

# La settimana dei mercati finanziari

Deutsche Bank Private Banking – 4 Luglio 2016

## Weekly Outlook

Performance Azionario	FTSE MIB	3,64%	DAX Francoforte	2,29%	CAC 40 Parigi	4,07%	FTSE 100 Londra	7,15%
	S&P 500	3,22%	Nasdaq	3,28%	Nikkei 225	4,89%	MSCI Emerging Mkts	4,14%
Performance Obbligazionario	BTP 1-3 anni TR	0,35%	BTP 3-7 anni TR	1,05%	BTP 7-10 anni TR	2,30%	BTP 10+ anni TR	4,11%
Total Return	Bund 1-3 anni TR	0,01%	Bund 3-7 anni TR	0,16%	Bund 7-10 anni TR	0,59%	Bund 10+ anni TR	1,47%
	US Treasury 1-3 anni TR	0,08%	US Treasury 3-7 anni TR	0,33%	US Treasury 7-10 anni TR	0,79%	US Treasury 10+ anni TR	3,03%
Rendimenti Obbligazionario	EONIA	-0,32%	Euribor 3m	-0,29%	BOT 6m	-0,26%	BOT 1 anno	-0,25%
	BTP 2 anni	-0,11%	BTP 5 anni	0,29%	BTP 10 anni	1,23%	Spread BTP-Bund 10 anni	1,35%
Perf. Alternativo	Oro (USD/oncia)	2,01%	Indice mat. Prime CRB	2,95%	Petrolio Brent (USD/bar)	4,01%	Hedge Fund HFRX	-0,20%
Perf. Valute	Euro - Dollaro 1,1136	0,17%	Euro - Sterlina 0,8391	3,37%	Euro - Franco CH 1,0838	-0,23%	Euro - Yen 114,1761	0,60%

Fonte: Bloomberg Finance LP. Chiusura dati al 03/07/2016 20:07

## Il commento della settimana.

Howard Lovecraft, scrittore, poeta, critico letterario e saggista statunitense, riconosciuto tra i maggiori scrittori di letteratura horror, ha scritto che «la paura più grande è quella per l'ignoto».

Come ha avuto modo di dire il governatore della Bank of England Mark Carney, il risultato del Referendum britannico è chiaro, ma le sue implicazioni non lo sono affatto. Dedichiamo, quindi, questo report settimanale alle principali incognite che si sono sollevate in seguito all'esito del Referendum.

### Le date chiave del dopo-Brexit

Questo lunedì prendono il via i lavori preliminari del comitato di negoziatori che dialogherà con l'UE. Le controparti UE hanno fatto capire da subito che **non ci sarà alcun negoziato prima dell'attivazione dell'articolo 50 del Trattato di Lisbona**, per cui al momento le attività dei negoziatori saranno

perlopiù dietro le quinte. Nessun Paese membro ha mai deciso di uscire dall'UE e, di conseguenza, nessun Paese ha mai deciso l'attivazione dell'articolo 50. **Questa attivazione è di fatto l'unica "via di fuga" ufficiale dall'UE, che richiede una comunicazione da parte del Primo Ministro o del Parlamento del Regno Unito: solo da allora partono i due anni di negoziati al termine dei quali il Regno Unito sarà ufficialmente fuori dall'UE.** Ad oggi, a seguito delle dimissioni di Cameron, occorre attendere l'elezione di un nuovo Primo Ministro.

La rosa dei candidati conservatori è già stata decisa:

- Theresa May (75% di probabilità di elezione secondo i bookmaker), attuale Segretario di Stato per gli Affari interni: è una fautrice di un'uscita decisa, senza secondo referendum ma solo dopo che la strategia di negoziazione con l'UE è chiara
- Andrea Leadsom (17%), attuale Ministro dell'Energia: è stata a favore della Brexit
- Michael Gove (7%), Lord Cancelliere e segretario di Stato alla Giustizia: in una mossa a sorpresa ha "tradito" il suo partner nella campagna per la Brexit, l'ex sindaco di Londra Boris Johnson. Come Theresa May, anche Gove non ha fretta nell'attivazione dell'articolo 50 e vorrebbe una totale chiusura alle politiche di immigrazione attualmente esistenti
- Stephen Crabb e Liam Fox.

Ora che le nomination per il ruolo di leader conservatore e Primo Ministro sono concluse, si terranno due turni di votazioni: nel primo turno, sono i membri Tory del Parlamento a

votare in più tornate, eliminando di volta in volta il candidato più debole. Quando resta una rosa di due candidati, la votazione viene estesa agli iscritti al partito da almeno tre mesi (attualmente ~125.000) tramite voto postale.

A questo punto, sarà compito del nuovo Primo Ministro decidere quando comunicare ufficialmente all'UE l'intenzione di uscire dall'Unione ed attivare quindi la procedura di uscita.

**Poiché da quel momento il Regno Unito perde potere contrattuale, è evidente che il punto più delicato dell'equilibrio post-referendum sta proprio nel quando attivare l'articolo 50.**

Ritardare l'attivazione ha, per il Regno Unito, vantaggi e svantaggi: vantaggi perché lascia il tempo per prepararsi all'uscita, svantaggi perché più lungo è il ritardo e minore sarà la volontà dell'UE di negoziare, per non parlare degli ovvi svantaggi in termini di minori investimenti finché non ci sarà maggiore chiarezza sulle partnership commerciali e finanziarie britanniche del dopo-UE.

**Il nuovo leader dei Conservatori sarà annunciato il 9 settembre o nei giorni immediatamente precedenti.**

Il 16 settembre si terrà una riunione del Consiglio europeo a Bratislava, mentre tra il 2 ed il 5 ottobre si terrà in Regno Unito il Congresso annuale del Partito conservatore. Ci attendiamo che l'articolo 50 sia attivato nel 2017.

**L'UE, dal canto suo, ha annunciato un "periodo di riflessione" di nove mesi che si conclude a marzo 2017, quando a Roma si terrà il sessantesimo anniversario della firma del Trattato di Roma che ha stabilito la CEE.**



### È possibile che l'articolo 50 non venga mai attivato?

Per farla breve, il rischio esiste, ma crediamo che il processo di uscita del Regno Unito dall'UE, per quanto non ancora ufficialmente lanciato, è ormai avviato. Certo, il referendum era solo consultivo e soltanto il 36% degli aventi diritto ha votato per l'uscita; altri Paesi richiederebbero maggioranze qualificate per decisioni così importanti e sono presenti casi in cui si è tornati alle urne con risultati diversi (citiamo ad esempio l'Irlanda). In definitiva, riteniamo che l'unica "scappatoia" per cui l'articolo 50 non venga attivato sia quella di una votazione parlamentare contraria oppure di una nuova elezione generale (un secondo referendum – improbabile – o lo scioglimento parlamentare – il voto di sfiducia necessita di una maggioranza di due terzi dei 650 membri del Parlamento – e nuove elezioni).

### Il ruolo delle Banche Centrali

In questa drammatica crisi – smussata dai comportamenti "ordinati" descritti prima – hanno svolto e svolgono ogni giorno un ruolo fondamentale le Banche Centrali. I banchieri centrali hanno osservato e coordinato le proprie misure da Basilea, alla Banca dei Regolamenti Internazionali – dove sabato 25 si è tenuto il meeting economico e domenica 26 si è tenuto il meeting generale che ha visto la pubblicazione dell'86a Relazione annuale. Bank of England, BCE e Federal Reserve hanno tutte pubblicato sui loro siti Internet dichiarazioni forti: in caso di necessità, sono pronte ad agire. A nostro avviso, la Banca d'Inghilterra dovrà tagliare i tassi, ma non lo farà alla riunione del 14 luglio. Visto che i tassi di interesse hanno già incorporato un forte calo sarebbe più prudente attendere agosto (quando verrà pubblicato l'Inflation Report) oppure settembre: in quelle date ci attendiamo un taglio di 25 punti base. La BCE, dal canto suo, ha grande flessibilità nella gestione della politica monetaria ed è improbabile che attui immediatamente nuove misure. Tuttavia, se le condizioni lo richiederanno, si è detta pronta ad agire. Proprio venerdì sono stati resi pubblici i risultati della prima asta TLTRO 2: 399,3 miliardi sono stati richiesti (a 4 anni) dalle banche europee a fronte di rimborsi di 368 miliardi delle precedenti aste TLTRO, per un netto di circa 25 miliardi di nuove disponibilità erogate. Si avvia questa settimana (lunedì-mercoledì) il meeting annuale della BCE a Sintra, in Portogallo: il meeting è dedicato al "futuro dell'architettura monetaria e finanziaria" e ci attendiamo nuove dichiarazioni.

### Che tipo di rapporto verrà stabilito tra Regno Unito ed UE?

Uno dei fattori chiave del referendum è stato il tema della migrazione e l'UE ha fatto capire che ogni tipo di accordo commerciale che preveda l'accesso al mercato unico europeo deve essere corrisposto dall'accettazione delle libertà europee, incluso il libero movimento delle persone. Se l'avvio delle negoziazioni tramite l'articolo 50 è l'arma

negoziale britannica, ogni concessione sugli accordi commerciali è decisamente l'arma negoziale dell'UE nei mesi e anni a venire. L'UE ha molto a cuore la gestione dei negoziati con il Regno Unito, al fine di non trasmettere un messaggio di debolezza, e non ha nessun incentivo ad essere accomodante.

A nostro avviso, il modello britannico non seguirà nessuna delle strade già esistenti con alcuni importanti "vicini" dell'UE come Norvegia, Svizzera e Turchia. I primi due casi sono corrisposti dal libero movimento delle persone e dall'assoggettamento alle regolamentazioni europee (senza peraltro essere parti attive nella loro legislazione) ed addirittura nel caso della Norvegia c'è un contributo annuo all'UE.

Riteniamo plausibile la creazione di un accordo bilaterale sullo stile del Canada (che prevede solamente il commercio senza dazi), molto più blando rispetto ai rapporti con Norvegia e Svizzera. Del resto, se il nuovo governo decidesse di ignorare le domande di maggiore sovranità e controllo della migrazione e di entrare nello spazio economico europeo (EEA, come la Norvegia) farebbe meglio a restare direttamente in UE perché manterrebbe almeno la possibilità di influenzare scelte e leggi a cui deve comunque sottostare.

Un altro punto chiave riguarda il fatto che il Regno Unito è uno stato federale in cui Scozia ed Irlanda del Nord hanno dato un chiaro segnale di voler rimanere in UE. A nostro avviso, la Scozia avrà un'altra possibilità di richiedere l'indipendenza, ma questo avverrà soltanto dopo la definizione dei termini dell'uscita del Regno Unito dall'UE. Ci sono varie ragioni perché questo avvenga: è innanzitutto prematuro richiedere l'indipendenza dal Regno Unito prima che sia chiaro che tipo di relazione venga sviluppata con l'UE; il petrolio in area 50 dollari al barile è notevolmente inferiore rispetto a quando il primo referendum scozzese fu lanciato; lo Scottish National Party vuole essere sicuro che vi sia un ampio consenso all'indipendenza, per evitare una seconda sconfitta sullo stesso tema; il governo di Londra, infine, non avrebbe le energie e le capacità di tenere contemporaneamente due tavoli negoziali con Bruxelles ed Edimburgo.

### Una reazione «composta» dei mercati

Lasciando stare le considerazioni sul processo di uscita del Regno Unito dall'UE, ci sono alcune osservazioni importanti dal punto di vista dei mercati. Abbiamo notato – come avevamo già anticipato la scorsa settimana in un contesto di forte incertezza e volatilità – come le Banche Centrali abbiano avuto la possibilità di reagire ed agire senza troppi annunci, ma con un interventismo "dietro le quinte" ad oggi molto efficace. Ha certamente aiutato, sui mercati obbligazionari, l'esito elettorale in Spagna, dove non si è verificato il tanto atteso "sorpasso" di Unidos Podemos rispetto al Partito socialista spagnolo. Inoltre, la ricerca di rendimento sui mercati azionari (laddove il dividend yield riesce a sopperire i tassi sempre più negativi sul versante

obbligazionario) ha aiutato i mercati azionari nelle giornate successive al tracollo di venerdì 24 e lunedì 27 giugno.

Non solo: dopo il primo intervento di emergenza, è probabile che ci avviciniamo ad una nuova ondata di accomodamento monetario: va in quest'ottica il discorso di Mario Draghi su un "coordinamento monetario globale", di cui peraltro parlavamo nelle settimane passate visto che il Referendum britannico è stato seguito dai banchieri centrali alla Banca dei Regolamenti Internazionali di Basilea. La Bank of England, a detta di Mark Carney, dovrebbe intervenire tra luglio ed agosto (più probabile la seconda data), mentre aumentano le voci di un possibile miglioramento del programma QE della BCE (ad esempio, con la rimozione dei vincoli di acquisto secondo le quote di sottoscrizione del capitale). Il comportamento dei mercati finanziari mostra come la crisi della Brexit abbia rivelato meno rischi sistemici rispetto alla crisi greca di un anno fa: tuttavia proprio per questo occorre non ridurre la vigilanza sullo stato attuale dei mercati finanziari.

Sta per cominciare la nuova stagione degli utili, mentre negli Stati Uniti ci avviciniamo ad una settimana cruciale in cui comprendere se i dati del mercato del lavoro di maggio, molto negativi, sono stati una piacevole eccezione oppure se è l'inizio di un trend "riflessivo" Oltreoceano. I dati dell'Employment Report saranno pubblicati questo venerdì, mentre mercoledì saranno pubblicate le minute dell'ultima riunione Fed, quella in cui sono state riviste al ribasso le stime di crescita PIL. Continua intanto la svalutazione in sordina del renminbi, sia contro dollaro che rispetto al paniere ponderato per gli scambi commerciali: la Cina sta riuscendo a muoversi senza creare troppo stress di mercato sia grazie alla "distrazione" della Brexit, sia grazie ad una maggiore trasparenza nella comunicazione rispetto alla mossa a sorpresa dello scorso agosto. Aiutano anche le notizie della prossima realizzazione di un nuovo "aggancio" tra i listini on e offshore cinesi ed, in particolare, tra Shenzhen e Hong Kong.



## Weekly Corner

# Il settore assicurativo

Uno dei tanti effetti collaterali dell'esito del referendum del 23 giugno è stato l'andamento assai negativo dei titoli assicurativi, in quanto gli investitori hanno cominciato a domandarsi quale possa essere - a questo punto - il futuro di Londra quale piazza di riferimento mondiale per tutto il settore.

Le prospettive per di sé erano già difficili per due ordini di ragioni, ovvero il contesto nel quale le compagnie assicurative si trovano ad operare dopo aver dovuto compiere un notevole sforzo di recupero post Lehman; infatti - tipicamente - il trend di crescita delle polizze è legato all'andamento del PIL e i premi pagati si sono contratti anche negli ammontari, a causa del basso numero di disastri rilevanti.

Va leggermente meglio per le "life insurers", sebbene il crollo dei tassi di interesse renda assai difficile l'originazione di prodotti attraenti non solo per gli azionisti ma anche per i clienti delle compagnie assicurative: quindi, una situazione non molto dissimile da quanto stanno sperimentando gli asset managers.

Le contromisure per far fronte a tali difficoltà vanno in due reazioni: mercati emergenti e strategie di M&A.

Secondo le stime di Moody's la produzione di nuove polizze nei paesi emergenti dovrebbe aumentare del 5% rispetto ad un più modesto 1-2% per USA ed Europa, per quanto l'entrata in tali mercati non è affatto facile e non vi sono molti asset da acquistare.

Ciò detto, qualche player ci sta provando ad entrare come Axa, Prudential e Manulife che hanno investito in modo assai consistente in Asia, per quanto i tassi di crescita non siano esattamente quelli previsti qualche tempo addietro.

Per quanto riguarda l'attività di M&A, il 2015 si è rivelato un anno intenso con oltre 700 deals per un controvalore di circa 114 miliardi di dollari, secondo i dati di Dealogic.

L'operazione di maggior respiro è stata l'acquisizione di Chubb da parte di Ace e di HCC da parte di Tokyo Marine, a testimonianza di un certo attivismo, confermato da un flusso continuo di investimenti di players asiatici in Europa, che però potrebbe diminuire in futuro sulla base di quanto dichiarato da Simon Harris, responsabile insurance division di Moody's.

Come sopra menzionato, l'altro tema - comune a molti - riguarda la configurazione della curva dei tassi, estremamente piatta e bassa che crea enormi difficoltà laddove le compagnie devono cercare necessariamente ritorni che riescano quantomeno ad eguagliare quanto garantito nei prodotti con garanzia annessa e chiaramente esplicita come avviene nel mercato tedesco.

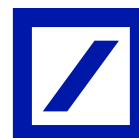
E - a questo proposito - gli assicuratori non hanno fatto eccezione, ovvero si è cercato di alleggerire le posizioni sugli investimenti tradizionali come i titoli governativi per trovare - soluzioni su strategie alternative, allargando il

raggio di opportunità come gli investimenti in infrastrutture i quali, peraltro, presentano il vantaggio di assorbire poco capitale e offrire un buon ritorno; le compagnie assicurative devono - infatti - fare i conti anche con le nuove regole di Solvency II, una sorta di Basilea III per gli assicuratori.

Altro tema ancora è l'IT e l'impianto di gestione del business dalla prospettiva tecnologica; dopo che negli anni 70 e 80 l'industria aveva compiuto grossi passi avanti, ha poi subito una battuta d'arresto e l'attuale contesto globale si presenta complesso e non facile da modificare.

Concludiamo con una battuta riguardo alla digitalizzazione, tema - ovviamente - ben presente anche nel settore assicurativo; come spesso accade in circostanze simili, quando cioè il modello di business seguito ed applicato per molti anni è messo sotto giudizio e mostra grosse crepe, le nuove tendenze o opportunità possono costituire una "way out" per cambiare passo e risolvere i problemi ma - nel contempo - è normale che non tutti gli operatori sapranno adattarsi e ciò significherà una geografia futura del settore diversa da quella che conosciamo da tempo.

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



### Informazioni importanti

©2016. 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.

©2016. 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 03/07/2016 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.

