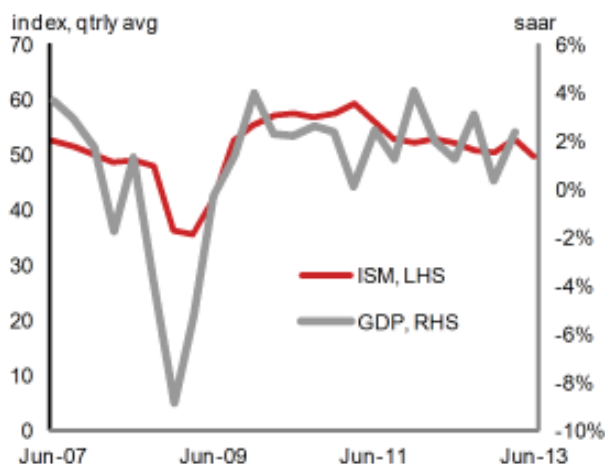


IL QUADRO MACRO

STATI UNITI

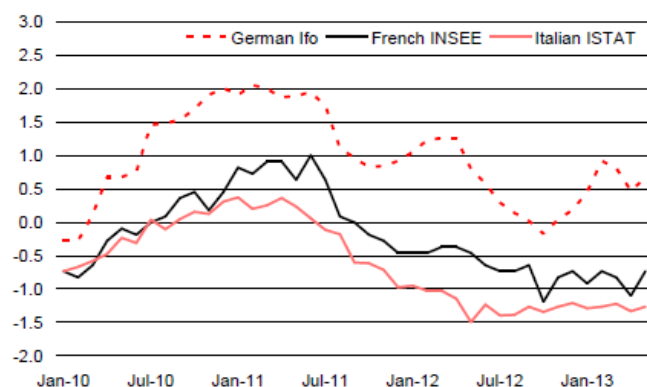
Il tema del momento negli USA, ed anche sui mercati finanziari, è la possibilità o meno che la FED riduca il ritmo di acquisti di obbligazioni (QE3) già prima della fine dell'anno. Date le incertezze sul contesto macro, dove non appare chiaro se i ritmi di espansione del PIL e dell'occupazione siano destinati a rimanere in linea con il recente passato o a mostrare un leggero progresso, la FED appare intenta a guadagnare spazio di manovra per poter reagire al manifestarsi di uno dei due scenari sopra delineati. Questo ha messo in fibrillazione i mercati che temono un'uscita anticipata del QE3, con conseguenze negative sia sul reddito fisso che sulle attività di rischio.



Fonte: Nomura

L'atteggiamento della banca centrale sarà dettato dai dati economici di prossima pubblicazione. Le recenti statistiche sul mercato del lavoro non aiutano però a chiarificare la situazione.

AREA EURO

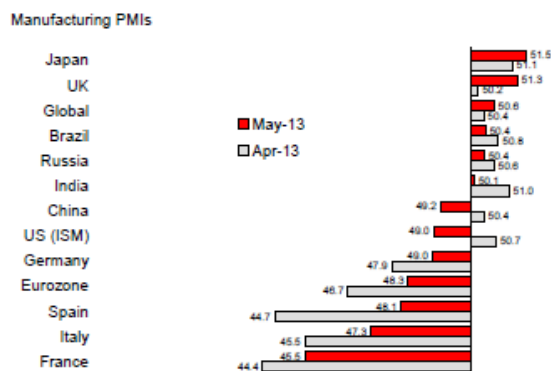


Source: Feri, Uni

Dal punto di vista congiunturale i primi dati di maggio segnalano un proseguimento della moderata tendenza al rialzo degli indicatori anticipatori, sia a livello aggregato (indici PMI) che a livello di singolo paese (grafico sopra riportato). Queste evidenze confermano il nostro scenario di riferimento per la fine della recessione in Europa durante i mesi estivi, ed un moderato ritorno alla crescita nella parte finale del 2013.

STRONG IMPROVEMENTS IN EUROPE IN HEADLINE NUMBERS...

Manufacturing PMIs



Fonte: Unicredit



L'altro appuntamento di rilievo è stato quello della BCE, la quale ha esposto la revisione delle proprie previsioni su crescita ed inflazione per il 2013 e il 2014.

Table 1: Eurozone growth and inflation projections

% y/y	GDP growth		HICP inflation	
	2013	2014	2013	2014
ECB (June 2013)	-1.0 to -0.2 (-0.6)	0.0 to 2.2 (1.1)	1.3 to 1.5 (1.4)	0.7 to 1.9 (1.3)
ECB (March 2013)	-0.9 to -0.1 (-0.5)	0.0 to 2.0 (1.0)	1.2 to 2.0 (1.6)	0.6 to 2.0 (1.3)
OECD (May 2013)	-0.6	1.1	1.5	1.2
EC (spring 2013)	-0.4	1.2	1.6	1.5
IMF (April 2013)	-0.3	1.1	1.7	1.5

Source: OECD, IMF, European Commission, ECB, BNP Paribas; *mid-point projection in brackets

Per l'anno in corso le crescite medie sono stimate pari a -0,6% e 1,4%, mentre per quello successivo il PIL dovrebbe crescere dell'1,1% e l'inflazione attestarsi all'1,3%. Con questi numeri appare difficile che si possa pensare ad una BCE nell'imminenza di ridurre ulteriormente il costo del denaro e ancor meno disposta a portare in negativo il tasso sui depositi. La bassa inflazione attesa, però, lascia spazio di manovra nel caso la situazione dovesse peggiorare.

GIAPPONE

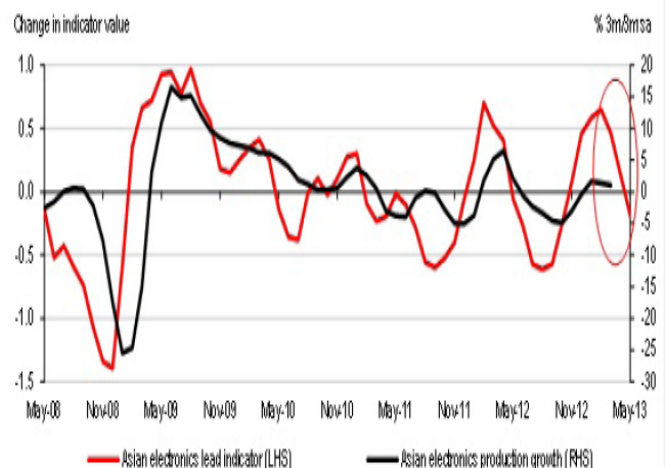
A inizio giugno il governo Abe ha esposto alcune linee guida molto generiche circa le riforme strutturali che intende compiere. Il giudizio di mercati e commentatori è risultato negativo in quanto non sono stati posti sul tappeto né nuovi temi rispetto a quelli dibattuti nelle settimane precedenti, né sono stati formulati provvedimenti concreti per affrontare le questioni sulle quali già si discute. Vi è la possibilità che dopo le elezioni di luglio per la Camera alta l'Esecutivo diventi più concreto, anche se non sono pochi gli analisti

scettici circa la cifra riformatrice della nuova compagine di governo. È dalle riforme strutturali che dipende in ultima analisi la possibilità di accrescere in maniera duratura il potenziale dell'economia giapponese, un compito che solo la politica è in grado di indirizzare.

PAESI EMERGENTI

La recente pubblicazione degli indici PMI, anticipatori del ciclo economico, ha contribuito a rafforzare l'idea di vedere nel prossimo futuro economie più concentrate sui consumi interni e meno sorrette dalle dinamiche dell'export. L'unica eccezione è stata la Corea, ove le ultime letture di export e Gdp sono state più confortanti, mentre in Cina, ma anche in Brasile, la componente degli ordinativi legati all'export è stata più debole del previsto, di pari passo con il resto dei paesi emergenti. La debolezza della domanda globale è ben visibile, ad esempio, nell'indice anticipatore dell'export elettronico asiatico che si è recentemente riportato in territorio negativo.

HSBC: leading asian export



Fonte: HSBC

I MERCATI

OBBLIGAZIONI

BOND	07 giu	31-mag	10-mag	31 dic 12
USA 10Y	2.12	2.13	1.90	1.76
USA 2Y	0.29	0.29	0.24	0.25
GER 10Y	1.53	1.51	1.38	1.32
GER 2Y	0.16	0.07	0.05	-0.02
Euribor 3m	0.20	0.20	0.20	0.19
Euro\$ 3m	0.28	0.28	0.28	0.31
Itrax Crossover	470	422	382	482

Nella consueta conferenza stampa mensile la BCE ha deluso i mercati obbligazionari dando l'idea di una banca centrale meno propensa ad accomodare ulteriormente la politica monetaria. Dati i recenti avvenimenti il tono meno accomodante potrebbe essere riconducibile al miglioramento della fiducia nell'eurozona, che riduce il senso di urgenza all'interno della BCE.

Figure 1: 10yr US treasury yield and US economic surprise index

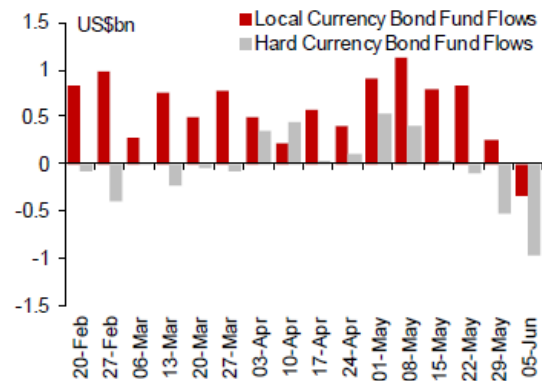


Source: Bloomberg and Nomura

Che sia soprattutto il wording della FED a modificare le aspettative sul mercato obbligazionario americano lo si vede dal grafico riportato che mostra come in presenza di dati macro non particolarmente brillanti vi sia stata una significativa risalita dei tassi di interesse.

In un clima già di per sé avverso al rischio, il mercato delle obbligazioni emergenti è stato colpito da forti flussi in uscita. Hanno contribuito ad appesantire il mercato anche i tagli del rating come quello brasiliano da parte di S&P; tra le ragioni alla

base della revisione al ribasso dell'outlook la società statunitense cita 3 anni di crescita modesta, export asfittico e soprattutto un'ambiguità dell'azione politica che scoraggia gli investimenti.



Fonte: HSBC

AZIONI

EQUITY	07 giu	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
S&P 500	1637.74	0.43%	0.25%	14.83%
Stoxx 600	292.75	-2.70%	-4.01%	4.67%
Eurostoxx50	2687.93	-2.95%	-3.49%	1.97%
Topix	1056.95	-6.94%	-12.69%	22.93%
FTSE Asia exJp	461.38	-3.23%	-7.86%	-4.40%
FTSE Emer Mkt	489.59	-2.70%	-7.55%	-6.79%
VIX	15.31	-0.99	2.72	-2.71
V2X	20.87	1.26	3.44	-0.49

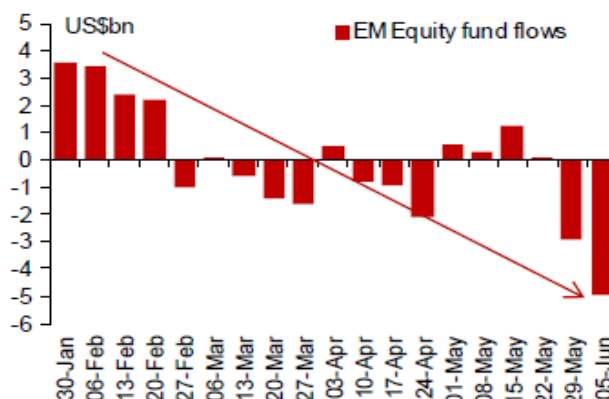
Il focus sui mercati azionari rimane il Giappone. Il ritracciamento di questo mercato nel periodo è stato pari a circa il 7% e la volatilità è stata ancora elevata a giudicare dalle escursioni giornaliere dell'indice di riferimento. Questa volta la "colpa" è stata attribuita alle parole di Abe relative alla così detta "terza freccia" ossia alle tanto attese riforme strutturali. Secondo l'economista di UBS Paul Donovan il problema sta proprio nel fatto di creare delle attese troppo elevate sui mercati facendo delle promesse irrealizzabili. Se da un lato l'economista rimane scettico sulla possibilità di stimolare l'economia tramite la politica monetaria ultra espansiva, dall'altro il target annunciato da



Abe di una crescita del GDP per capita di circa il 3% per dieci anni è semplicemente irrealistico sulla base delle teorie economiche. Tuttavia riconosce che una cosa è l'economia reale e l'altra sono i mercati finanziari ed ammette che il deprezzamento dello YEN ha un contributo positivo di circa uno a uno sugli utili aziendali e uno a 1,85 sull'indice azionario. Quindi giusto stare sui mercati azionari, ma per un trade di breve, fintanto che non si ha più chiarezza sulle riforme strutturali che sono le uniche che possono avere un effetto positivo sull'economia reale. Anche perché la politica della BOJ sta avendo un effetto molto diverso rispetto a quello della FED negli Stati Uniti. Qui ha avuto il pregio di diminuire la volatilità delle asset class, mentre nel caso del Giappone sta producendo un aumento della volatilità non solo sulle azioni, ma, cosa più preoccupante, sul mercato delle obbligazioni.

Intanto il mondo finanziario continua a credere che le azioni siano ancora il miglior posto dove stare. L'ultimo in termini cronologici è Andrew Garthwaite, analista di Credit Suisse, che prevede che lo S&P possa arrivare a 1.730 per quest'anno e a 1.900 nel 2014. Le motivazioni sono sempre le stesse e riguardano le valutazioni relative a favore delle azioni, i dati macroeconomici che migliorano, i flussi di investimenti verso il settore, gli utili che continuano a salire, il sentiment degli investitori non ancora su livelli di guardia e le attese sulla politica monetaria fin troppo pessimiste.

Dopo la pausa del mese di maggio, i flussi in uscita dai mercati azionari emergenti hanno ripreso vigore, con un'accelerazione importante nella prima settimana di giugno.



Fonte: HSBC

A nulla sono servite le manovre di politica fiscale come quella brasiliana che, nel tentativo di attrarre investimenti dall'estero, ha detassato gli investimenti esteri in obbligazioni, tassa che era stata introdotta per arginare gli effetti della politica monetaria non convenzionale statunitense. Nonostante le valutazioni interessanti fortemente a sconto rispetto ai mercati sviluppati, l'earning momentum sempre negativo e il clima di avversione al rischio continuano a non fornire un adeguato sostegno all'asset class.

VALUTE

CURRENCY	07 giu	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
EUR / USD	1.3213	1.6%	1.7%	0.2%
EUR / YEN	128.44	-1.7%	-2.7%	12.2%
USD / YEN	97.21	-3.2%	-4.3%	12.1%

Una delle motivazioni addotte al rafforzamento dell'euro è che si sono ridotte, nella percezione del mercato, le probabilità di una decisione della BCE per portare in territorio negativo il tasso sui depositi. Tale view si è rafforzata dopo la conferenza stampa di Draghi del 6 giugno. La conseguenza è stata un cambio euro dollaro sopra 1,32.

La fase di risk aversion ha contagiato anche lo yen che si è significativamente rafforzato nei confronti della valuta USA.



MATERIE PRIME

COMMODITY	07 giu	1W Chg	1 M Chg	YTD Chg
OIL	94.43	2.7%	-1.7%	2.8%
CRB Index	286.5	1.6%	-0.8%	-2.9%
Gold	1388	0.0%	-4.2%	-17.2%
Silver	22.09	-0.8%	-7.5%	-27.2%
Copper	329	-0.2%	-2.0%	-10.0%
Gas	3.85	-3.5%	-1.6%	14.8%

Il comparto commodities è rimasto lontano dai riflettori, senza grandi movimenti di rilievo.

Il prezzo dell'oro non risponde alla nuova fase di apparente "risk off" sui mercati: proseguono i riscatti dagli ETF auriferi, mentre in India è stata aumentata l'imposta sulle importazioni del fisico da 6 a 8%.

Si segnala che, mentre gli investitori guardano altrove, il Chinese State Reserves Bureau ha ricominciato a comprare metalli industriali per

reintegrare le proprie scorte approfittando di prezzi scesi di circa il 20% dai picchi del 2011. In particolare, il CSRB avrebbe, nei mesi scorsi, gradualmente acquistato 30,000 tonn. di nickel (più del 15% di tutto il magazzino del London Metals Exchange) e starebbe attualmente scandagliando il mercato per acquistare dalle 200 alle 300 mila tonn. di rame. La Cina manifesta quindi un certo ottimismo sulle future prospettive di crescita del consumo di certi metalli di base. Il monitoraggio dell'attività della Cina in questo campo è di primaria importanza. La quota della Cina del consumo globale di rame è passata dal 12% del 2000 al 42% del 2012; nello stesso periodo, la quota del consumo di Nickel è passata dal 6% al 45%.

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.