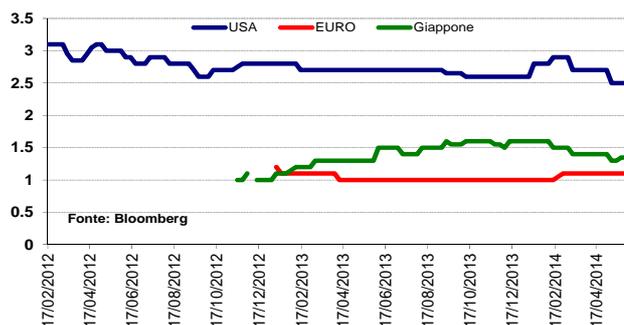


IL QUADRO MACRO

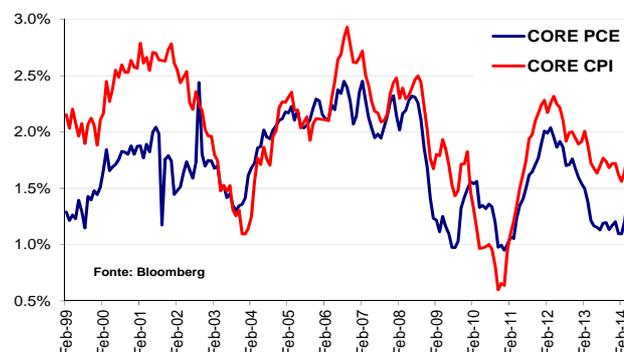
STATI UNITI

PIL 2014: il consenso secondo Bloomberg



L'inaspettata contrazione del PIL nel Q1 a causa del maltempo, unitamente ad una ripresa che non sembra eccezionalmente vigorosa, rendono difficilmente raggiungibile l'obiettivo del 3% di crescita media annua ipotizzato dalla banca centrale e dai mercati ad inizio anno. Accanto a questo però occorre considerare che la pluralità delle statistiche mensili ci mostrano un'economia in grado di muoversi lungo la traiettoria del 3% se guardata in termini di variazione trimestrale (annualizzata). Cioè in media d'anno l'economia non riuscirà a crescere del 3% per colpa di un brutto primo trimestre, ma la velocità corrente e prospettica di crescita, questa sì, appare prossima al più confortante tasso del 3%.

L'inflazione negli USA



Indicatori anticipatori, statistiche sui consumi e sugli investimenti e stato di salute del mercato del lavoro puntano in questa direzione, per cui non ci dovrebbero essere sorprese negative da questo fronte. Parallelamente anche dall'inflazione giungono i primi segnali di ripresa, sia per quanto riguarda l'indice dei prezzi aggregato che il deflatore dei consumi.

AREA EURO

Complice anche una settimana non particolarmente ricca di statistiche economiche l'attenzione dei mercati è focalizzata sul meeting della BCE del 5 giugno. La BCE in più occasioni per bocca di suoi autorevoli membri (Draghi soprattutto) ha mantenuto elevate le aspettative di mercato, per cui i rischi sono più orientati verso una delusione che una sorpresa positiva. Infatti il consenso si attende dalla Banca centrale un'azione su una pluralità di fronti: riduzione del tasso di riferimento di 10 – 15 p.b. parallelamente a quello sui depositi, che così andrebbe per la prima volta in territorio negativo; estensione del meccanismo di rifinanziamento degli importi alle banche private per ammontare completo (full allotment) fino al 2016; altamente probabile anche un meccanismo di finanziamento a lungo termine a favore delle banche condizionato al fatto che queste ultime effettuino prestiti nell'economia reale.

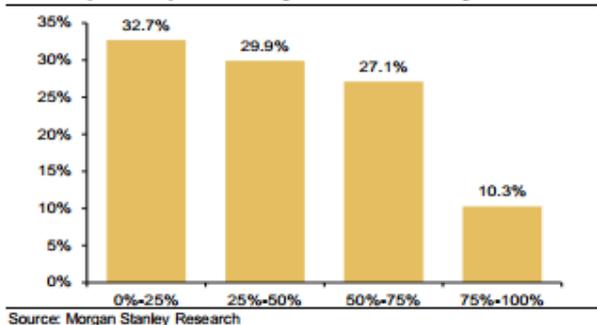
TABLE 1: ECB'S NEW MACROECONOMIC FORECASTS

	GDP (%)		
	2014	2015	2016
Mar-2014	1.2	1.5	1.8
	CPI (%)		
	2014	2015	2016
Mar-2014	1.0	1.3	1.5



Per quanto riguarda il QE, delle due opzioni è più probabile quella che comporti l'acquisto di crediti cartolarizzati dal settore privato piuttosto che acquisti diretti di titoli di Stato. Quest'ultima opzione probabilmente verrebbe adottata nel caso di una significativa revisione al ribasso delle prospettive di crescita e inflazione, cosa che al momento non è nel nostro scenario, mentre per la prima versione del Quantitative Easing vi sono nel mercato aspettative maggiori.

Participants' probability of QE before year-end



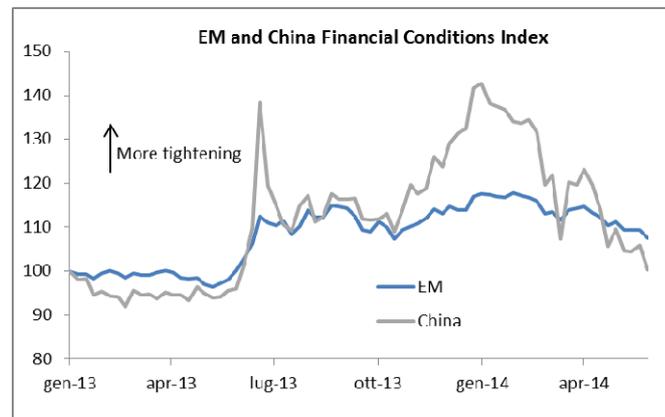
Come mostra grafico sopra riportato, tratto da un sondaggio di Morgan Stanley, tra gli operatori è già presente l'aspettativa che la BCE compia entro fine anno il gesto più estremo, ovvero sia quello di lanciare il QE. Pertanto su questo fronte, per non rischiare un effetto delusione sui mercati, la Banca centrale dovrà essere molto attenta nella gestione delle aspettative.

PAESI EMERGENTI

Il flusso di dati per i paesi emergenti nell'ultimo periodo non è stato molto rilevante, con poche novità, quasi nessuna in grado di spostare da un lato o dall'altro le aspettative, in attesa dei dati di PMI della prossima settimana.

Globalmente, l'ambiente finanziario (tassi in discesa e volatilità sui minimi storici) rimane favorevole al ciclo per gli emergenti, che rimangono

comunque soggetti a potenziali forti cambiamenti in caso di shock. Riteniamo che dopo i recenti rally azionari l'*upside* sia ormai minore rispetto al *downside*. Le variabili di riferimento sono le aspettative sulla crescita americana (a cui è inscindibilmente legato il tasso Treasury decennale) e le decisioni della BCE. Lo scenario più favorevole per gli emergenti è uno di bassa volatilità (o ulteriore discesa) sui tassi, magari coniugata con uno stimolo dalla BCE superiori alle attese già ampiamente scontate dei mercati. D'altra parte, effetti negativi potrebbero arrivare sia da un rialzo dei tassi (che non dovrebbe comunque avere l'effetto dirompente del 2013) sia da un'ulteriore calo. Quest'ultima eventualità, soprattutto se causata da una crescita globale in attenuamento, potrebbe risultare negativa per le asset class rischiose (equity e FX) e più dipendenti dal ciclo economico.



I MERCATI

OBBLIGAZIONI

Ancora una settimana positiva per il reddito fisso, sia governativo tripla A che "periferico" ed anche sui corporate europei. In particolare continua la recente fase positiva delle obbligazioni USA supportate da una revisione al ribasso del PIL del primo trimestre.



BOND	30 mag	23- mag	01- mag	31 dic 13
USA 10Y	2.47	2.53	2.61	3.03
USA 2Y	0.38	0.34	0.41	0.38
GER 10Y	1.36	1.41	1.47	1.93
GER 2Y	0.07	0.06	0.14	0.21
Euribor 3m	0.31	0.32	0.34	0.29
Euro\$ 3m	0.23	0.23	0.22	0.25
Itrax Crossover	257	269	270	287

Al contrario i dati sull'inflazione e quelli a frequenza mensile sulla crescita non avrebbero dovuto essere di supporto al mercato obbligazionario, complicando la lettura del movimento dei tassi USA nelle recenti settimane.

AZIONI

EQUITY	30 mag	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
S&P 500	1920,39	1,04%	1,93%	3,90%
Stoxx 600	344,40	0,77%	1,93%	4,92%
Eurostoxx50	3245,50	1,32%	1,47%	4,39%
Topix	1201,41	1,78%	1,62%	-7,75%
MSCI Asia exJp	570,78	-0,09%	4,03%	3,51%
MSCI Emer Mkt	1038,64	-0,41%	4,28%	3,59%
VIX	11,50	0,14	-1,91	-2,22
V2X	15,85	0,25	-1,22	-1,40

Settimana molto positivo per le azioni del mondo sviluppato, che continua a beneficiare di una volatilità al di sotto della norma e di un'avversione al rischio molto bassa, oltre alle aspettative su un round di ulteriore *easing* da parte della BCE.

Questo contesto ha permesso all' S&P 500 di raggiungere i suoi massimi storici, aiutato anche da una costante revisione al rialzo delle stime di crescita utili per il 2014 e ad una *revision ratio* oltre il 50%. L'Europa e il Giappone faticano ancora un po' da questo punto di vista, mentre negli emergenti si nota un leggero affievolimento del *momentum* sugli utili, uno dei fattori principali nel rally degli ultimi due mesi.



VALUTE

CURRENCY	30 mag	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
EUR / USD	1.3625	0.0%	-1.8%	-0.9%
EUR / YEN	138.66	-0.2%	-2.3%	-4.2%
USD / YEN	101.77	-0.2%	-0.5%	-3.4%

Settimana di ridotta volatilità sul mercato dei cambi, con i movimenti dei cross con l'euro che probabilmente saranno impattati dalle decisioni della BCE il prossimo 5 giugno. Oltre a questo non si segnalano altri temi di rilievo sulle principali divise.

MATERIE PRIME

COMMODITY	30 mag	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
OIL	102.87	-1.4%	3.1%	4.5%
CRB Index	306.0	-0.7%	-1.1%	9.2%
Gold	1248	-3.4%	-2.8%	3.5%
Silver	18.88	-3.0%	-0.8%	-3.0%
Copper	314	-1.3%	3.6%	-7.6%
Gas	4.51	2.4%	-6.3%	6.6%

Settimana negativa per l'indice CRB delle commodities, alimentato da segni "meno" in tutte le sue principali componenti.



PROSSIMA SETTIMANA

	USA	EMU	EM. MKT	EARNINGS
Lunedì 2	ISM;	EMU: indice PMI;	CH: PMI (nazionale) IN: PMI (HSBC) RU: PMI (HSBC) BR: PMI (HSBC), bilancia commerciale	Ryanair
Martedì 3		EMU: disoccupazione, inflazione;	CH: PMI (HSBC) IN: politica monetaria	Vodafone, Marks & Spencer, Home Depot
Mercoledì 4	Sondaggio ADP;	EMU: .	BR: produzione industriale RU: inflazione	Volvo, Burberry, Tiffany
Giovedì 5	Initial jobless claim;	EMU: riunione BCE;		SABMiller. Hewlett- Packard, Best Buy
Venerdì 6	Mercato del lavoro		BR: inflazione	

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.