

# La settimana dei mercati finanziari

Deutsche Bank S.p.A. — 18 maggio 2015

## Weekly Outlook

Performance Azionario	FTSE MIB	0,69%	DAX Francoforte	-2,24%	CAC 40 Parigi	-1,90%	FTSE 100 Londra	-1,23%
	S&P 500	0,31%	Nasdaq	0,89%	Nikkei 225	1,83%	MSCI Emerging Mkts	0,82%
Performance Obbligazionario	BTP 1-3 anni TR	-0,01%	BTP 3-7 anni TR	-0,20%	BTP 7-10 anni TR	-0,86%	BTP 10+ anni TR	-2,50%
	Bund 1-3 anni TR	-0,04%	Bund 3-7 anni TR	-0,26%	Bund 7-10 anni TR	-1,04%	Bund 10+ anni TR	-3,32%
Total Return	US Treasury 1-3 anni TR	0,08%	US Treasury 3-7 anni TR	0,15%	US Treasury 7-10 anni TR	0,07%	US Treasury 10+ anni TR	-0,55%
Rendimenti Obbligazionario	EONIA	-0,11%	Euribor 3m	-0,01%	BOT 6m	0,01%	BOT 1 anno	0,01%
	BTP 2 anni	0,14%	BTP 5 anni	0,68%	BTP 10 anni	1,77%	Spread BTP-Bund 10 anni	1,12%
Perf. Alternativo	Oro (USD/oncia)	3,00%	Indice mat. Prime CRB	1,00%	Petrolio Brent (USD/bar)	2,17%	Hedge Fund HFRX	0,27%
Perf. Valute	Euro - Dollaro	1,1451	2,25%	Euro - Sterlina	0,728	0,28%	Euro - Franco CH	1,0484
								-0,59%
								Euro - Yen 136,5915
								1,76%

Fonte: Bloomberg Finance LP. Chiusura dati al 17/05/2015 20:43

## Il commento della settimana.

Stiamo per caso assistendo a un clamoroso contrappasso dantesco che scambia USA ed Eurozona sulle due rive dell'Acheronte? Restiamo convinti, come ha ribadito la scorsa settimana la sede Fed di New York, che il quadro d'Oltreoceano, dopo il rallentamento del primo trimestre legato a circostanze straordinarie e isolate, si stia assestando, ma la crescente incertezza sta portando a un Euro più forte e a tante nuove domande.

### La strana staffetta USA-Europa

Per la prima volta in tanti trimestri, si sta realizzando una curiosa inversione di ruoli nella performance economica tra Stati Uniti ed Eurozona. Abbiamo segnalato già una settimana fa che i conti in corso di pubblicazione Oltreoceano dimostrano come sia molto probabile un segno meno nella performance del PIL trimestrale degli USA. Secondo il nostro capo economista statunitense, la particolare debolezza delle esportazioni nette potrebbe portare a un arretramento annualizzato di -0,8%. A questo

dato particolarmente deludente, se realizzato, si aggiungono risultati poco incoraggianti per il trimestre in corso. La produzione industriale statunitense in aprile è calata dello 0,3% e questo per il quinto mese consecutivo.

Secondo la Fed, gran parte della spiegazione è legata all'arretramento del settore petrolifero, ma non è da escludere che il calo sia collegato al rafforzamento del dollaro. Deludenti sono anche i dati di vendita al dettaglio, risultati piatti ad aprile, ma in seguito a una revisione della crescita di marzo pari a +1,1%. I dati disaggregati non sono particolarmente positivi: il rallentamento è stato percepito negli acquisti di mobili, alimentari e nella grande distribuzione. Anche la serie di controllo, che rappresenta un input diretto al PIL, è stata stagnante nel primo mese del secondo trimestre. Ci preme però ricordare che le vendite al dettaglio rappresentano circa il 25% dei consumi aggregati statunitensi e che questi ultimi, a loro volta, rappresentano circa il 70% del PIL degli USA. Il dato di aprile fornisce da solo una spiegazione di circa il 5% del PIL del secondo trimestre ed è peraltro soggetta a revisioni. Ciò che ha colpito i mercati (in particolare il cambio euro-dollaro) è tuttavia questa debolezza associata alla diminuzione della fiducia dei consumatori: in maggio, infatti, il dato preliminare della fiducia, compilato dall'University of Michigan, ha registrato il calo mensile più forte degli ultimi due anni, anche se resta ancora abbondantemente sopra il livello di un anno fa, quando il PIL era calato del 2,1% annualizzato per poi riprendersi con un +4,6% e +5% nei trimestri immediatamente successivi. L'Eurozona, invece, sta sperimentando un clima totalmente diverso: dalle nostre parti la crescita del PIL è stata dello 0,4% nel primo trimestre (1,6% annualizzato), vale a dire il dato di crescita trimestrale più alto registrato recentemente:

dobbiamo, infatti, tornare a metà 2011 per trovare un dato maggiore. È interessante notare come questa volta siano particolarmente positivi i dati di Italia, Spagna, Francia e Belgio, ritenute realtà più "deboli", a scapito dei paesi "core", i quali hanno invece riportato risultati lievemente sotto le attese. La debolezza "core" non ci preoccupa fintantoché permane lo scenario di crescita globale che mantiene alta la domanda di beni per esportazione; in ogni caso, aumenta il rischio che la crescita aggregata (per il 2015 dell'1,5%) subisca scossoni negativi se la crescita globale dovesse risentire negativamente del rallentamento degli USA. Tornando negli USA, gli indicatori più seguiti dalla Fed (per decidere quando aumentare i tassi) relativi al mercato del lavoro e alle aspettative inflazionistiche ci lasciano confermare come vi siano le basi per un rialzo nel mese di settembre. È però evidente che i dati recenti, i movimenti bruschi del petrolio e delle obbligazioni e l'incertezza sul fronte greco stiano portando a una strana situazione, in cui, paradossalmente, i mercati forward stanno spostando in avanti nel tempo il presunto rialzo dei tassi USA, mentre hanno fin troppo anticipato i tempi ipotizzati per l'Eurozona, dove viene prezzato un rialzo dei tassi con probabilità del 25% già mesi prima della fine del QE della BCE. Riteniamo che i mercati abbiano reagito eccessivamente a queste notizie, arrivando a sottostimare l'impatto del QE; siamo inoltre in un contesto molto delicato, nel quale diversi fattori tecnici convivono con una crescente incertezza su alcuni fattori indipendenti, ma interconnessi che avremo modo di approfondire nel Weekly Corner.



## Il momento della verità per la Grecia

La scorsa settimana abbiamo appreso che il Governo greco ha deciso di pagare il FMI attraverso le disponibilità... del FMI! In particolare, il rimborso della tranche di 750 milioni di euro è avvenuto dando fondo ai circa 650 milioni di Special Drawing Rights di cui la Grecia dispone come membro del FMI. La gestione spettacolarmente eterodossa di questa crisi di liquidità ci porta a fare alcune riflessioni sulle prospettive immediate della situazione greca. Le prossime scadenze di pagamenti sono il 5 giugno per 310 milioni, il 12 giugno per 349 milioni, il 16 giugno per 581 milioni e il 18 luglio per 3,5 miliardi. I greci stanno trovando disponibilità per il pagamento di stipendi e pensioni nel taglio della spesa governativa (circa 400 milioni solo ad aprile rispetto all'ultima legge finanziaria), ma è sempre più evidente un'imminente crisi di liquidità delle casse greche. **È auspicabile che già nelle prossime due settimane il Governo greco definisca chiaramente alcuni punti di accordo su riforme e misure correttive; se questo accordo si materializzasse, sarà probabilmente necessario un referendum per dare legittimità a Tsipras** (il quale non voleva nessuna forma di austerità) e, sicuramente, sarà necessaria l'unanimità all'Eurogruppo. **Il tempo sta scorrendo in fretta** e diventa man mano più difficile gestire le 5-7 settimane che questo processo può comportare. Finora la BCE è stata clemente, non alzando gli haircut per il collaterale a garanzia dei prestiti con le banche elleniche; al riguardo, **rimaniamo dell'idea che la BCE potrà supportare la Grecia in queste settimane di crisi di liquidità, ma il processo di approvazione può portare a scossoni inaspettati**, per cui è molto importante che si agisca presto.

## Weekly Corner. La strana coppia.

Il brusco movimento dei Bund ha portato a un movimento generalizzato delle obbligazioni: anche Paesi con politiche monetarie molto diverse (spesso addirittura in fase di riduzione dei tassi, come l'Australia) ne hanno risentito negativamente. Allo stesso tempo, il movimento del Bund è stato anticipato dal movimento del prezzo del petrolio, che ha restituito fiducia sul rimbalzo dell'inflazione in Eurozona. Questa "strana coppia" di Bund e petrolio sta influenzando anche altre materie prime - come l'oro - e l'andamento del cambio euro-dollaro. Tutto è interconnesso.

### Su il barile, giù il Bund e... viceversa

Quando si parla di mercato del petrolio, il pensiero non può che correre immediatamente all'innegabile ruolo svolto dai fondi hedge. Non vi è dubbio, infatti, che l'influenza esercitata sulla formazione dei prezzi a opera di questi investitori rimane elevata, perlomeno in termini di volumi.

**I trader hanno riportato in alto le quotazioni del greggio, fino a sfiorare i 70 dollari al barile, nonostante i cargo stiano inviando segnali inequivocabili riguardo alla sovrapproduzione.**

Secondo Energy Aspects, infatti, a guidare al rialzo le quotazioni sarebbero i fondi speculativi e le strategie alternative di taglio "macro", alla ricerca di misure volte a compensare i timori di rialzo dell'inflazione e dell'indebolimento del dollaro più che per reali motivi legati alla prospettiva di incremento della domanda o, tantomeno, di un forte calo dell'offerta.

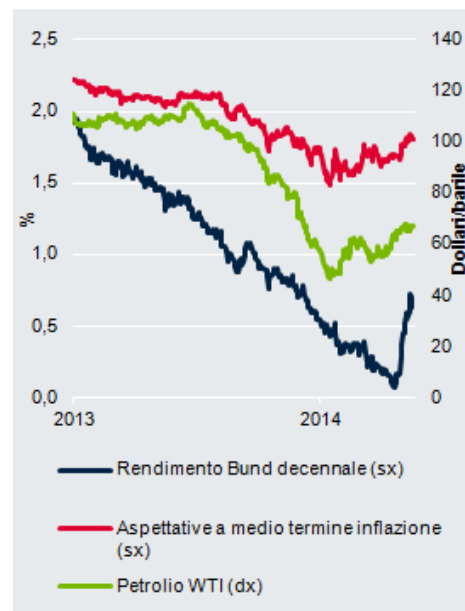
David Hufton, CEO di PVM, casa di brokerage del petrolio, evidenzia come **la correlazione tra prezzo del Bund e del petrolio sia intorno allo 0,9, quindi: molto alta. E se la discesa del prezzo del Bund è da ascrivere al timore di rialzo dell'inflazione, l'acquisto di petrolio costituisce una valida contromisura.**

Nello stesso modo, anche l'andamento del dollaro risulta essere un'altra importante determinante e, infatti, il rialzo del 16% tra giugno 2014 e gennaio 2015 nei confronti di un basket di valute ha determinato la discesa del greggio da circa 115 a 45 dollari, complice la prospettiva di aumento dell'offerta

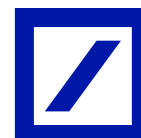
da parte dei giacimenti di shale gas. Come testimoniato da uno studio del Financial Times, resta comunque di notevole rilevanza la portata del peso del trading sui mercati finanziari riguardo al prezzo del petrolio; tale studio rileva l'aumento di ben cinque volte del volume negoziato al Nymex, il quale, a sua volta, rappresenta una quota della domanda globale giornaliera di oltre dieci volte.

Secondo le segnalazioni dei regulator, le posizioni nette sul petrolio ammonterebbero a circa 510 m di barili, ben cinque volte la domanda globale di greggio giornaliera. Va segnalato, infine, che oltre la metà delle posizioni corte sul greggio in essere a metà aprile sono state chiuse e che, presumibilmente, stante una certa dinamica dei mercati, potremmo assistere a un diminuzione delle quotazioni, indipendentemente dai fondamentali.

### Il petrolio come anticipatore



Fonti: Bloomberg Finance LP



### 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 17/05/2015 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.

