

IL QUADRO MACRO**STATI UNITI**

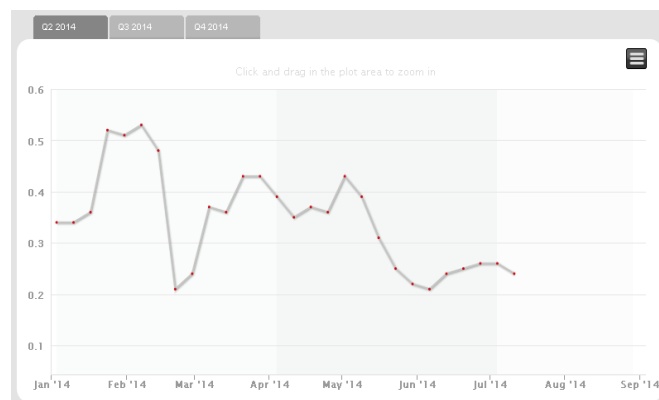
Settimana molto “leggera” per quanto riguarda i dati macro, per cui vi è da segnalare unicamente il modesto arretramento della fiducia per le imprese di piccola e media dimensione.

Anche dalla minute del FOMC sono giunte poche indicazioni: la fine del QE avverrà ad ottobre, come da attese di mercato; nel frattempo incominciano i preparativi per identificare lo strumento sul quale basare la ripresa dell'ordinaria attività di politica monetaria. Sembra che il tasso pagato dalla FED sulle riserve in eccesso delle banche private sarà il principale strumento guida per muovere i tassi. Il bilancio dovrebbe iniziare a ridursi allorquando la FED deciderà di non rinnovare lo stock di debito in precedenza acquistato (non sono previste vendite di titoli) operazione che potrebbe essere fatta in concomitanza con l'aumento del tasso sulle riserve, ma non prima, come invece fatto dalla BCE, che terminata la finestra del prestito (LTRO) ha riassorbito i capitali erogati determinando una riduzione del proprio bilancio.

AREA EURO

Il dato più rilevante della settimana, o almeno quello che avuto il maggior impatto sui mercati è stato quello relativo alla produzione industriale del mese di maggio, che ha fatto registrare un significativo calo. Per quanto riguarda il PIL del secondo trimestre si è quindi aperta una forbice tra la previsione fornita dagli indici PMI, in area +0.38% è quella basata sulle statistiche di economia reale fino ad ora disponibili, che collocano la variazione del trimestre in area 0.2%. Più vicino a questo secondo numero è la previsione elaborata da Now Casting Economics mediante un complesso modello statistico proprietario che colloca il PIL di Q2 al +0.24% (si veda il grafico

sotto riportato che mostra l'evoluzione negli ultimi mesi di tale previsione).



Ipotizzando una maggior tonicità del PIL europeo nel secondo semestre l'obiettivo del 1% medio annuo per il 2014 non dovrebbe comunque essere a rischio, anche nell'ipotesi più pessimistica tra quelle sopra esposte.

La BCE ha chiarificato meglio le modalità di erogazione del nuovo stimolo quantitativo, il TLTRO. Le nuove operazioni di prestito (Targeted Longer-Term Refinancing Operations) avranno una scadenza di quattro anni; su di esse le banche pagheranno un tasso molto basso, quello che normalmente versano sulle operazioni con scadenza a una settimana, maggiorato di dieci punti base: attualmente lo 0,25%.

A fronte di questa agevolazione, si presume che vi sia qualche vincolo o almeno qualche incentivo a utilizzare i fondi per prestarli alle imprese, soffocate dal credit crunch. Questa almeno è la motivazione ufficiale alla base delle operazioni. In linea di principio, le Tltro non dovrebbero essere usate allo stesso modo delle precedenti Ltro, che furono in larga parte impiegate per comprare titoli di Stato e lucrare così la differenza tra il loro rendimento e il tasso di favore pagato alla Bce. Ma dal documento della Bce, che spiega le technicalities delle

operazioni, si scopre che potranno essere utilizzate proprio come le precedenti Tltro, cioè per comprare titoli di Stato, visto che non c'è alcun vincolo a usarle per fare prestiti alle imprese. Infatti le prime due tranche di finanziamenti saranno erogate nel settembre e nel dicembre di quest'anno, per un ammontare complessivo di circa 400 miliardi (per l'intera zona euro). Ciascuna banca potrà prendere a prestito dalla Bce una somma pari al 7 per cento dello stock di prestiti in essere alla fine di aprile 2014. Ovviamente, questo è ormai un dato storico, nella sua prima parte il provvedimento non crea dunque nessun incentivo ad aumentare i prestiti alle imprese.

Qualche incentivo in più viene dal meccanismo con il quale saranno determinate le sei tranche successive, che verranno erogate ogni trimestre, dal marzo 2015 al giugno 2016, per un ammontare complessivo stimato in circa 600 miliardi. La somma che ciascuna banca potrà prendere a prestito sarà proporzionale al flusso netto di nuovi prestiti erogati nel periodo che va dal maggio 2014 al mese (T-2) dell'operazione: ad esempio, da maggio 2014 a gennaio 2015 per l'operazione che verrà fatta nel marzo 2015, e così via. L'incentivo viene dal fatto che, aumentando il flusso di nuovi prestiti nel periodo corrente, una banca aumenta la somma che potrà prendere a prestito dalla Bce nei periodi successivi. Va però sottolineato che non c'è nessun vincolo nella destinazione dei prestiti ricevuti dalla Bce: possono essere usati a discrezione della banca che li riceve.

In realtà un vincolo ci sarebbe, ma è estremamente debole. Consiste nel benchmark che ogni banca dovrà rispettare, pena la restituzione anticipata (a settembre 2016) dei soldi presi a prestito. Il benchmark definisce una crescita minima dei prestiti nel biennio maggio 2014–aprile 2016. Peccato che la crescita minima sia pari a zero per alcune banche (quelle che hanno aumentato i loro prestiti nell'anno precedente il maggio 2014) e sia addirittura negativa per altre (quelle che hanno ridotto i loro prestiti nell'anno precedente il maggio

2014). Il rispetto del benchmark è quindi compatibile con il fatto che una banca utilizzi i soldi presi in prestito dalla Bce per comprare, ad esempio, titoli di Stato, senza aumentare di un euro i prestiti alle imprese. Va aggiunto che se anche una banca riducesse i suoi prestiti in misura tale da dovere restituire le Tltro in anticipo, avrebbe comunque ottenuto finanziamenti a tasso agevolato per due anni (anziché quattro).

Non è la scarsità di liquidità che frena i prestiti bancari alle imprese, tanto che molte banche (anche italiane) stanno restituendo da tempo i soldi ricevuti con le precedenti Tltro. Il freno maggiore deriva piuttosto dal rischio di credito e, per alcune banche, dal vincolo patrimoniale (soprattutto dopo che saranno resi noti i risultati della Asset Quality Review e dello stress test condotti dalla Bce). Maggiori speranze possono essere riposte nei futuri possibili sviluppi della politica della Bce, che rafforzino il mercato delle Asset Backed Securities e vadano nella direzione del quantitative easing già attuato da tempo da altre banche centrali, con la finalità di potenziare il canale non bancario di finanziamento alle imprese.

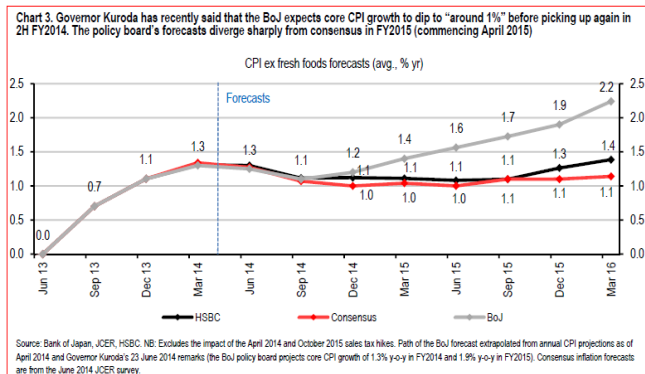
GIAPPONE

Alcuni dati deboli usciti recentemente in Giappone, come la spesa dei consumatori, le vendite al dettaglio e la produzione industriale sembrano segnalare come il rallentamento post IVA possa essere di entità maggiore di quello atteso da BOJ come riportato nell'ultimo outlook di medio termine. In una recente intervista il governatore Kuroda ha detto di aspettarsi un'inflazione all'1% in Q2 2014 dovuto anche al calmierarsi dei prezzi all'importazione e in particolar modo i prezzi dell'energia. A sentire queste prime parole ci si poteva attendere un cambio di visione da parte di BOJ sulle aspettative d'inflazione, ma nel prosieguo dell'intervista il governatore ha ribadito che i prezzi

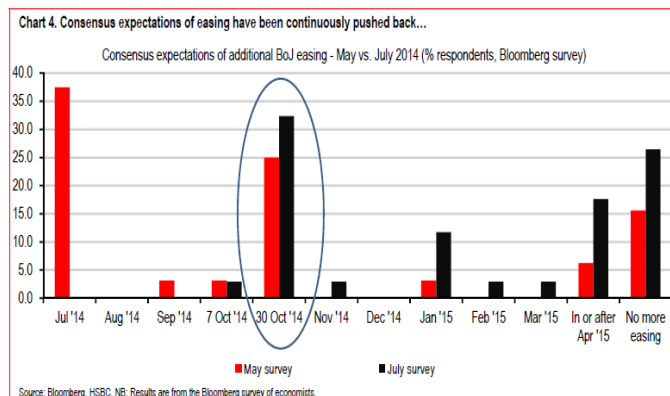


riprenderanno a salire in Q3 2014 per raggiungere il target del 2% nel FY 2015.

Qualche piccolo segnale di ripresa nei salari è iniziato a vedersi, ma non tale da generare spinte inflazionistiche.



Come mostra il grafico in alto, la previsione di crescita dei prezzi di BOJ è superiore al consenso medio di economisti e partecipanti al mercato. Se si esclude dall'inflazione core l'aumento dell'IVA, essa è salita a 1,3% yoy a giugno dal precedente 1,4%. Il target da raggiungere è ancora molto distante e il tempo non è tantissimo se si tiene conto anche di una discesa dei prezzi delle materie prime.



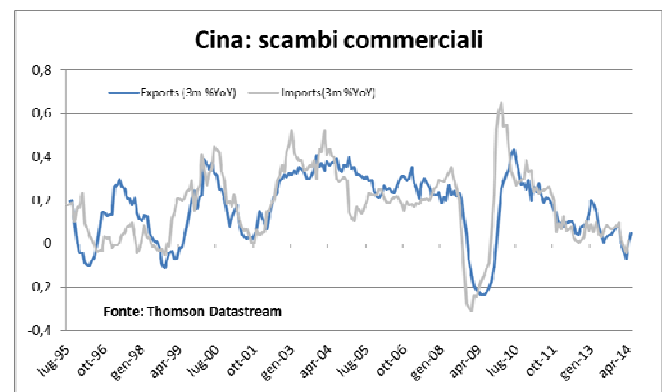
Un'ulteriore conferma da parte del mercato arriva dalle aspettative su un ulteriore QE entro fine 2014, come mostra il grafico in alto esse sono salite dal 25% a oltre il 30% nel mese di luglio.

Vedremo in occasione del prossimo meeting BOJ in programma il 15 luglio se le visioni verranno riviste accorciando il divario con il mercato.

PAESI EMERGENTI

Il budget presentato in India è stato il primo rilevante appuntamento ufficiale del nuovo governo Modi. Si è rivelato sostanzialmente un non-evento, con l'obiettivo di deficit per il 2015 invariato rispetto al 2014, al 4,1% del PIL. Il focus principale è sul consolidamento di medio periodo, con dei target per il 2016 e 2017 di 3,6 e 3% tramite una razionalizzazione dei sussidi e maggiori entrate fiscali. Quest'ultimo punto risulta abbastanza debole e forse troppo ottimistico; più probabilmente il consolidamento avverrà tramite sostanziose dimissioni. Paiono ottimistiche anche le ipotesi di crescita nominale (+13,4 nel 2015) e di spesa pubblica.

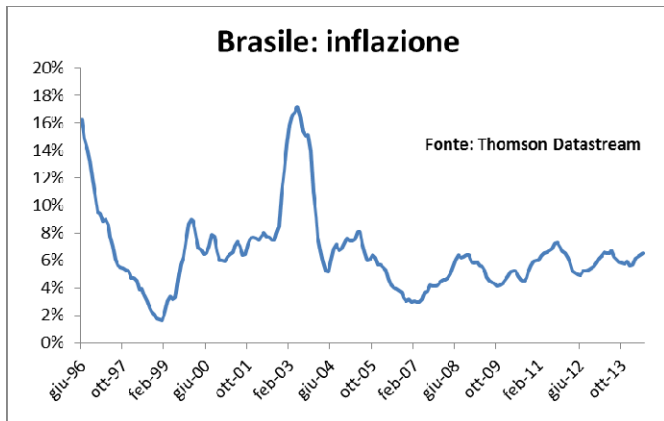
Il focus sugli investimenti, soprattutto nel settore agricolo, nell'educazione e nella sanità, appare interessante, ma mancano dettagli più precisi.



In settimana i dati cinesi hanno evidenziato una leggera decelerazione dell'inflazione a giugno, al 2,3% (2,5% a maggio). Questo dovrebbe lasciare dello spazio per ulteriore easing, dal momento che il target di inflazione è al 2,5%.

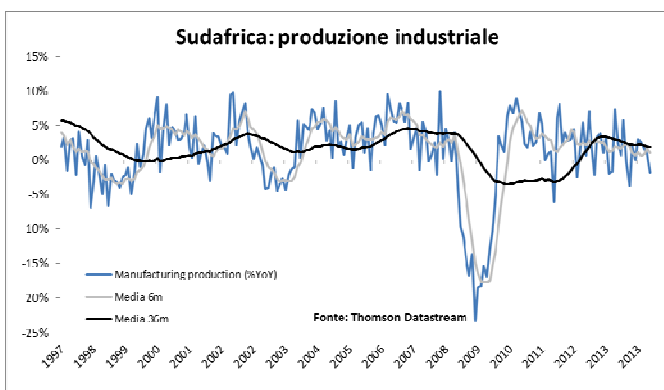


La bilancia commerciale evidenzia un restringimento, con la crescita delle esportazioni solida ma sotto le attese (7,2% contro circa 10%) e una ripresa delle importazioni.



In Brasile l'inflazione continua a rimanere elevata, al 6,5%, e in leggera accelerazione (+6,4% a maggio).

Prosegue inoltre il trend negativo per la produzione industriale sudafricana.



I MERCATI

OBLIGAZIONI

Le tensioni sul settore bancario europeo derivanti dal caso portoghese hanno determinato un chiaro

posizionamento di "risk off" tra le asset class europee. A beneficiarne sono stati i titoli di Stato tedeschi che hanno fatto registrare i nuovi minimi in termini di tasso d'interesse, mentre obbligazioni governative "periferiche" e corporate bond hanno visto un allargamento dei propri rendimenti a scadenza verso il tasso risk free.

BOND	11 lug	04-lug	13-giu	31 dic 13
USA 10Y	2,52	2,64	2,60	3,03
USA 2Y	0,44	0,51	0,45	0,38
GER 10Y	1,20	1,27	1,36	1,93
GER 2Y	0,02	0,02	0,03	0,21
Euribor 3m	0,20	0,20	0,24	0,29
Euro\$ 3m	0,23	0,23	0,23	0,25
Itrax Crossover	249	225	234	287

Il movimento di discesa dei tassi vi è stato anche negli Stati Uniti, dove i Treasury hanno tratto supporto anche della percezione che i mercati hanno di una FED accomodante sul tema della rimozione degli stimoli all'economia

AZIONI

EQUITY	11 lug	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
S&P 500	1964,68	-1,05%	1,79%	6,29%
Stoxx 600	337,22	-3,08%	-3,05%	2,73%
Eurostoxx50	3163,37	-3,27%	-3,68%	1,75%
Topix	1255,19	-2,34%	0,90%	-3,62%
MSCI Asia exJp	586,06	-0,27%	1,85%	6,28%
MSCI Emer Mkt	1062,37	0,00%	1,26%	5,95%
VIX	12,59	2,27	0,03	-1,13
V2X	15,97	2,88	2,13	-1,28

In settimana si è avvertita una certa turbolenza sui mercati sviluppati, in particolare quelli europei, dovuta soprattutto alle tensioni legate alle difficoltà di Banco Espírito Santo e alla paura di contagio sulle altre banche periferiche.



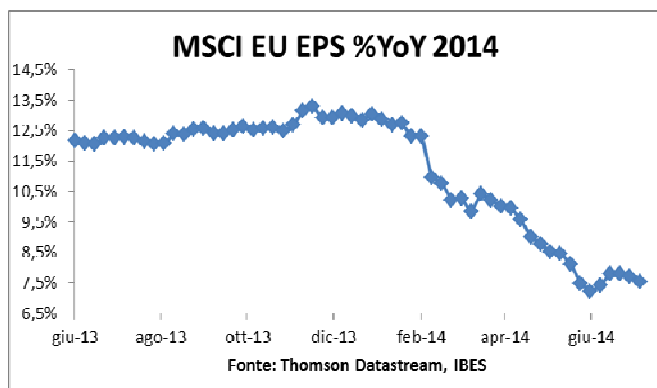
Conseguentemente anche le misure di volatilità implicita sono risalite, nonostante rimangano vicine ai minimi storici.

Gli emergenti hanno invece retto bene e sono il secondo miglior mercato da inizio anno, non lontano dall'America, sempre molto resiliente.

FY2014 ESTIMATE	Q114	Q214	Q314	Q414	FY14
Consumer Discretionary	6,15	6,92	7,39	7,82	28,3
Consumer Staples	5,55	6,18	6,53	6,86	25,1
Energy	11,70	11,76	12,41	12,35	48,2
Financials	5,50	5,29	5,37	5,70	21,9
Health Care	8,61	9,90	10,19	10,45	39,2
Industrials	5,86	7,05	7,22	7,49	27,6
Information Technology	8,23	9,19	9,67	12,09	39,2
Materials	4,43	4,61	4,08	4,18	17,3
Telecom Services	2,82	3,05	3,05	2,68	11,6
Utilities	3,32	2,91	4,42	2,75	13,4
S&P500	27,32	29,24	30,64	32,30	119,5
Crescita YoY %	6,0%	10,9%	13,8%	14,3%	11,4%
Crescita QoQ %	-3,3%	7,0%	4,8%	5,4%	

Nel frattempo è iniziata la reporting season americana relativa al secondo trimestre del 2014. Le stime di S&P mostrate in alto sono leggermente superiori rispetto a quelle di IBES, ma il messaggio è sostanzialmente lo stesso: la crescita utili americana dovrebbe mantenersi su livelli tonici, vicini alla doppia cifra. In particolare per il secondo trimestre ci si aspetta un'accelerazione rispetto al Q1, coerentemente con il rimbalzo atteso nella crescita aggregata dopo la flessione dei primi tre mesi dell'anno.

Da notare tra le società che hanno riportato questa settimana Alcoa, con una sorpresa positiva del 46% rispetto alle attese.



Anche in Europa la stagione reportistica sta per iniziare. Analisti ed investitori rimangono in paziente attesa per una crescita utili finalmente soddisfacente. La realtà mostra un appiattimento del consenso intorno ad un +7%, ben al di sotto delle stime di inizio anno.

Le notizie marginalmente positive riguardano una decelerazione nelle revisioni al ribasso. Nonostante questo sia poco come driver di un forte rimbalzo, potenziali sorprese positive per la seconda metà dell'anno non sono affatto da escludere.

VALUTE

CURRENCY	11 lug	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
EUR / USD	1,3597	0,0%	0,4%	-1,1%
EUR / YEN	137,75	-0,7%	-0,3%	-4,8%
USD / YEN	101,31	-0,7%	-0,7%	-3,8%

In ambito valutario le tensioni originatesi nell'area euro non hanno portato ad un indebolimento della nostra divisa nei confronti del dollaro. Oramai è opinione diffusa con una certa frequenza quella secondo cui il sostegno al dollaro arriverà quando la banca centrale USA si mostrerà meno accomodante sul fronte della politica monetari, cosa che al momento non appare probabile visto il giudizio d'insieme espresso sull'economia, sull'inflazione e sulla stabilità del sistema finanziario.

MATERIE PRIME

COMMODITY	11 lug	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
OIL	102,37	-1,6%	-3,9%	4,0%
CRB Index	298,9	-2,6%	-3,2%	6,7%
Gold	1336	1,2%	4,6%	10,8%
Silver	21,43	1,2%	8,8%	10,1%
Copper	325	-0,6%	7,6%	-4,5%
Gas	4,13	-6,2%	-13,2%	-2,3%



Settimana negativa per l'indice della materie prime in coerenza con il mood di risk off presente sugli altri mercati. Solo l'oro, bene rifugio per eccellenza,

ha beneficiato dell'aumento dell'avversione al rischio da parte degli investitori.

PROSSIMA SETTIMANA

	USA	EMU	EM. MKT	EARNINGS
Lunedì 14			IN: inflazione, bilancia commerciale	Citigroup.
Martedì 15	Vendite al dettaglio.	GE: indice di fiducia ZEW.	RU: produzione industriale	SKF, JPMorgan, Goldman Sachs, Intel, J&J.
Mercoledì 16	Fiducia mercato immobiliare.		CH: PIL Q2, produzione industriale, vendite al dettaglio BR: vendite al dettaglio	Bank of America.
Giovedì 17	Sussidi alla disoccupazione; permessi alla costruzione.	EMU: inflazione.	RU: vendite al dettaglio, disoccupazione	SAP, Novartis, Morgan Stanley, IBM, Google.
Venerdì 18	Leading indicator; fiducia dei consumatori.	GE: inflazione		Volvo, Ericsson, General Electric

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.

