

La settimana dei mercati finanziari

Deutsche Bank Private Banking – 30 Novembre 2015

Weekly Outlook

Performance Azionario	FTSE MIB	1.96%	DAX Francoforte	1.56%	CAC 40 Parigi	0.39%	FTSE 100 Londra	0.64%
	S&P 500	0.43%	Nasdaq	1.06%	Nikkei 225	0.12%	MSCI Emerging Mkts	-2.03%
Performance Obbligazionario	BTP 1-3 anni TR	0.07%	BTP 3-7 anni TR	0.37%	BTP 7-10 anni TR	0.69%	BTP 10+ anni TR	0.49%
Total Return	Bund 1-3 anni TR	0.04%	Bund 3-7 anni TR	0.16%	Bund 7-10 anni TR	0.24%	Bund 10+ anni TR	-0.24%
Rendimenti Obbligazionario	US Treasury 1-3 anni TR	0.04%	US Treasury 3-7 anni TR	0.21%	US Treasury 7-10 anni TR	0.38%	US Treasury 10+ anni TR	0.50%
	EONIA	-0.14%	Euribor 3m	-0.11%	BOT 6m	-0.11%	BOT 1 anno	-0.08%
	BTP 2 anni	-0.02%	BTP 5 anni	0.35%	BTP 10 anni	1.40%	Spread BTP-Bund 10 anni	0.94%
Perf. Alternativo	Oro (USD/oncia)	-1.90%	Indice mat. Prime CRB	-0.48%	Petrolio Brent (USD/bar)	0.45%	Hedge Fund HFRX	-0.07%
Perf. Valute	Euro - Dollaro 1.0593	-0.50%	Euro - Sterlina 0.7046	0.51%	Euro - Franco CH 1.0909	-0.59%	Euro - Yen 130.0762	-0.51%

Fonte: Bloomberg Finance LP. Chiusura dati al 28/11/2015 17:06

Il commento della settimana.

Si avvia la settimana più cruciale degli ultimi mesi. Oltre alla Conferenza mondiale dell'ONU sul clima avvenuta a Parigi, si terrà l'ultima riunione BCE dell'anno, in cui è molto probabile l'annuncio di un sensibile incremento del programma di espansione monetaria (QE2). Oltre a questo, a fine settimana conosceremo lo stato di salute del mercato del lavoro statunitense, con l'ultimo Employment Report prima della faticosa riunione della Federal Reserve in cui è probabile verrà presa la decisione di un primo rialzo dei tassi.

La ripresa in Eurozona continua a trovare conferme

L'indice composito PMI, secondo la stima flash di novembre, sale di 0,5 punti ai massimi dell'attuale ciclo, superando i livelli dello scorso agosto, per rivedere quelli di

metà 2011. A livello settoriale, crescono in pari misura manifatturiero e servizi, mentre è particolarmente uniforme il miglioramento in termini geografici. La Germania cresce di 0,7 punti, mentre la periferia europea cresce di circa un punto. La Francia (-1,3 punti) è l'unica eccezione perché l'indagine è stata condotta dal 12 al 20 novembre, in pieno tumulto per gli attentati di Parigi. Anche l'indice IFO e gli indici di fiducia della Commissione europea anticipano un trimestre molto buono, ma preferiamo attendere dati concreti su esportazioni e consumi per poter rivedere al rialzo le nostre stime di crescita.

«Grandi speranze»

Cento anni fa, a fine novembre 1915, Albert Einstein pubblicò la Teoria della relatività generale, in cui univa la teoria della relatività ristretta a quella della gravitazione universale. Lo stesso Einstein soleva dire che «tutti sanno che una cosa è impossibile da realizzare, finché arriva chi non lo sa, e la inventa». Nulla di più attuale alla luce di quello che potremo vedere questo giovedì alla riunione BCE. **Cosa possiamo aspettarci da questa riunione? In cosa consisterà il piano QE2? Le interviste ed i discorsi che i vari membri del Board BCE hanno tenuto nelle ultime settimane – non ultimo il richiamo forte di Draghi a perseguire ogni strada per rimettere in moto quanto prima l'inflazione – hanno dato forza alle aspettative di una rivisitazione massiccia ed aggressiva del piano annunciato lo scorso gennaio ed avviato a marzo:** i mercati scontano un taglio tra i 14 ed i 20 punti base nel tasso di deposito. Oltre a questo, crescono le aspettative per un'estensione del programma QE (attualmente previsto almeno fino a

settembre 2016) per sei mesi e un aumento degli acquisti mensili dagli attuali 60 miliardi a 70 miliardi, oltre che l'inclusione di bond locali e regionali nel novero dei possibili acquisti. Infine, c'è chi si spinge ad ipotizzare un acquisto di cartolarizzazioni di crediti in sofferenza impacchettati assieme a un pool di crediti "sani".

Perché la BCE è pronta a fare di più?

1. Come ricordato da Draghi nel recente intervento al Parlamento europeo, **le proiezioni dello staff BCE sul tasso di inflazione sono state fortemente riviste al ribasso sia per il 2016 che per il 2017 rispetto a quelle dello scorso marzo**, quando il programma è partito: le dimensioni e la durata del programma erano proporzionate a quelle stime e un loro deterioramento deve portare ad una reazione della BCE per evitare problemi di credibilità;
2. Sempre Draghi ci ricorda che **il 2015 vedrà la più debole crescita economica globale dal 2009 e che la ripresa in Eurozona è ancora insoddisfacente:** gli Stati Uniti hanno avuto bisogno di "soli" 14 trimestri per rivedere il picco di PIL pre-crisi, mentre secondo la BCE ce ne vorranno circa 31 in Eurozona – il rallentamento degli Emergenti pesa molto sul tono della BCE, come peraltro sottolineato nel Rapporto sulla stabilità finanziaria pubblicato al termine della scorsa settimana;
3. L'obiettivo originario del QE che includesse i titoli di stato era quello di portare le dimensioni del bilancio della BCE verso i 3 trilioni entro settembre 2016: **però, le banche non**



stanno utilizzando gli strumenti associati al programma (come ad esempio le aste TLTRO) rendendo più difficile il raggiungimento dell'obiettivo nei tempi prestabiliti e, dunque, compromettendo la credibilità della BCE;

4. La configurazione attuale del programma QE nasce da un compromesso tra le varie voci del Board BCE, le quali, però, hanno all'unanimità riconosciuto l'esigenza che **ulteriori passi potranno e dovranno essere intrapresi se necessario;**
5. L'attuale piano di acquisti sta portando il bilancio BCE a raggiungere il 10% del PIL dell'Eurozona, contro il 16% ed il 17% del PIL rispettivamente di Regno Unito e Stati Uniti – **il piano è incrementabile senza particolari problemi tecnici**

Qual è lo spazio riservato alle sorprese in un contesto di aspettative già elevate?

Quando le aspettative sono elevate, il rischio di delusione è altrettanto elevato. Questo è potenzialmente un problema per Draghi, che nelle ultime settimane ha fatto capire in tutti i modi che la situazione economica in Eurozona richiede un QE2. Ciononostante, il nostro assunto è che la BCE abbia tutte le possibilità per stupire positivamente i mercati, perché non tutti gli ingredienti di un piano QE2 sono già scontati nei prezzi. Oltre a questo, non è ben chiaro quale sarà l'alchimia tra le varie componenti del programma. Alcune misure, infatti, si rinforzano a vicenda, amplificando le potenzialità di riuscita del programma. A tal proposito, **secondo un'indiscrezione pubblicata da Reuters, i membri del Board BCE starebbero vagliando ben 20 combinazioni diverse di interventi di espansione del programma attuale, anche queste da intendersi come "ingredienti" non scontati nei prezzi.**

A nostro avviso, il piano QE2 prevederà – in linea con quanto stimato dai mercati – 70 miliardi /mese di acquisti e un'estensione di almeno sei mesi fino a marzo 2017. Oltre a questo, ci attendiamo un taglio di 10 punti base sia nel tasso di deposito che nel tasso principale, che andrebbe dall'attuale 0,05% al -0,05%: su quest'ultimo punto, sono pochissimi gli analisti che la pensano come

noi. È possibile un sistema di imposizione doppio nel tasso di deposito, affinché le banche non siano troppo penalizzate nel parcheggio della liquidità: nelle parole del vice della BCE, Victor Constâncio, si evince che tale sistema massimizzerebbe l'impatto della misura. **Infine ci attendiamo la rimozione della clausola che impedisce alla BCE di acquistare titoli con rendimento al di sotto del tasso di deposito** – accorgimento anche questo non atteso dai mercati, e che darebbe molto più spazio d'azione alla BCE. «Dio è nei dettagli», diceva Ludwig Mies van der Rohe.

Weekly Corner Attendendo il ritorno dell'Età dell'oro

Com'è noto, le materie prime non vanno d'accordo con il Dollaro forte. È altrettanto chiaro che ultimamente sono in atto per il petrolio dinamiche di domanda e offerta che non lasciano presagire una normalizzazione dei prezzi a breve. Un discorso simile è applicabile al metallo prezioso per eccellenza, le cui sorti non sono più brillanti da qualche anno a questa parte.

Da qualche tempo a questa parte, assistiamo ad un andamento assai incolore del prezzo dell'oro. Un tempo acquistato in quantità assai rilevanti e forma di investimento tra le più tradizionali, il metallo giallo attraversa - da qualche anno - una difficile fase di mercato a causa degli eccessi del recente passato, quando raggiunse circa quota \$ 1900/oncia,

del rafforzamento del dollaro USA, delle prospettive di normalizzazione della politica monetaria da parte della Fed e del costante pericolo di smobilizzo delle riserve auree da parte delle banche centrali.

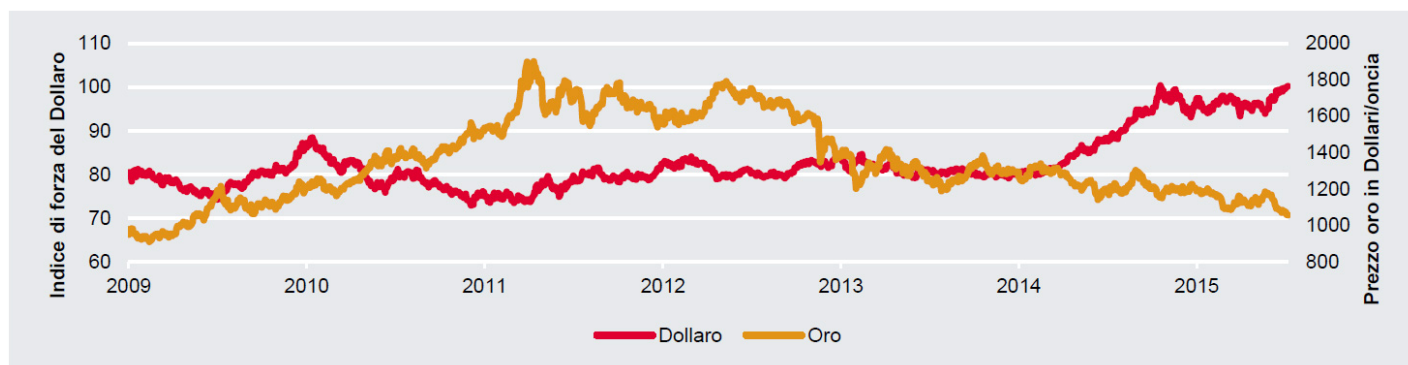
E tutto ciò costituisce, al tempo stesso, spunto di riflessione e profonda perplessità per gli investitori che continuano ad interrogarsi se non sia venuto il momento di rientrare o incrementare la propria esposizione verso l'intramontabile fascino dell'oro o, come a volte si definisce, "bullion" dal nome del Ministro delle Finanze Claude de Bullion al tempo di Luigi XIII di Francia. Il punto è che, come sottolineato dal CEO di Randgold Resources, Mark Bristow, si sta continuando ad estrarre oro sebbene il prezzo di mercato - in diversi casi - si trovi sotto il costo di produzione, contribuendo - evidentemente - a mantenerne il prezzo su livelli assai contenuti e con scarse prospettive a breve di recupero.

Lo scorso venerdì, il prezzo sui mercati internazionali è sceso ai minimi degli ultimi cinque anni e ciò - inevitabilmente - comporterà una nuova fase di M&A nel settore per far fronte a questa difficile fase congiunturale.

I produttori, stretti tra prezzi in discesa e necessità di ammodernamento tecnologico, di recente hanno spinto ancor di più verso l'high grading, ovvero si sono concentrati sulle miniere migliori, di fatto trascurando le altre al fine di mantenere un certo cash flow e mostrare agli analisti che, complessivamente, la situazione non è affatto preoccupante. In realtà, sottolinea Bristow, così facendo nel breve non potremo che avere prezzi depressi e solo nel medio termine si potrà sperare che la contrazione della produzione potrà produrre un rialzo dei prezzi.

Randgold Resources, infatti, si è detta interessata a vagliare eventuali opportunità di investimento in altre aziende del settore. Richard Russell, notissimo autore delle Dow - Theory Letters e scomparso di recente, aveva dichiarato che **le politiche monetarie in atto creeranno, a lungo andare, un rialzo tremendo dell'inflazione che salverà soltanto l'oro. Il dibattito tra moneta "fiat" (termine latino che indica la moneta priva di convertibilità fissa a materie preziose) e riserve di valore continua...**

Dollaro e materie prime, non propriamente una storia d'amore



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 29/11/2015 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.

