

Analisi Settimanale

15 - 21 Febbraio 2016

ANALISI SETTIMANALE - Sommario

p3	Economia	Svizzera: deflazione e rafforzamento del franco - Peter Rosenstreich
p4	Economia	Sentiment contrastante in Australia e Canada - Yann Quelenn
p5	Economia	Lo yen si rafforza e la fiducia nella BoJ cala - Arnaud Masset
p6	Economia	Cresce il credit risk delle banche - Peter Rosenstreich
p7	Economia	Janet Yellen non esclude tassi di interesse negativi - Yann Quelenn
p8	Mercati FX	IMM e posizionamento dei non-commercial - Arnaud Masset
p9	Themes Trading	Global Bear Market
	Termini Legali	

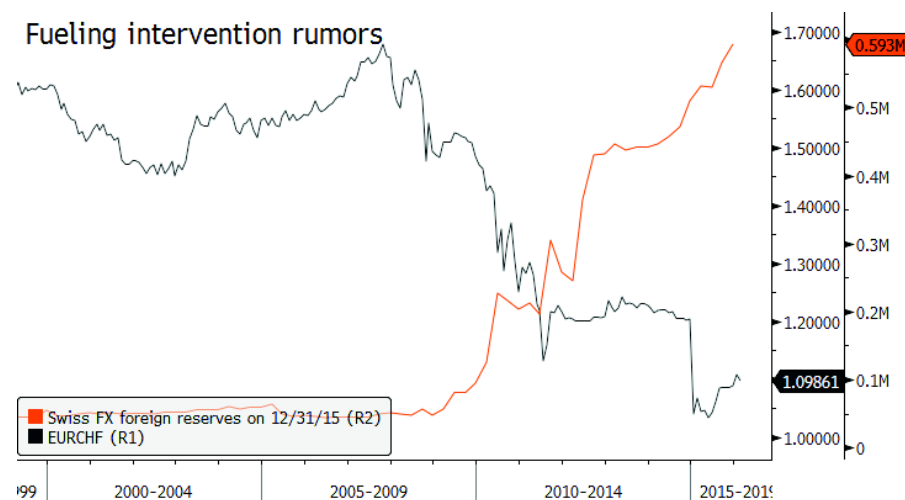
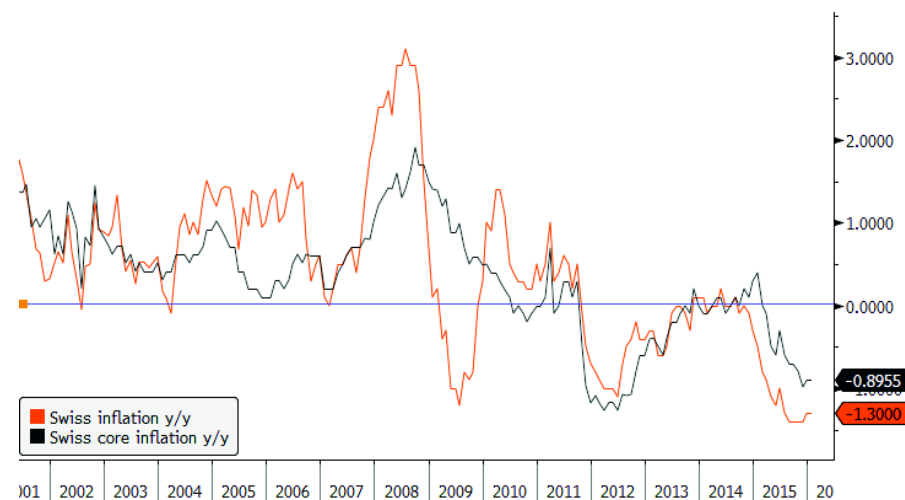
Economia

Svizzera: deflazione e rafforzamento del franco

Come atteso, i dati sull'inflazione svizzera hanno confermato la costante presenza di deflazione. L'IPC ha mostrato un -1.3% annuale (-0.4% mensile), con l'inflazione di fondo a -0.9% annuale (da -0.1% a -0.4% il mensile). Il franco si è rafforzato negli ultimi giorni per effetto dell'avversione al rischio, più che per gli sviluppi economici interni. Le aspettative di un'azione della SNB crescono. Il recente aumento dei depositi a vista (da 559.5 a 575.4 miliardi) aveva già alimentato le speculazioni su un avvenuto intervento della SNB.

Avevamo definito improbabile questo scenario, menzionando le differenze nei metodi di valutazione e la già elevata esposizione del bilancio della SNB. Tuttavia, la costante avversione al rischio ha causato un'inversione e un nuovo rafforzamento del franco. A questo punto, l'intervento della NB è più probabile. Difficilmente ciò avverrà attraverso un intervento diretto sul mercato, mentre è più probabile la riduzione dei già negativi tassi di interesse (entrambe le opzioni non escluse della SNB). Il Governatore Thomas Jordan ha chiaramente segnalato la sopravvalutazione del franco, il cui valore dovrebbe essere "inferiore ai livelli attuali". E' interessante notare che i tassi negativi finora non sono riusciti a ridurre i flussi in entrata, ma nello stesso tempo anche le altre banche centrali stanno adottando la stessa strategia.

I timori sullo stato di salute delle banche, la caduta dei prezzi del petrolio e le aspettative di ulteriore indebolimento dello yuan hanno causato un clima di generale avversione al rischio. La divergenza di politica monetaria che aveva spinto il dollaro al rialzo sta diminuendo, e la BCE dovrebbe reagire con nuovi stimoli a Marzo. Tutto ciò pone la SNB in una situazione difficile, dovendo rendere il franco non attraente per gli investitori domestici e stranieri. Gli strumenti a disposizione sono però limitati, e crediamo sia ancora presto per utilizzarli. Ci aspettiamo quindi un ulteriore rafforzamento del franco nei confronti delle valute del G10.



Economia

Sentiment contrastante in Australia e Canada

Contesto difficile

Fino a quando l'eccesso di produzione dei paesi membri dell'OPEC continuerà, la pressione ribassista sul petrolio non dovrebbe arrestarsi. Il Brent è scambiato a \$31 a barile, e molti paesi come Australia e Canada stanno soffrendo. I loro bilanci sono entrambi in deficit, e tale debolezza dovrebbe proseguire. In particolare, il deficit dell'Australia ammonta a 21.2 miliardi di dollari, rispetto agli 11.5 miliardi del Canada nel Q4 2015. Le loro economie dipendono molto dai flussi in entrata dalle aziende produttrici di commodities. Le criticità al momento permangono. Le tensioni in Siria, e tra Iran e Arabia Saudita, così come il rollo del rublo, hanno creato una sorta di guerra sui prezzi delle commodities per aumentare le proprie quote di mercato.

Discussione sui tassi di interesse negativi

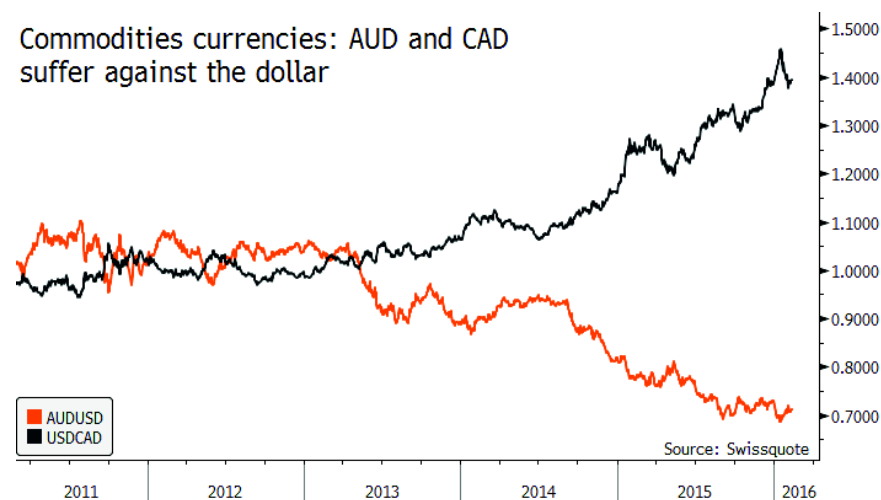
In Australia, la Reserve Bank ha mantenuto i tassi di interesse al 2% nonostante il deciso miglioramento del mercato del lavoro nel finale del 2015. Durante l'ultimo anno, il tasso di disoccupazione è sceso al 5.8%. Tuttavia, l'Australia dipende molto dal suo principale partner: la Cina. Fin quando il rallentamento economico cinese non sarà terminato (ad esempio nella crescita dei consumi di gas), la domanda aggregata in Australia dovrebbe subire ulteriori pressioni ribassiste, incidendo negativamente sulle entrate finanziarie del paese. Il dollaro australiano è quindi destinato a restare sotto pressione, nonostante abbia recentemente recuperato la soglia psicologica di \$0.70. Ecco perché il Governatore Stevens sta ragionando su ulteriori misure accomodanti, supportato anche dai deboli dati sull'inflazione.

Anche la Bank of Canada potrebbe agire riducendo i tassi di interesse. Il paese sta soffrendo a causa dei bassi prezzi delle commodities.

Ancor meglio, l'introduzione di tassi di interesse negativi stimolerebbe aziende e consumatori a ricominciare a spendere. I fondamentali, purtroppo, non sono ancora in ripresa. Il deficit commerciale del Canada è ancora molto rilevante (circa \$427 milioni). Infine, ma non meno importante, il calo delle importazioni di macchinari industriali è un chiaro indicatore di riduzione degli investimenti aziendali in Canada.

Al momento, per Australia e Canada c'è un solo elemento di sollievo. L'oro si è apprezzato del 16.74% da inizio anno. Ciò dovrebbe incrementare le entrate finanziarie dei due paesi. Restiamo però ribassisti nel medio termine su Aussie e Loonie.

Commodities currencies: AUD and CAD
suffer against the dollar



Economia

Lo yen si rafforza e la fiducia nella BoJ cala

Come spesso accade in periodi di elevata incertezza e timori di recessione, gli investitori tornano ad acquistare asset "sicuri", come i bond sovrani, lo yen e il franco svizzero. Sono invece oggetto di vendite azioni e valute dei mercati emergenti. Sfortunatamente per la Bank of Japan, l'attuale andamento del mercato è contrario agli obiettivi di crescita e inflazione, e al Quantitative e Qualitative easing introdotto nel 2014. Da inizio 2016, lo yen si è apprezzato dell'8% nei confronti del dollaro americano. Oltre alla generale avversione al rischio, il movimento è frutto anche della decrescente fiducia nella capacità della BoJ di indebolire lo yen, ma anche sulla convinzione che la Fed non riuscirà a proseguire il ciclo di rialzi dei tassi date le tensioni economiche in corso. La Yellen ha affermato che lo scenario economico globale potrebbe ritardare i prossimi rialzi.

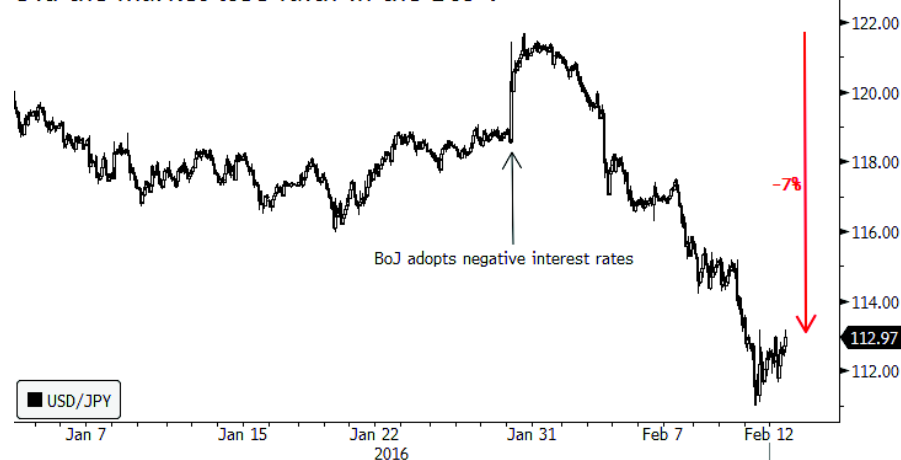
Tuttavia, non vanno dimenticate le responsabilità della BoJ nel processo di rafforzamento dello yen. A fine Gennaio, la Bank of Japan ha adottato tassi di interesse negativi (NIRP), nella speranza di mantenere lo yen su livelli molto bassi. L'iniziale reazione dei mercati è stata positiva, e USD/JPY è salito del 2.5% tornando a 121. Tuttavia, una volta preso coscienza che il tasso di interesse -0.1% sarebbe stato applicato solo su un livello dei depositi degli istituti finanziari privati (policy rate balances), mentre gli altri due livelli principali (basic balance sui depositi già in essere e macro add-on balance) non sono soggetti a tassi negativi (rispettivamente +0.1% e 0.0%), gli acquisti di yen sono ripresi con ancor più decisione.

La scelta della BoJ di adottare una misura "a metà" è stata vista chiaramente come un segno di debolezza dai mercati. Queste preoccupazioni si aggiungono alle difficoltà delle banche centrali di riportare l'inflazione verso gli obiettivi desiderati. Inoltre, il rifiuto della BCE di incrementare il QE a Dicembre e la decisione della BoJ di agire solo sui tassi indica che le banche centrali iniziano ad interrogarsi

sull'efficacia di queste misure per tornare agli obiettivi di crescita sostenibile e inflazione nei pressi del 2%.

La prossima settimana verranno pubblicati nuovi dati macroeconomici, che dovrebbero fornire maggiore chiarezza sulle condizioni economiche del paese. Al momento, USD/JPY si è stabilizzato tra 112 e 113. Ulteriori ribassi sono ancora possibili, anche se i trader stanno ancora cercando di capire cosa è accaduto Giovedì, quando il mercato ha effettuato una spike di oltre 2 figure in meno di 5 minuti.

Did the market lose faith in the BoJ ?



Economia

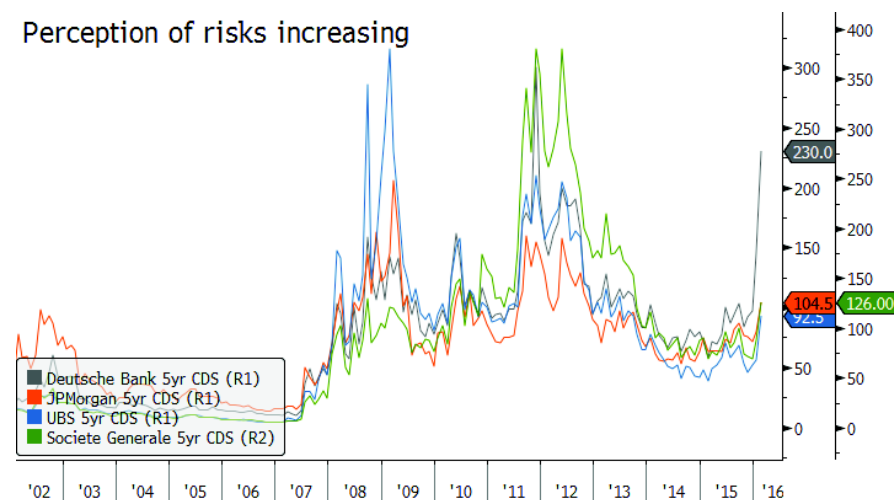
Cresce il credit risk delle banche

Le azioni di Deutsche Bank (DB) sono crollate ai minimi da 30 anni. Inizialmente la discesa è stata giustificata con le vendite globali e il contesto di incertezza. Il ribasso è stato così forte che il CEO John Cryan ha dovuto rilasciare uno statement per rassicurare gli investitori sulla "assoluta solidità" della banca, perfettamente in grado di effettuare i pagamenti pianificati. La prima reazione dei mercati è stata positiva, salvo poi invertire la direzione con un forte aumento dei timori da parte degli investitori. Le azioni di DB stanno soffrendo il clima generale di avversione al rischio. Inoltre, le dichiarazioni di Cryan arrivano dopo un altro statement che aveva lasciato delle ombre: "Crediamo vi sia un sufficiente livello di Available Distributable Items (ADI) e una capacità di pagamento secondo il German GAAP per rimborsare le cedole dell'AT1" ha affermato Marcus Schenck il 29 Gennaio. I mercati appaiono sempre più nervosi riguardo l'elevato livello di strumenti derivati in bilancio.

Più in generale, l'ampliamento del rischio di credito riguardante le banche, soprattutto nell'Eurozona, è stato all'origine della recente volatilità dei mercati. La diminuzione dei ricavi delle banche, la delusione sulle azioni della BCE e il processo arbitrario di determinazione dei payout hanno causato un deciso ampliamento degli spread creditizi. Gli investitori sono sempre più intimoriti dal debole scenario macroeconomico globale, dalla volatilità del mercato cinese, dal collasso dei prezzi delle commodities e dalla forte esposizione sul mercato del credito. Interessante notare che i recenti movimenti non sono stati emulati dagli spread creditizi dei mercati emergenti. L'indice CDS delle banche europee è salito con forza da un tranquillo 100 punti base (Dicembre) a ben 207 punti base lo scorso Venerdì. Tali livelli non si avvicinano nemmeno a quelli delle precedenti crisi finanziarie, ma è necessario monitorare attentamente i prossimi sviluppi.

Un elemento di similitudine tra la crisi finanziaria del 2007-2008 e gli eventi attuali è l'improvvisa apparizione nei media di un nuovo strumento. Le obbligazioni convertibili, chiamate CoCo bonds, sono state create per permettere alle banche in determinate situazioni di liberarsi di un debito e ottenere nuovi capitali. Tuttavia questo meccanismo presenta caratteristiche complesse e mai testate, con un rischio talvolta elevato per gli investitori. La conversione scatta nel momento in cui la situazione patrimoniale della banca scende sotto determinate soglie limite. La quantità di questi strumenti è al momento limitata, ma in un contesto di elevata volatilità i timori sullo stato patrimoniale delle banche crescono ed alimentano le speculazioni.

Perception of risks increasing



Economia

Janet Yellen non esclude tassi di interesse negativi

I mercati ora escludono un rialzo dei tassi a Marzo, dato che l'inflazione stenta a trovare slancio nonostante il basso tasso di disoccupazione. L'IPC annuale per il 2015 è fermo allo 0.7%, ben lontano dal target del 2% della Fed. Anche un rialzo dei tassi in Aprile sembra molto improbabile, con probabilità del 2%. Tali aspettative hanno causato un notevole indebolimento del dollaro. Janet Yellen ha parlato la scorsa settimana di fronte alle camere, in occasione del Report di Politica Monetaria semestrale.

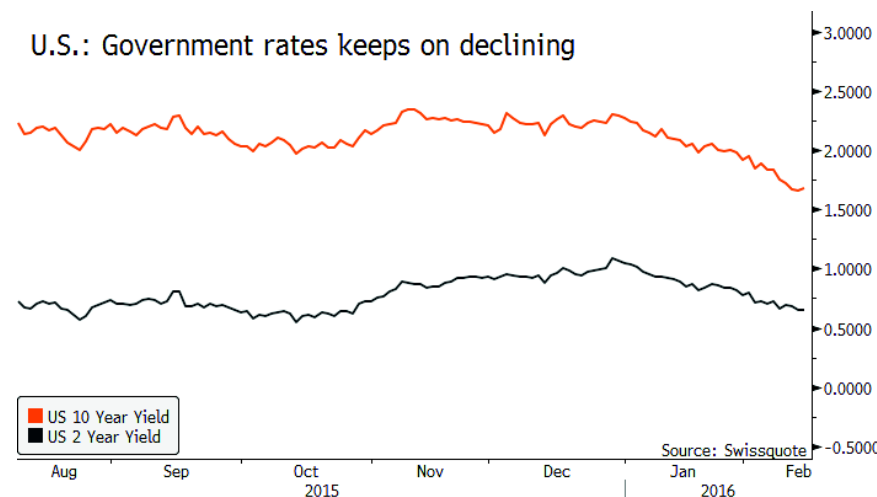
Janet Yellen ha sorpreso un po' i mercati, menzionando per la prima volta tassi di interesse negativi. Ha affermato di essere pronta a ritardare i prossimi rialzi dei tassi, pur negando che l'attuale strategia della Fed possa in qualche modo esser considerata inefficace o errata. Le condizioni finanziarie sono state definite meno supportive per la crescita. In particolare, il mercato del lavoro è ulteriormente migliorato ma ciò al momento non ha portato l'atteso effetto di crescita dei salari necessario a spingere l'inflazione verso il target della banca centrale.

La Yellen ha affermato anche di voler evitare di dover eseguire rialzi dei tassi troppo in fretta. La verità è che il debito americano è davvero troppo grande (18 trilioni di dollari), e in caso di rapidi rialzi dei tassi il valore degli interessi esploderebbe. Ecco perché oggi per la prima volta vengono considerati tassi negativi, che eliminerebbero questo problema ed eviterebbero la recessione economica. Certo è che a un certo punto l'inflazione sarebbe necessaria a combattere il debito, ma ciò non sembra poter avvenire in fretta anche a causa della probabile sopravvalutazione delle condizioni del mercato del lavoro. Di conseguenza, crediamo vi siano elevate probabilità di un QE4 che porterebbe nuova liquidità per stimolare il GDP. La divergenza tra le politiche monetarie e la normalizzazione dei tassi sono a rischio. Siamo entrati nell'era dei tassi negativi e la Yellen sta considerando questa opzione nonostante "non sia

certo che la Fed possa applicarli".

Al momento, i mercati azionari stanno soffrendo a causa del poco chiaro indirizzo di politica monetaria, e la Fed non appare pienamente in controllo della situazione. Come sosteniamo dallo scorso anno, ulteriori rialzi dei tassi nell'anno in corso appaiono sempre più improbabili. Per quanto riguarda il mercato dei cambi, ci aspettiamo una ripresa del dollaro nei confronti dell'Euro a causa del costante clima di incertezza e deflazione nell'Eurozona. Nel medio periodo la tendenza di EUR/USD dovrebbe quindi essere confermata al ribasso.

U.S.: Government rates keeps on declining



Mercati FX

IMM e posizionamento dei non-commercial

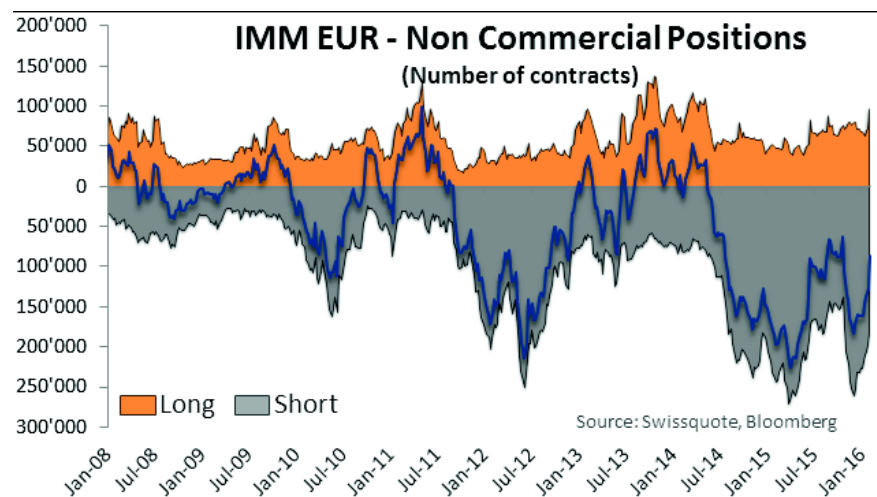
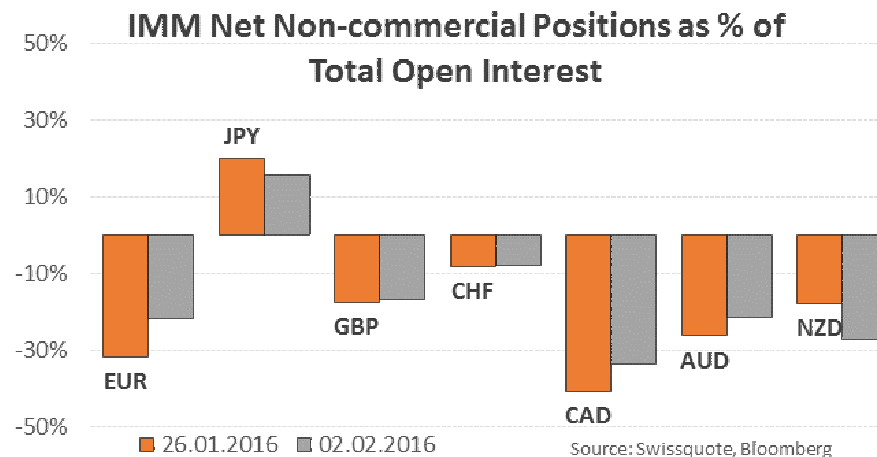
L'indicatore **International Monetary Market (IMM)** sul posizionamento dei non-commercial viene utilizzato per visualizzare i flussi di denaro da una valuta all'altra. E' generalmente considerato un indicatore contrario quando raggiunge valori estremi.

I dati IMM coprono le posizioni degli investitori per la settimana terminata il 2 Febbraio 2016.

Le vendite di euro sono diminuite in maniera considerevole, dopo aver raggiunto il 40% dell'open interest a fine Dicembre. I trader infatti hanno rivisto al ribasso le probabilità di nuovi rialzi dei tassi da parte della Federal Reserve. La divergenza di politica monetaria si sta riducendo, e le vendite di euro potrebbero ulteriormente calare.

Anche le posizioni in vendita sulla sterlina stanno diminuendo. Tuttavia l'incertezza a livello politico derivante dal potenziale Brexit, insieme ai bassi tassi di interesse continueranno a esercitare pressione ribassista sulla valuta del Regno Unito.

Aumentano invece gli acquisti di oro. Il contesto di incertezza a livello globale e i timori di una nuova recessione hanno riportato interesse nel metallo giallo, causandone un significativo apprezzamento.



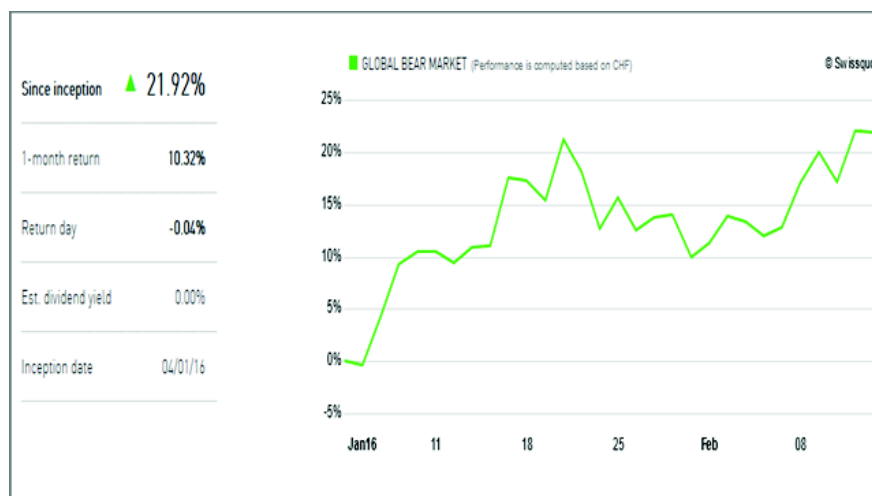
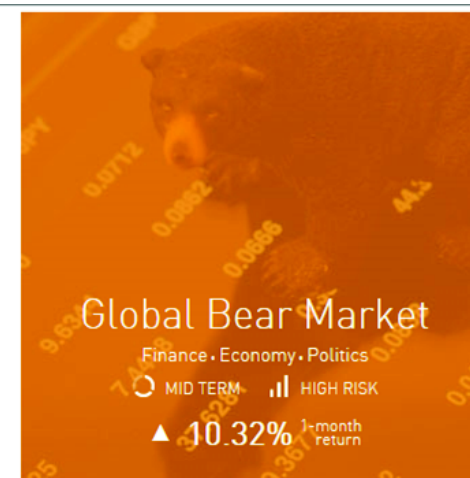
Themes Trading

Global Bear Market

I mercati azionari non hanno iniziato positivamente il nuovo anno, con un elevato grado di volatilità e banche centrali costrette a modificare nuovamente le politiche monetarie. Il calo dei profitti aziendali, la discesa dei prezzi del petrolio, il rallentamento dell'economia cinese e la debolezza del mercato del credito indicano che ulteriori ribassi dei mercati azionari sono possibili. Del resto, va evidenziato che il trend rialzista degli ultimi anni è stato alimentato dalle politiche monetarie accomodanti della Federal Reserve, che ha spinto al rialzo i mercati azionari e stimolato la crescita dei mercati emergenti. Questa crescita artificiale è destinata a svanire nel momento in cui la Fed proseguirà il processo di normalizzazione dei tassi. Con la crescita dei tassi USA, gli investitori dovrebbero gradualmente modificare l'allocazione del capitale dai più rischiosi mercati emergenti

verso rifugi più sicuri. Inoltre, il settore manifatturiero cinese fatica a causa di un prolungato eccesso di capacità dopo anni di investimenti; l'unica opzione è di ridurre i prezzi. Tale dinamica incide negativamente sull'inflazione, sui profitti delle aziende e quindi sui consumi, spingendo al ribasso il valore delle azioni. Non sappiamo se sia giunto il momento della "grande inversione", ma un po' di protezione all'interno del proprio portafoglio di certo non guasta. Abbiamo costruito il theme utilizzando ETFs (Exchange-Traded Funds) contenenti un ampio range di azioni ad elevata capitalizzazione. L'utilizzo di ETF ci permette di shortare (vendere) azioni beneficiando dal potenziale ribasso dei mercati.

Analysis & Portfolio - Swissquote Bank Strategy Desk



TERMINI LEGALI

Nonostante l'impegno a verifica della validità e della qualità dei dati utilizzati per la ricerca, non vi è garanzia che questi siano corretti ed accurati. Swissquote Bank e le sue consociate non si assumono alcuna responsabilità riguardo errori ed omissioni, né relativamente all'accuratezza e alla validità delle informazioni e delle analisi sopra contenute. Questo documento non costituisce un'esortazione a vendere e/o comprare alcuno strumento finanziario, né può essere considerato una sollecitazione e/o un'offerta a prendere parte in alcuna transazione. Questo documento rappresenta una ricerca economica e non intende costituire una consulenza a fini di investimento, né a sollecitare alcuno scambio di beni o servizi finanziari.

Pur rappresentando una componente inevitabile in ogni investimento finanziario, il rischio derivante dallo scambio di valute nel Forex può risultare particolarmente consistente. Quindi, nel considerare l'operatività nel mercato dei cambi, è necessario essere coscienti dei rischi associati a tali prodotti finanziari in modo da decidere in maniera informata e consapevole. Il materiale qui presente non è stato redatto a fini di consigliare o suggerire alcun investimento. Swissquote Bank si adopera per l'utilizzo di informazioni ampiamente credibili, ma non può in alcun modo assicurare riguardo la loro completezza ed accuratezza. Inoltre, non ci riteniamo obbligati ad informare nel caso di cambiamento delle opinioni o dei dati in questo documento. Ogni valore di prezzo è inserito in questo report con finalità informativa, e non rappresenta una valutazione degli asset sottostanti o di altri strumenti finanziari.

Questo documento viene distribuito nel rispetto della legge ivi applicabile. Nulla all'interno di questo contenuto può definire alcuna strategia o consiglio di investimento come adatto ed appropriato alle caratteristiche del recipiente, piuttosto che come consulenza a fini di investimento personale. La pubblicazione presenta l'unica finalità informativa, non costituisce pubblicità e rappresenta un'esortazione a vendere e/o comprare alcuno strumento finanziario in alcuna giurisdizione. Nessuna garanzia, espressa o implicita, è fornita riguardo l'accuratezza, la completezza e l'affidabilità delle informazioni qui contenute, con l'eccezione delle informazioni riguardanti Swissquote Bank, le sue consociate ed affiliate. Questo documento non è da intendersi come dichiarazione o valutazione completa degli strumenti finanziari contenuti. Swissquote Bank non garantisce che gli investitori possano ottenere dei profitti, né condividerà con essi eventuali risultati operativi, né è disposta ad accettare alcuna responsabilità in caso di perdite da investimento. Gli investimenti comportano un rischio e le decisioni di investimento richiedono prudenza. Questo documento non deve assumere una forma sostitutiva dell'esercizio della propria facoltà di giudizio. Qualsiasi opinione espressa in questo documento presenta una finalità esclusivamente informativa, e potrebbe subire delle modifiche senza alcun obbligo di notifica, e potrebbe essere diversa o contraria ad opinioni espressa da altre aree e gruppi di Swissquote Bank, come risultato di diversi criteri di valutazione. Swissquote Bank non può essere considerata responsabile di alcun risultato, positivo o negativo, che sia stato determinato totalmente o parzialmente dalle informazioni sopra contenute.

Il servizio verrà avviato, aggiornato, ed eventualmente cessato, ad esclusiva discrezione dello Swissquote Bank Strategy Desk. Le analisi sopra contenute si basano su diversi metodi di valutazione. Diversi criteri di valutazione possono risultare in risultati e decisioni differenti. Gli analisti responsabili della redazione di questo documento potrebbero interagire con il dipartimento dedicato al trading, con il personale addetto alle vendite o altri dipartimenti, con la finalità di raccogliere, sintetizzare ed interpretare le informazioni di mercato. Swissquote Bank non è obbligata ad aggiornare continuamente le informazioni qui contenute, e non può essere considerata responsabile di alcun risultato, positivo o negativo, che sia stato determinato totalmente o parzialmente dalle informazioni sopra contenute.

Swissquote Bank proibisce la distribuzione di questo materiale informativo a soggetti terzi, senza il consenso scritto di Swissquote Bank. Swissquote Bank non accetta alcuna responsabilità riguardo le azioni di terze parti che abbiano a riferimento il contenuto in oggetto.

© Swissquote Bank 2014. Tutti i diritti riservati.