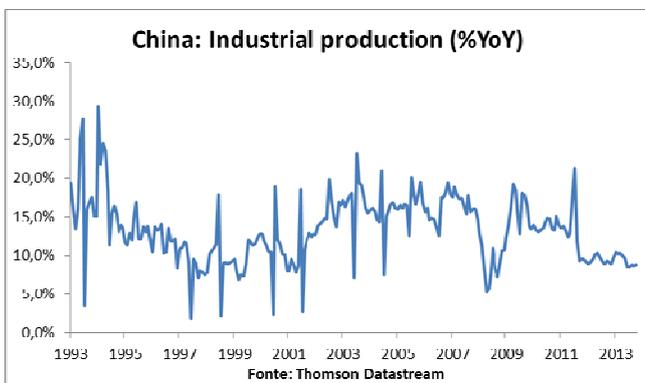
Anche in questo caso alcune ricette possono essere utili a rendere più interessanti e stabili nei portafogli le azioni giapponesi:

- Una miglior corporate governance con l'inserimento nel consiglio di amministrazione di un dirigente indipendente ed esterno che tuteli maggiormente gli investitori;
- Un aumento dei dividendi pagati, il payout ratio è stato nel 2013 del 29% rispetto al 52% di quello europeo



- Un maggior utilizzo dell' M&A.
Come si vede molte sono le incognite che gravitano intorno al mercato azionario giapponese e che lo rendono molto volatile e al momento non particolarmente attraente.

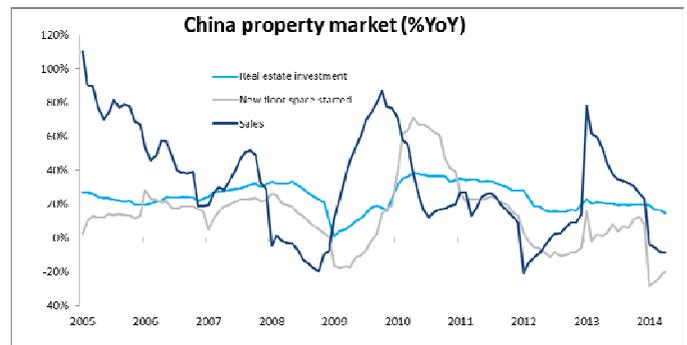
PAESI EMERGENTI



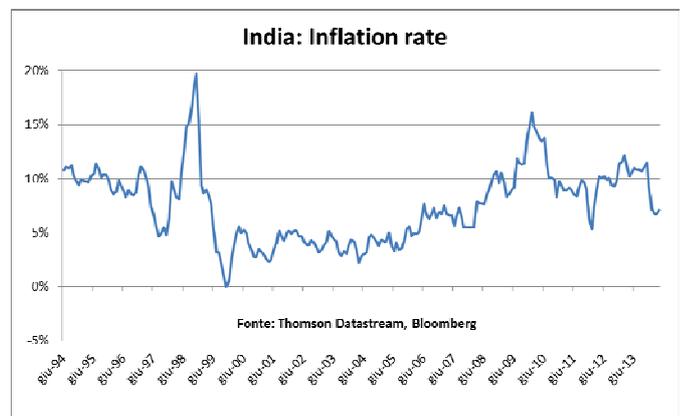
Il flusso di dati di questa settimana è stato decisamente intenso per i due giganti dell'Asia emergente, Cina e India.

Per quanto riguarda il primo paese, si nota una conferma della stabilizzazione di cui parliamo già da qualche settimana. Gli interventi di *easing*, più o meno diretto, stanno iniziando ad avere effetti sull'economia reale, e il premier continua a mandare messaggi che lasciano spazio ad ulteriori interventi, seppur mirati.

I dati più rilevanti riguardano la produzione industriale di maggio, in leggera accelerazione al +8,8% (aprile: +8,7%) e una serie di indicatori relativi al mercato immobiliare, che puntano ad un marginale miglioramento, nonostante i rischi persistano.



Anche in India si notano dei miglioramenti nell'inflazione, in leggera diminuzione ma ancora elevata (+8,3% dopo il +8,6% di aprile). La produzione industriale per aprile sorprende positivamente, con il +3,4% in seguito al -0,5% di marzo. Le sfide per il nuovo governo e per la Banca Centrale rimangono decisamente onerose (da non dimenticare un necessario ribilanciamento sulle partite correnti avvenuto solo in parte); per il momento comunque il sentiment rimane molto positivo.



I MERCATI

OBBLIGAZIONI

A fronte di una sostanziale stabilità sui tassi europei si è registrato in settimana un ceto



dinamismo verso l'alto di quelli USA, forse come precauzione in anticipo del FOMC di mercoledì 18.

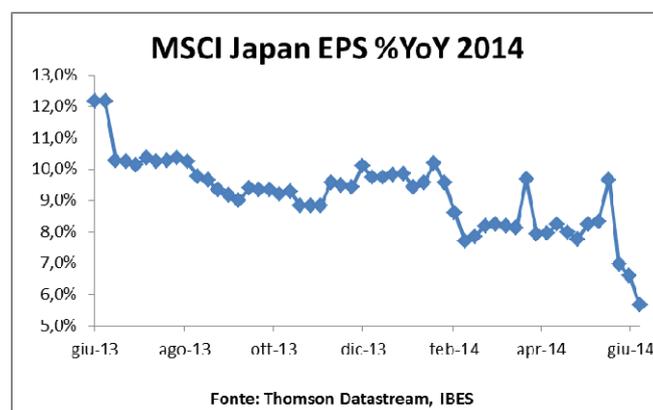
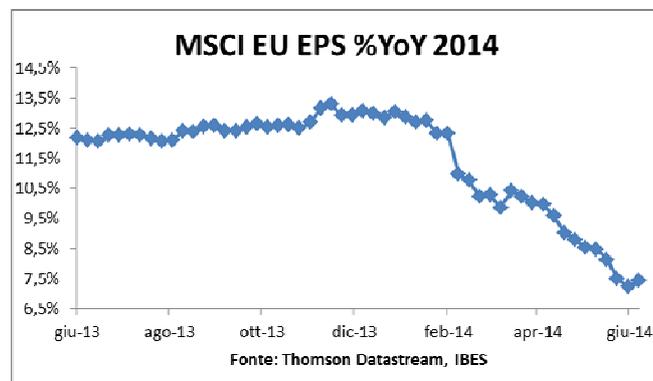
BOND	13 giu	06-giu	16- mag	31 dic 13
USA 10Y	2,62	2,59	2,52	3,03
USA 2Y	0,46	0,40	0,36	0,38
GER 10Y	1,38	1,35	1,33	1,93
GER 2Y	0,03	0,06	0,09	0,21
Euribor 3m	0,24	0,27	0,32	0,29
Euro\$ 3m	0,23	0,23	0,23	0,25
Itrax Crossover	232	224	271	287

AZIONI

EQUITY	13 giu	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
S&P 500	1930,11	-0,99%	3,17%	4,42%
Stoxx 600	345,48	-0,52%	2,06%	5,25%
Eurostoxx50	3262,56	-0,96%	3,14%	4,94%
Topix	1243,97	0,76%	7,32%	-4,48%
MSCI Asia exJp	577,25	0,73%	2,08%	4,68%
MSCI Emer Mkt	1054,74	0,94%	2,21%	5,19%
VIX	12,56	1,83	-0,61	-1,16
V2X	14,94	1,48	-2,51	-2,31

Settimana caratterizzata da prese di profitti sui mercati azionari europei e americani, mentre si distinguono positivamente Asia ed Emergenti, probabilmente avvantaggiati da un ambiente in cui il *sentiment* è decisamente di propensione al rischio, con misure di volatilità implicita sui minimi storici su tutte le *asset class* (anche se in aumento dal lato azionario).

Si nota finalmente una leggera revisione positiva delle stime di crescita utili europea per il 2014, dopo un trend al ribasso durato 3 mesi. Segnali positivi sul *momentum* delle previsioni di crescita utili per i prossimi 12 mesi anche per USA ed Emergenti, mentre per il Giappone continua il deterioramento delle stime.



VALUTE

CURRENCY	13 giu	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
EUR / USD	1,3533	-0,8%	-1,2%	-1,5%
EUR / YEN	138,11	-1,2%	-0,6%	-4,6%
USD / YEN	102,05	-0,4%	0,5%	-3,1%

Continua la fase positiva del dollaro rispetto all'euro, anche se l'entità del movimento non appare eccessiva. A influire su cambio in parte possono ancora essere state le riflessioni originatesi dal discorso di Draghi la scorsa settimana, e in parte l'attenzione al FOMC di mercoledì 18.



MATERIE PRIME

COMMODITY	13 giu	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
OIL	106,87	4,1%	5,3%	8,6%
CRB Index	310,0	1,5%	0,9%	10,6%
Gold	1272	1,5%	-1,6%	5,5%
Silver	19,54	2,7%	0,9%	0,4%
Copper	303	-0,7%	-4,2%	-10,8%
Gas	4,78	1,4%	6,8%	12,9%

L'esplosione delle tensioni in Iraq, con i timori di esplosione di una guerra civile tra i pozzi di petrolio hanno determinato un brusca impennata nel prezzo del greggio, che ha pesato sull'indice aggregato.

PROSSIMA SETTIMANA

	USA	EMU	EM. MKT	EARNINGS
Lunedì 16	Fiducia mercato immobiliare.	EMU: inflazione;	RU: PIL Q1 2014	
Martedì 17	Inflazione; permessi alla costruzione.			
Mercoledì 18	FOMC		RU: produzione industriale	FedEx, Amazon
Giovedì 19	Leading; sussidi alla disoccupazione.			Oracle
Venerdì 20	PPI, consumatori fiducia Uni. Michigan	EMU: fiducia dei consumatori.	RU: inflazione, vendite al dettaglio	

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.

