

La settimana dei mercati finanziari

Deutsche Bank Private Banking – 7 Settembre 2015

Weekly Outlook

Performance Azionario	FTSE MIB	-2.37%	DAX Francoforte	-2.53%	CAC 40 Parigi	-3.25%	FTSE 100 Londra	-2.41%
	S&P 500	-3.40%	Nasdaq	-2.99%	Nikkei 225	-7.02%	MSCI Emerging Mkts	-3.86%
Performance Obbligazionario	BTP 1-3 anni TR	0.21%	BTP 3-7 anni TR	0.26%	BTP 7-10 anni TR	0.25%	BTP 10+ anni TR	0.07%
Total Return	Bund 1-3 anni TR	0.05%	Bund 3-7 anni TR	0.23%	Bund 7-10 anni TR	0.56%	Bund 10+ anni TR	1.14%
	US Treasury 1-3 anni TR	0.06%	US Treasury 3-7 anni TR	0.22%	US Treasury 7-10 anni TR	0.50%	US Treasury 10+ anni TR	0.52%
Rendimenti Obbligazionario	EONIA	-0.13%	Euribor 3m	-0.03%	BOT 6m	0.00%	BOT 1 anno	0.01%
	BTP 2 anni	0.08%	BTP 5 anni	0.82%	BTP 10 anni	1.88%	Spread BTP-Bund 10 anni	1.21%
Perf. Alternativo	Oro (USD/oncia)	-0.89%	Indice mat. Prime CRB	-0.20%	Petrolio Brent (USD/bar)	-0.88%	Hedge Fund HFRX	-0.21%
Perf. Valute	Euro - Dollaro 1.1149	-0.32%	Euro - Sterlina 0.7348	1.12%	Euro - Franco CH 1.0838	-0.67%	Euro - Yen 132.6893	-2.53%

Fonte: Bloomberg Finance LP. Chiusura dati al 06/09/2015 20:17

Il commento della settimana.

I mercati azionari cinesi riprendono le contrattazioni dopo una pausa in occasione della parata militare, mentre gli Stati Uniti festeggiano il Labor Day. Queste pause possono essere utili momenti di riflessione: è giustificata la recente forte correzione sui mercati? Per affrontare questa domanda, occorre partire proprio da Cina e Stati Uniti: la Cina ha rivisto al ribasso il dato di crescita del 2014 (7,3%), mentre gli Stati Uniti hanno registrato un ulteriore calo nel tasso di disoccupazione: a quando il rialzo dei tassi?

Cina: decrescita, disinganno o debolezza temporanea?

Settembre si è aperto con una nuova ondata di negatività sui mercati azionari, alla luce di un dato PMI manifatturiero cinese pubblicato sotto la soglia dell'espansione dei 50 (49,7), nonostante in realtà questo dato fosse proprio in linea con quanto stimava il consensus degli analisti. **Messo ormai da parte da tempo il tema greco, l'argomento Cina sembra aver catturato da un mese a questa parte tutta l'attenzione dei mercati.**

Cerchiamo di fare chiarezza su questo tema, rispondendo a due domande: dove può arrivare il rallentamento cinese? Quale effetto potrebbe avere sulle altre economie? Per rispondere alla prima domanda, occorre ricordare che **l'attuale Piano quinquennale 2011-2015 prevede che l'economia cinese cresca in modo più bilanciato, attorno al 7-8% ogni anno.** Anche recentemente, all'annuncio della 5a assemblea plenaria del 18° comitato centrale, il comunicato stampa prevede che **nel prossimo Piano quinquennale 2016-2020 sarà fondamentale raggiungere una "nuova normalità" che potrebbe prevedere una crescita anche sotto il 7% (non ci stupirebbe un 6,7% nel 2016), purché si continui a puntare su una minore disparità tra cittadini e su una migliore qualità della vita. L'obiettivo è molto ambizioso, perché è ovviamente difficile "pilotare" un rallentamento economico, soprattutto considerando che quest'ultimo sta portando con sé una forte pressione al ribasso di molte materie prime - le stesse che avevano sospinto al rialzo dieci anni fa, con conseguenze negative per i molti paesi che le esportano.** Sulla seconda domanda, i nostri economisti concordano con due analisi svolte recentemente dalla Bundesbank e dalla Banque de France, che stimano **l'effetto di un calo dell'1% del PIL cinese in un -0,1% in Europa e negli Stati Uniti, ed in questi ultimi un ulteriore raffreddamento dell'inflazione di 0,2-0,4% a seconda del movimento sul Renminbi.** Questi dati, pur tenendo conto degli effetti indiretti che un rallentamento cinese porterebbe (e già porta) ad altri Paesi emergenti, potrebbero però sottostimare gli effetti a catena derivanti dai movimenti dei mercati finanziari, ma ciononostante **non giustificano i movimenti bruschi registrati recentemente nei listini azionari.**

La BCE è pronta ad agire, «se necessario»

La scorsa settimana sono stati pubblicati i dati definitivi di agosto degli indici PMI in Eurozona: a 54,3, l'indice composito è stato rivisto al rialzo rispetto alla stima flash, e si colloca oggi ai livelli più alti da maggio 2011, specialmente grazie ai servizi, e soprattutto in Germania e Italia. Questi numeri sono coerenti con una crescita tendenziale nel terzo trimestre di +0,5% su secondo trimestre in Eurozona, con un possibile bis del +1%/trimestre registrato dalla Spagna nel secondo trimestre, e dall'Italia (+0,3%/trimestre). **È incessante notare come nei sondaggi PMI non si fa riferimento al rallentamento cinese come ulteriore rischio per gli ordinativi, neanche in Germania.** Non stupisce dunque, alla luce di questi dati oltre che del miglioramento nelle condizioni di credito in Eurozona, che l'atteggiamento della BCE sia stato attendista nella riunione del Consiglio direttivo della scorsa settimana. La BCE ha - come prevedevamo - preferito agire con un ritocco al QE piuttosto che lanciare nuove misure straordinarie: ha spostato dal 25% al 33% il limite di acquisto per ogni emissione obbligazionaria rispetto all'ammontare totale emesso, con eccezione di quei titoli dove questa percentuale di detenzione darebbe il diritto di essere parte attiva in caso di ristrutturazione, in gergo Collective Action Clauses. Ciò detto, **la BCE ha preferito rinforzare il messaggio del comunicato introduttivo che anticipa la conferenza stampa, scrivendo che il QE è attivo fino a settembre 2016 "e oltre, se necessario": quattro piccole parole che segnalano, a parte la soddisfazione fin qui riscontrata nel QE, una forte attenzione per quanto sta avvenendo fuori dai confini dell'Eurozona, tra Cina in rallentamento e Fed vicina al rialzo tassi.** Il piccolo "ritocco" al QE può in principio aumentare la popolazione di obbligazioni acquistabili di circa 250 mld, soprattutto di Bund. Allo stesso tempo sono state riviste in modo abbastanza aggressivo le stime di crescita e inflazione,



rispettivamente a +1,7% e +1,1% nel 2016, e +1,8% e +1,7% nel 2017. Gli sviluppi macroeconomici e finanziari delle ultime settimane saranno monitorati con attenzione, e Mario Draghi è stato chiaro: [se l'attuale contesto dovesse mettere a repentaglio la tanto attesa ripresa in Eurozona, il programma QE sarà potenziato tra ottobre e – più probabilmente – dicembre.](#)

Il dilemma della Fed

Dall'altra parte dell'Oceano Atlantico, si avvicina l'appuntamento del 16-17 settembre, in cui la Federal Reserve dovrà decidere se effettuare il primo rialzo tassi in nove anni. [La scorsa settimana è stato pubblicato l'Employment Report di agosto, e a sorpresa il tasso di disoccupazione è calato al 5,1%, senza che il tasso di partecipazione cambiasse \(62,8%\). L'economia statunitense ha aggiunto 173.000 nuovi impieghi ex agricoltura, pur con un calo degli impieghi nel settore manifatturiero. Al dato di agosto, sotto le attese, si sono però aggiunte revisioni positive per i due mesi precedenti \(+44.000\), lasciando la media a tre mesi sostanzialmente invariata, e con un calo del tasso di disoccupazione. Se la Fed aveva bisogno di "qualche ulteriore segnale di miglioramento" nel mercato del lavoro per lanciare un rialzo tassi, come aveva segnalato il vice Stanley Fischer a Jackson Hole, questi numeri vanno nella giusta direzione. A supporto di chi ritiene che il momento del rialzo tassi sia ormai vicino, segnaliamo che gli Stati Uniti hanno creato in questi anni post-crisi il più grande numero di impieghi dal 2000: tredici milioni dal 2008, otto milioni soltanto negli ultimi tre anni. Dopo la recessione del 1990-91 la Fed cominciò a rialzare i tassi con la disoccupazione al 6,6%, mentre dopo la recessione del 2001 cominciò a rialzare i tassi con la disoccupazione al 5,6%. \[Il dato attuale a 5,1% è inferiore allo scenario ottimistico della Fed, che vedeva una forchetta tra 5,2% e 5,3% a fine 2015, ed è in linea con la definizione di "piena occupazione" della stessa Fed \\(5,0%-5,3%\\).\]\(#\) Infine, i sostenitori della "forza" dell'Employment Report ricordano che la rilevazione di agosto è normalmente rivista al rialzo in media di ulteriori 79.000 unità. Il mercato futures ha accolto i dati di agosto portando le probabilità di un aumento tassi a settembre dal 26% al 36%, ma pur sempre sotto il 54% previsto soltanto poche settimane fa.](#)

Weekly Corner. Alla Cina con amore: il G20 di Ankara

Da poco più di un anno, i Grandi 20 si sono posti un obiettivo molto ambizioso:

potenziare le prospettive di ripresa e crescita dell'economia globale del 2% entro il 2019. Lo scorso fine settimana si sono riuniti ad Ankara i ministri delle finanze ed i banchieri centrali del G20. Il messaggio è stato particolarmente forte: bisogna coordinare quanto prima le forze perché la crescita sia sostenibile e bilanciata. Il motivo è chiaro a tutti: nell'ultimo anno siamo andati nella direzione contraria, con un raffreddamento della crescita nei Paesi Emergenti.

Il G20 di Ankara - che ha riunito ministri finanziari e banchieri centrali - si è confermato un forum internazionale irrinunciabile, anzi "l'unico dove le economie sistemiche avanzate possono dialogare e confrontarsi", soprattutto in tempi di instabilità prolungata.

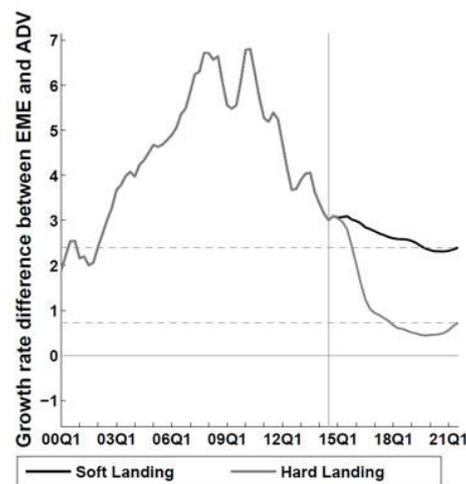
Ad affermarlo è Domenico Lombardi, direttore del Dipartimento di Economia globale presso il Center for International Governance Innovation e il G20 Research Group presso l'Università di Toronto. L'economista italiano - che ha ricoperto alti incarichi presso Fmi e Banca Mondiale - ha partecipato come speaker a Think20, un workshop inserito nella due giorni di Ankara. [Il G20 si è svolto in un fase alquanto complessa per il sistema economico-finanziario globale.](#)

L'eurozona ha appena superato il rischio dell'uscita della Grecia dalla moneta unica, ma la ripresa - come evidenziato di recente dalla BCE - non può certo dirsi ancora soddisfacente. La Fed, dal canto suo, sta vivendo un passaggio assai incerto circa la propria politica monetaria, riguardo alla normalizzazione del livello dei tassi. Il vero punto critico, comunque, è la Cina e le sue prospettive di crescita economica nonché la tanto criticata svalutazione dello yuan, quanto meno nelle sue modalità operative e di pessima capacità comunicativa con i mercati.

Gran parte dell'attenzione, naturalmente, si è concentrata sugli Stati Uniti e la Cina, per ragioni diverse. [La delegazione cinese, in particolare, ha spiegato che la correzione che hanno registrato le sue Borse nelle settimane precedenti riflette dinamiche temporanee e che il sentiero di crescita della propria economia attorno al 7% annuo non dovrebbe risentire in misura significativa, come sottolineato da Zhu Jun, responsabile del dipartimento affari internazionali della PBoC che ha anche fatto notare come il governo cinese sia intervenuto per smorzare la discesa del mercato azionario, nonostante ritenesse opportuna una "correzione".](#) A questa presentazione hanno fatto eco alcuni paesi, come l'Australia, che hanno confermato come le loro esportazioni verso l'economia di Pechino continuano a crescere.

Detto questo, il governatore della banca centrale cinese non ha fornito indicazioni specifiche su ulteriori misure che le sue autorità intendono intraprendere, se non che la Cina è determinata a proseguire lungo la strada delle riforme con ancora maggiore impeto. [Passando agli Stati Uniti, la presentazione di Stanley Fischer, numero due della Fed, ha attratto considerevole interesse mostrando che la ripresa americana va consolidandosi. Non ha sciolto i dubbi, tuttavia, se già dalla metà di settembre le autorità monetarie intendano procedere a un rialzo dei tassi e avviare il tanto atteso processo di normalizzazione della politica monetaria dalla sua attuale condizione iperespansiva. Le delegazioni dei paesi emergenti hanno sottolineato che è meglio che tale processo inizi subito, altrimenti l'incertezza riguardo il suo avvio rischia di essere più dannosa. Ad ogni modo, il loro collega americano li ha rassicurati che il rialzo dei tassi - quando avverrà - sarà molto graduale.](#)

Il gap di PIL tra Sviluppati ed Emergenti



Una delle preoccupazioni del G20 è preservare una dinamica globale di crescita sostenibile e bilanciata. Dopo un forte surriscaldamento tra 2003 e 2006, la crescita nei Paesi Emergenti (EME) ha mostrato segnali di convergenza verso la crescita nei Paesi Sviluppati (ADV): l'impatto di un rallentamento cinese (soft landing) può portare ad un ulteriore riavvicinamento dei tassi di crescita delle due aree, ma questo riavvicinamento sarebbe addirittura equivalente ad un azzeramento delle distanze in caso di hard landing, ovvero un forte ma improbabile rallentamento della crescita cinese (verso il 3%)

Fonti: Bloomberg Finance LP, Banque de France: "Towards recoupling? Assessing the global impact of a Chinese hard landing through trade and commodity price channels".



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 06/09/2015 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.

