

La settimana dei mercati finanziari

Deutsche Bank Private Banking – 18 aprile 2016

Weekly Outlook

Performance Azionario	FTSE MIB	4,30%	DAX Francoforte	4,46%	CAC 40 Parigi	4,46%	FTSE 100 Londra	2,25%
	S&P 500	1,62%	Nasdaq	1,80%	Nikkei 225	6,49%	MSCI Emerging Mkts	3,66%
Performance Obbligazionario	BTP 1-3 anni TR	0,04%	BTP 3-7 anni TR	0,01%	BTP 7-10 anni TR	-0,13%	BTP 10+ anni TR	-0,24%
	Bund 1-3 anni TR	-0,01%	Bund 3-7 anni TR	-0,06%	Bund 7-10 anni TR	-0,20%	Bund 10+ anni TR	-0,72%
Total Return	US Treasury 1-3 anni TR	-0,04%	US Treasury 3-7 anni TR	-0,23%	US Treasury 7-10 anni TR	-0,27%	US Treasury 10+ anni TR	-0,16%
Rendimenti Obbligazionario	EONIA	-0,34%	Euribor 3m	-0,25%	BOT 6m	-0,15%	BOT 1 anno	-0,08%
	BTP 2 anni	-0,01%	BTP 5 anni	0,34%	BTP 10 anni	1,33%	Spread BTP-Bund 10 anni	1,21%
Perf. Alternativo	Oro (USD/oncia)	-0,42%	Indice mat. Prime CRB	1,52%	Petrolio Brent (USD/bar)	2,77%	Hedge Fund HFRX	0,36%
Perf. Valute	Euro - Dollaro 1,1308	-0,80%	Euro - Sterlina 0,7961	-1,37%	Euro - Franco CH 1,0927	-0,48%	Euro - Yen 122,381	-0,65%

Fonte: Bloomberg Finance LP. Chiusura dati al 17/04/2016 21:29

Il commento della settimana.

Un anno fa di questi tempi, gli indici azionari europei hanno raggiunto un livello massimo di periodo: oggi l'indice EuroStoxx 50 è circa 20% sotto quel livello. L'indice S&P500, invece, è a un paio di punti percentuali dal massimo di sempre. Da un punto di vista macro, dopo la paura delle prime settimane di quest'anno, diversi indicatori hanno recentemente tirato un sospiro di sollievo. Eppure nell'ultima settimana i dati statunitensi di vendite al dettaglio e il resoconto dai distretti Fed raccolto nel Beige Book mostrano un quadro ancora abbastanza incerto e fragile: non va meglio a livello globale, come segnala il FMI nel suo World Economic Outlook.

Slow Economy

Il Fondo Monetario Internazionale ha pubblicato la scorsa settimana il suo World Economic Outlook semestrale. Dopo aver sottolineato nel recente passato le fragilità e le disuguaglianze di una ripresa globale anomala, **questa volta il verdetto è stato impietoso per tutta l'economia globale, senza distinguo particolari.** In sostanza, il quadro tracciato dal FMI è quello di una situazione di maggiore debolezza nella crescita globale, prevista con minor vigore in larghissima parte dei Paesi, sia sviluppati che emergenti, e soprattutto crescono i rischi attorno allo scenario base.

Maurice Obstfeld, capoeconomista del FMI, conclude la prefazione al World Economic Outlook lanciando un appello per una maggiore cooperazione globale nell'affrontare in modo coordinato questa situazione di debolezza strutturale. L'esempio virtuoso, scrive Obstfeld, è la riunione COP-21 sul cambiamento climatico dello scorso dicembre a Parigi: "Se i vari governanti nazionali riconoscono i rischi e agiscono insieme per prepararsi ad affrontarli, gli effetti sulla fiducia globale saranno sostanziali, sotto forma di crescita PIL maggiore e un'assicurazione contro un deragliamento della ripresa".

La Cina non delude, ma con quali costi?

Lasciati alle spalle i timori sulla portata del rallentamento economico in Cina – che più volte abbiamo cercato di commentare con obiettività nei mesi passati – la scorsa settimana è stato pubblicato il dato di crescita PIL cinese del primo trimestre. **Al 6,7% annualizzato, il dato è risultato in linea con le attese e solo marginalmente**

inferiore al 6,8% del quarto trimestre 2015. Quest'anno le autorità cinesi "puntano" a una crescita PIL tra il 6,5% ed il 7%, e vari indicatori pubblicati la scorsa settimana lasciano sperare che la situazione in Cina sia più tranquilla che nel recente passato.

Gli investimenti crescono del 10,7% – miglior dato dallo scorso agosto – mentre la produzione industriale ha registrato un buon +6,8% – miglior dato dallo scorso giugno e in decisa crescita dal +5,4% tra gennaio e febbraio. Le vendite al dettaglio, infine, crescono del 10,5%. Tutti questi fattori positivi continueranno a portare beneficio nell'attuale trimestre.

Tuttavia, non possiamo ignorare due aspetti: innanzitutto, un miglioramento di questa portata potrebbe risultare in minori stimoli fiscali da parte del governo cinese; in secondo luogo, gli indicatori immobiliari, monetari e creditizi mostrano un nuovo surriscaldamento che va monitorato con attenzione.

Fumata nera per l'Oro nero

La scorsa domenica si è tenuta la più importante riunione dei Paesi produttori di petrolio dal 2001, quando OPEC, Russia, Messico, Oman, Angola e Norvegia hanno deciso un blocco temporaneo agli aumenti di produzione. Questa volta **16 Paesi produttori di petrolio tra OPEC e non-OPEC (Russia in testa) si sono ritrovati a Doha per dare un seguito alle discussioni avviate lo scorso febbraio e bloccare la crescita nella produzione di greggio.** Dopo una pausa e alcune modifiche alla bozza da pubblicare (che prevedeva un "freeze" fino ad ottobre), la riunione è stata chiusa senza raggiungere un accordo e



senza che l'Iran partecipasse alla riunione: è stata proprio la mancanza di unanimità ad aver impedito l'accordo, secondo l'Arabia Saudita.

La pensa diversamente il Ministro russo al petrolio, Alexander Novak, il quale smentisce che sia stato l'Iran a causare il fallimento dell'accordo. Non è escluso un nuovo meeting entro giugno: intanto le pressioni negative al prezzo del petrolio potranno essere temporaneamente controbilanciate da uno sciopero a tempo indeterminato di circa 7.000 lavoratori nel settore petrolifero in Kuwait.

La produzione di petrolio in Kuwait è calata di due terzi da 3 a soli 1,1 milioni di barili al giorno.

Il Brasile alla prova dell'impeachment

Dopo tre giorni di dibattito infuocato, la Camera bassa del Parlamento brasiliano ha votato a favore riguardo l'impeachment di Dilma Rousseff, superando la soglia richiesta dei due terzi dei voti.

A questo punto, l'attenzione si sposta al Senato, i cui 81 membri voteranno a maggioranza semplice se autorizzare l'avvio di un processo contro Dilma Rousseff, o la rimozione tout court di Dilma Rousseff dall'incarico presidenziale. In entrambi i casi il Vicepresidente Michel Temer reggerebbe il Paese.

La situazione resta in sviluppo: secondo Bloomberg, da un recente sondaggio di Datafolha emerge che il 61% dei brasiliani vuole la destituzione di Dilma Rousseff e il 58% vuole anche la destituzione del Vice Temer.

Una settimana cruciale

Questa settimana entriamo nel vivo della stagione degli utili statunitensi: ben 103 società dell'indice S&P500 riporteranno i loro risultati trimestrali. Dalla nostra sponda dell'Oceano Atlantico, giovedì si terrà una nuova riunione BCE.

Dopo le sorprese della riunione dello scorso 10 marzo, questa riunione sarà più "interlocutoria": scopriremo i dettagli del piano di acquisti sui titoli corporate, in avvio a giugno. Nelle ultime settimane, diversi membri del Board BCE hanno difeso l'operato della Banca Centrale in questo contesto difficile e "nuovo".

Tra tutti, il discorso del Vice BCE Vítor Constâncio risulta molto importante: "Non abbiamo paura" a portare avanti il nostro mandato di politica monetaria, ha detto Constâncio, cercando di far capire che l'arsenale a disposizione della BCE è tutt'altro che esaurito.

L'approccio della BCE è sempre stato gradualista: è difficile che nuove misure vengano annunciate finché quelle attuali non avranno il tempo di agire.

Weekly Corner

Elicotteri o Droni? Il futuro delle Banche Centrali

Da qualche settimana a questa parte, va crescendo di tono il dibattito riguardo all'efficacia delle politiche monetarie non ortodosse da anni implementate per sostenere la crescita congiunturale e scongiurare un pernicioso avvitamento deflazionistico. Eppure, come ha ricordato la scorsa settimana il Vice della BCE Vítor Constâncio, l'arsenale a disposizione delle Banche Centrali è tutt'altro che vicino all'esaurimento. Cerchiamo di analizzare le opzioni a disposizione.

Soltanto fino a due anni fa - ancora di questi tempi - sembrava impossibile che la BCE lanciasse un programma di QE.

Il programma è stato poi avviato, come tutti sappiamo.

Fino a due mesi fa, pochi avrebbero scommesso che la BCE avrebbe inserito nel novero degli acquisti QE anche le obbligazioni corporate: eppure, da giugno questa - finora improbabile - opzione diventerà realtà. Cosa vuol dire tutto questo? Semplicemente, a nostro avviso, che le Banche Centrali sono ben lontane da aver esaurito le proprie cartucce. Detto questo, ovviamente, cosa eventualmente decideranno di fare dipenderà dall'andamento della congiuntura: avere la possibilità di utilizzare strumenti "non convenzionali" non implica il loro utilizzo a breve, ovviamente.

In questo approfondimento, vogliamo parlare di finanziamento monetario, a volte definito "Helicopter money", la politica più espansiva e controversa a disposizione delle Banche Centrali, non prima di aver affrontato le altre opzioni a disposizione in tema di strumenti monetari non ortodossi.

Sono quattro le opzioni disponibili:

1) **QE abbinato allo stimolo fiscale.** Questa è la misura meno aggressiva o - in altri termini - meno "unconventional". Di fatto è ciò a cui assistiamo da anni, ovvero le Banche Centrali acquistano titoli governativi in modo da comprimere verso il basso la curva dei rendimenti e conseguentemente, rendendo il servizio del debito meno oneroso, consentono ai

governi di allentare la pressione fiscale. Si tratta di un supporto revocabile in ogni momento e, in tal caso, l'attivo e il passivo delle Banche Centrali aumenta parallelamente.

2) **Trasferimento di liquidità ai governi.** Simile all'opzione 1, ma il debito governativo non redimibile e l'espansione della base monetaria è permanente. Si tratta di un vero e proprio cash transfer dalla Banca Centrale al governo a fronte dell'emissione di perpetuity bonds a tasso nullo. Di conseguenza, la Banca Centrale registra una perdita contabile a fronte di un tasso nullo e se i tassi dovessero aumentare dovrà riconoscerne uno positivo sui depositi delle riserve in eccesso delle banche.

3) **Haircut sul debito governativo in bilancio alle Banche Centrali.** In tal caso, la Banca Centrale cancella il debito detenuto in un'operazione di one-off contabile che ha il vantaggio, come in taluni casi del passato, di non scatenare il credit event legato ai CDS e ciò, quindi, non determina alcun vantaggio per i creditori del settore privato. Contabilmente, la Banca Centrale registra una perdita netta.

4) **Cash transfer ai risparmiatori/operatori (Helicopter money).** La forma più radicale di intervento monetario; ovvero si tratta di un vero e proprio accredito di liquidità sui conti correnti di imprese e famiglie. La liquidità in tale forma costituirebbe una passività per il bilancio dell'istituto di emissione e, ove non bilanciata da acquisto di asset, comporterebbe - contabilmente - un impatto sul capitale della Banca Centrale.

Storicamente, vi sono stati diversi episodi di cd."monetary financing", in particolar modo durante i periodi post bellici che rendevano assai difficili le politiche di imposizione fiscale, vedi - ad esempio - la fase di iperinflazione negli anni '20 in Germania; anche gli USA hanno sperimentato qualcosa di simile durante gli ultimi accadimenti post II Guerra Mondiale che culminarono con l'accordo Truman - Fed per porre un freno alla spirale inflazionistica che raggiunse il 21% nel 1951 in funzione dell'allargamento pressoché incontrollato della base monetaria.

Monetizzazione del debito o helicopter money sono definizioni non gradite a tutti gli osservatori più oltranzisti per far riferimento, appunto, al monetary financing che - quindi - non rappresenta una assoluta novità, ma una concreta eventualità, recentissimamente analizzata da tre economisti di Deutsche Bank, i quali in un approfondito paper ne hanno tratteggiato i caratteri portanti ed evidenziato le implicazioni economiche ad ampio raggio.

Di seguito, ci limiteremo a riportare le implicazioni per i mercati finanziari:

Mercato obbligazionario: i tassi di mercato dovrebbero aumentare con un movimento di bear steepening; il mercato, ove ritenesse la manovra sufficientemente efficace e l'azione della Banca Centrale incisiva, porterebbe in alto la curva dei tassi. Di fatto, la prevedibilità dell'azione della Banca Centrale aumenterebbe a vantaggio della



diminuzione della volatilità così come il credit risk si contrarrebbe tramite migliori condizioni monetarie e maggior capacità di onorare il debito.

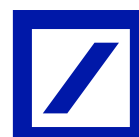
Mercato azionario: in presumibile rialzo, ma condizionato dall'equilibrio tra l'aumento delle aspettative di crescita e più alti tassi ai quali parametrare il livello futuro degli utili.

Mercato dei cambi: ad un iniziale indebolimento, dovrebbe far seguito un recupero del corso della divisa; anche in quest'ambito, la direzione del cambio dipenderà dall'andamento dei tassi reali, principali attori in tal senso.

Se l'esperienza giapponese è un esempio di parziale esaurimento dell'efficacia della politica monetaria, significa che i tempi sono maturi per ulteriori interventi che riprendano ed attuino quanto sopra, è qualcosa che vedremo anche in relazione al dibattito politico che ne seguirà. Per la cronaca, lo statuto della BCE non vieta esplicitamente il "monetary financing".

Fonti: Deutsche Bank AG

Nessuna garanzia può essere data che qualsiasi previsione o obiettivo saranno raggiunti.



Informazioni importanti

©2014. All rights reserved. No further distribution is allowed without prior written consent of the Issuer. This information has been prepared by Deutsche Bank S.p.A. and is being delivered to the recipient on a confidential base by the Issuer for the sole purpose of providing information.

©2014. Tutti i diritti sono riservati. Non è permessa la distribuzione senza il previo consenso scritto dell'emittente. Queste informazioni sono state preparate da Deutsche Bank S.p.A. e sono divulgate su base confidenziale dall'emittente a solo scopo informativo.

Questo documento è stato elaborato da Deutsche Bank SpA esclusivamente a scopo informativo.

Il documento non ha carattere di offerta, invito a offrire, o di messaggio promozionale finalizzato all'acquisto, alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti/prodotti finanziari di qualsiasi genere.

Inoltre, esso non è inteso a raccomandare o a proporre una strategia di investimento in merito a strumenti finanziari. In particolare il presente documento non costituisce in alcun modo una raccomandazione personalizzata; lo stesso è stato predisposto senza considerare gli obiettivi di investimento, la situazione finanziaria o le competenze di specifici investitori.

Le informazioni contenute nel presente documento si basano su fonti ritenute attendibili. Tuttavia Deutsche Bank SpA e le sue società controllanti, controllate e collegate, nonché i suoi amministratori, collaboratori e/o dipendenti non assumono alcuna responsabilità in relazione al presente documento né relativamente alle informazioni in esso contenute e non accettano alcuna responsabilità per eventuali errori od omissioni né potranno considerarsi responsabili per le eventuali perdite o danni di qualsivoglia natura che dovessero derivare dal fatto che si sia fatto affidamento su tale documento. Ciascun investitore dovrà pertanto assumere le proprie decisioni di investimento in modo autonomo, tenuto conto delle sue caratteristiche e dei suoi obiettivi di investimento, e a tale scopo non dovrà basarsi, prioritariamente o esclusivamente, sul presente documento.

Deutsche Bank SpA non rilascia alcun parere in relazione alla situazione legale o fiscale dell'investitore. Si consiglia pertanto di consultare il proprio legale e/o consulente fiscale per verificare la propria situazione.

Le analisi e le stime contenute nel presente documento costituiscono valutazioni aggiornate alla data della sua produzione e possono essere soggette a variazioni senza preavviso né comunicazione. Si consiglia di effettuare una verifica con il proprio Relationship Manager per assicurarsi che le analisi conservino la loro validità.

Eventuali risultati passati riportati in questo documento non costituiscono un indicatore di risultati futuri. Pertanto Deutsche Bank S.p.A. non fornisce alcuna garanzia di realizzazione degli scenari prefigurati.

Società del Gruppo Deutsche Bank AG potrebbero (i) porre in essere transazioni in maniera non congruente con le opinioni riportate nel presente documento, (ii) negoziare in contropartita diretta le categorie di strumenti (o derivati collegati) menzionate nel presente documento e/o (iii) assumere posizioni di proprietà nelle categorie di strumenti (o derivati collegati) menzionati nel presente documento.

Il contenuto di questo documento non può essere modificato in alcun modo, né esso può essere copiato, trasmesso o distribuito senza l'approvazione preventiva scritta di Deutsche Bank SpA. Il presente documento, o copia o parti di esso, non possono essere portati, trasmessi ovvero distribuiti negli Stati Uniti, Canada, Australia e Giappone o ad alcuna persona ivi residente in tali o altri Paesi nel quale la diffusione sia consentita solo previa autorizzazione da parte delle competenti autorità. La distribuzione di questo documento in altre giurisdizioni può essere soggetta a restrizioni e pertanto le persone alle quali dovesse pervenire tale documento si dovranno informare sull'esistenza di tali restrizioni ed osservarle.

Fonti: Deutsche Bank S.p.A., Società del Gruppo Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance LP.

Note: i dati e i commenti sono aggiornati al 18/04/2016 se non indicato diversamente. Le informazioni contenute nel presente documento si basano su fonti ritenute attendibili, tuttavia non è stata effettuata una verifica indipendente del contenuto di questo documento. Conseguentemente, nessuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, è fornita, né alcun affidamento può essere fatto riguardo alla precisione, completezza o correttezza delle informazioni e delle opinioni contenute in questo documento.

