

La settimana dei mercati finanziari

Deutsche Bank Private Banking – 2 Maggio 2016

Weekly Outlook

Performance Azionario	FTSE MIB	-0,46%	DAX Francoforte	-3,22%	CAC 40 Parigi	-3,08%	FTSE 100 Londra	-1,09%
	S&P 500	-1,26%	Nasdaq	-2,67%	Nikkei 225	-4,02%	MSCI Emerging Mkts	-0,59%
Performance Obbligazionario	BTP 1-3 anni TR	0,06%	BTP 3-7 anni TR	0,04%	BTP 7-10 anni TR	0,00%	BTP 10+ anni TR	0,08%
	Bund 1-3 anni TR	-0,04%	Bund 3-7 anni TR	-0,19%	Bund 7-10 anni TR	-0,31%	Bund 10+ anni TR	-0,66%
Total Return	US Treasury 1-3 anni TR	0,11%	US Treasury 3-7 anni TR	0,31%	US Treasury 7-10 anni TR	0,47%	US Treasury 10+ anni TR	0,64%
Rendimenti Obbligazionario	EONIA	-0,33%	Euribor 3m	-0,25%	BOT 6m	-0,19%	BOT 1 anno	-0,11%
	BTP 2 anni	-0,04%	BTP 5 anni	0,39%	BTP 10 anni	1,49%	Spread BTP-Bund 10 anni	1,22%
Perf. Alternativo	Oro (USD/oncia)	4,91%	Indice mat. Prime CRB	2,76%	Petrolio Brent (USD/bar)	5,01%	Hedge Fund HFRX	0,02%
Perf. Valute	Euro - Dollaro 1,1451	2,04%	Euro - Sterlina 0,7836	0,60%	Euro - Franco CH 1,0985	0,06%	Euro - Yen 121,7567	-2,98%

Fonte: Bloomberg Finance LP. Chiusura dati al 01/05/2016 20:58

Il commento della settimana.

Dopo un forte rimbalzo sulla componente obbligazionaria corporate e sui mercati azionari, aprile si chiude con una nota di maggiore cautela. Maggio si apre al cuore della stagione degli utili e senza incontri notevoli di Banche Centrali che possano alterare un quadro di fondo ancora poco chiaro.

Come nell'intreccio di odio e amore descritto da Catullo duemila anni fa, ci troviamo oggi in un contesto di fondamentali ambivalenti, in cui ottimisti e pessimisti possono leggere gli stessi numeri con occhi diversi... il verdetto tra le due scuole di pensiero, oggi, non è ancora chiaro.

Nescio, sed fieri sentio, et excrucior
«Sell in May and go away», recita un noto adagio di Wall Street. Ignorando ogni assunto di "efficienza" dei mercati azionari (che smentirebbe qualunque stagionalità nei corsi), c'è chi fa notare che il mercato azionario statunitense è ancora in territorio positivo da inizio anno nonostante i dati macroeconomici e quelli aziendali mostrino un crescente affanno.

La crescita del PIL statunitense è risultata poco sopra lo zero nel primo trimestre (0,125% ovvero 0,5% annualizzato), nonostante gli indicatori sui consumi e sui salari non siano particolarmente negativi. Sul PIL debole non ha influito, come nei due ultimi anni, la rigidità del clima invernale: la colpa della debolezza è attribuibile alla mancata spesa per investimenti (-0,5%) mentre sono buoni i dati sui consumi personali.

Non va meglio per la Corporate America: siamo ancora nel pieno della stagione degli utili, per cui è presto per tirare le somme, eppure i risultati fin qui registrati non sono dei migliori. Con il 62% delle società che ha già riportato i dati trimestrali, le sorprese positive sugli utili sono al 77% (sorpresa media +4%). Purtroppo, però, niente di altrettanto positivo viene dalle sorprese sul fatturato, per non parlare dei dati di crescita: il fatturato cala in media del 2,6% nell'attuale trimestre, mentre gli utili calano in media del 9%.

Insomma, qualcuno comincia a dubitare dello stato di salute della Corporate America se, nonostante le previsioni relative a questo trimestre fossero particolarmente negative, i risultati non sembrano riuscire a stupire positivamente gli analisti. Esempi notevoli di questa difficoltà vengono la scorsa settimana da Apple, che ha registrato il primo calo di

fatturato in 13 anni, e dai risultati di Microsoft.

No news, good news?

La scorsa settimana si sono riunite la Federal Reserve e la Bank of Japan. Dagli Stati Uniti non ci attendevamo grandi novità: la riunione periodica della Fed, questa volta priva di conferenza stampa, ha prodotto un comunicato equilibrato, in cui continua a trasparire una attenzione agli "sviluppi internazionali economici e finanziari".

Un rialzo dei tassi oltreoceano è attualmente scontato al 58% di probabilità entro fine anno. Maggio è un mese privo di incontri della BCE e della Fed, mentre per la riunione della Fed del 15 giugno le probabilità di un rialzo dei tassi sono attualmente soltanto al 12%.

La scorsa settimana la Bank of Japan ha deciso di mantenere invariata la politica monetaria, rivedendo però al ribasso le previsioni di crescita del PIL e dell'inflazione: su quest'ultimo fronte, ha posticipato ancora una volta l'orizzonte temporale entro cui prevede un rientro dell'inflazione al target del 2%. Peraltro segnaliamo che proprio la scorsa settimana è risultato che l'inflazione giapponese è tornata sotto zero a marzo per la prima volta dall'avvio dell'Abenomics nel 2013. La mossa deludente della Bank of Japan può essere dovuta alla scelta di dar tempo alle misure annunciate a fine gennaio (di cui la principale è l'aver portato il tasso di deposito in territorio negativo) di poter agire.

I mercati non hanno gradito questa scelta e, come lo scorso gennaio, lo yen ha subito un forte apprezzamento. Viceversa, il dollaro si sta indebolendo contro l'euro e contro il paniere di valute degli altri partner commerciali. Quest'ultimo indice, definito "trade-weighted", è tornato ai livelli di fine



gennaio 2015. Da inizio 2016 il dollaro si è indebolito, in termini "trade-weighted", del 5,6%.

La crescita in Eurozona sorprende in positivo

La storia, a volte, gioca strani scherzi.

L'Eurozona ha raggiunto la scorsa settimana due importanti traguardi contemporaneamente.

Primo: il livello del PIL è tornato ai livelli pre-crisi, superando il livello registrato nel primo trimestre del 2008.

Secondo: la crescita del PIL nel primo trimestre 2016, allo 0,6%, è risultata più vigorosa in termini percentuali di quella degli Stati Uniti e del Regno Unito.

Non possiamo non accogliere positivamente questo traguardo, ma restiamo cauti sulla reale forza di questa lenta e complessa ripresa europea. Al 2,2% annualizzato, il dato di crescita del PIL dell'Eurozona risulta ben superiore alle sue potenzialità fondamentali di crescita. In particolare, il primo trimestre potrebbe coincidere, probabilmente, con il massimo beneficio del calo dei prezzi del petrolio e dell'euro debole: entrambi i fattori sono ora tornati a giocare a sfavore dell'area euro. Ciò detto, la maggiore forza delle valute emergenti può dare una mano alle esportazioni europee, per cui la partita per i prossimi trimestri è tutta da scrivere.

Weekly Corner

Il miracolo a metà degli Stati Uniti

Come spiegare una divergenza così palese tra i dati del mercato del lavoro degli USA in ottimo stato di salute e una situazione ben meno rosea nelle prospettive di crescita del PIL? Detto altrimenti: più di 150 milioni di cittadini americani oggi possono contare su un posto di lavoro, una cifra di molto aumentata negli ultimi anni. Ma cosa fanno ogni giorno?

La domanda sorge spontanea in quanto non sembra abbastanza chiaro dalle evidenze statistiche. Il numero di ore lavorate ha avuto un incremento dell'1,9% in marzo e il dato relativo al PIL del primo trimestre, anche esso pari all'1,9%. Nonostante i progressi nel campo del software e nella gestione manageriale, l'output di ore lavorate rimane confinato su livelli modesti; seppur vero che i dati di produttività sono - per definizione - volatili, c'è da tener presente che non è il primo anno che ciò si registra e, infatti, nel periodo 2011-2015, le statistiche ufficiali parlano di un incremento pari allo 0,4%, ben al di sotto della media dal 1950 pari al 2,3% e simile alla situazione avuta nel periodo 1977-1982, periodo storicamente riconosciuto come uno dei periodi meno brillanti nell'età moderna. La produttività rimane, comunque, un elemento di difficile misurazione soprattutto nell'industria dei servizi: come misurare un dipendente di

Facebook o impegnato nel settore dei servizi finanziari? Di certo, se analizziamo quanto accaduto nell'economia americana, ci accorgiamo che ciò che emerge è che rispetto ad un secolo addietro, l'output prodotto è decisamente aumentato a parità di ore lavorate. E sebbene le analisi macro - negli ultimi decenni - abbiano cercato di analizzarne le ragioni, per gli economisti non è ancora chiaro pienamente come evolva la produttività; ad esempio, durante la recessione del 2008 essa è aumentata.. forse perché i timori legati alla crisi hanno spinto ad un maggiore impegno o sono cambiati i criteri di calcolo?

Possiamo individuare tre diversi contesti:

1) **Scenario depressivo:** in questo contesto, ciò che è stato implementato non viene aggiornato e il rallentamento è visibile. Accade anche che i lavoratori che rientrano nel mercato del lavoro non riescano a mantenere o a sostenere lo stesso livello di produttività che era in atto precedentemente.

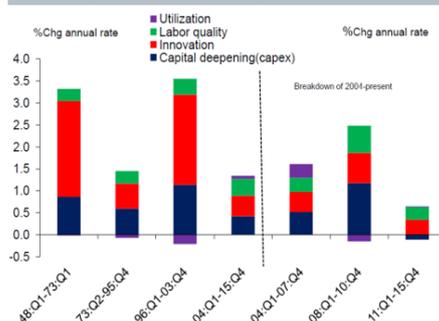
2) **Scenario neutrale:** in questo scenario, il punto è che il miglioramento della qualità della vita, grazie - ad esempio - alla possibilità di disporre di social network che ci consentono di mantenere i contatti con i nostri amici, non coincidono con i criteri solitamente usati dagli esperti di statistica che misurano ciò che viene materialmente prodotto, come sottolineato dagli economisti David M. Byrne, John G. Fernald e Marshall B. Reinsdorf in un paper sulle misurazioni della produttività alla Brookings Papers on Economic Activity, la scorsa primavera. Il punto non è se c'è un differente modo o approccio: ciò che conta è se è più grande di prima.

3) **Scenario ottimale:** le aziende che assumono per sperimentare, progettare o ideare un qualcosa che verrà prodotto in futuro, sostengono un costo per un profitto futuro e ciò significa anche che statisticamente non vi è alcun output da registrare, come sta avvenendo nell'industria automobilistica con gli studi sulle auto senza guidatore. Ad esempio, nella fase finale degli anni '90 - nonostante il boom del mercato azionario e il clima di benessere economico - la produttività crebbe soltanto dell'1,9%, a conferma della natura assai particolare del ciclo della produttività. In definitiva, **dobbiamo augurarci che l'attuale fase di stanca nella crescita della produttività sia da ascrivere ad una modifica momentanea dell'output che prelude ad un incremento ben maggiore in futuro.**

Crescita produttività USA a 5 anni (%)



Scomposizione della produttività USA



Fonti: Bloomberg Finance LP, 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 01/05/2016 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.

