

IL QUADRO MACRO-ECONOMICO GLOBALE

OECD Interim Economic Outlook Forecasts

Real GDP growth (%)¹

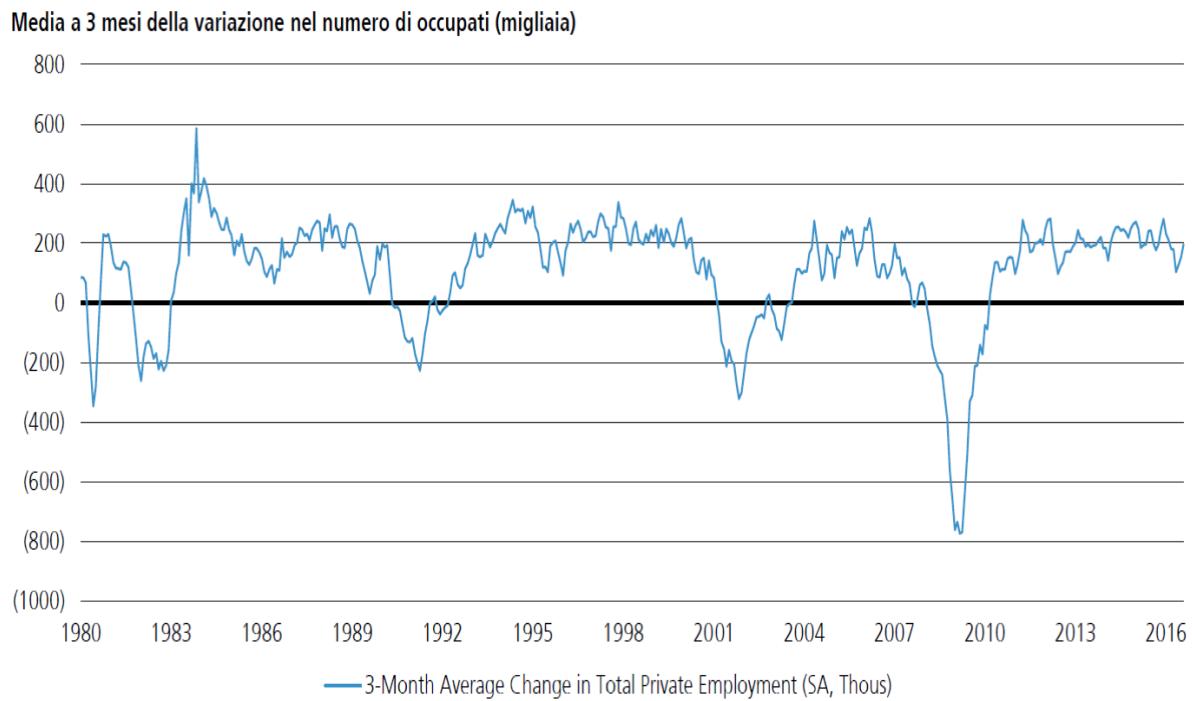
	2015	2016		2017	
		September 2016 Projections	difference from June EO ²	September 2016 Projections	difference from June EO ²
World	3.1	2.9	-0.1	3.2	-0.1
United States	2.6	1.4	-0.4	2.1	-0.1
Euro area	1.9	1.5	-0.1	1.4	-0.3
Germany	1.5	1.8	0.2	1.5	-0.2
France	1.2	1.3	-0.1	1.3	-0.2
Italy	0.6	0.8	-0.2	0.8	-0.6
Japan	0.5	0.6	-0.1	0.7	0.3
Canada	1.1	1.2	-0.5	2.1	-0.1
United Kingdom	2.2	1.8	0.1	1.0	-1.0
China	6.9	6.5	0.0	6.2	0.0
India ³	7.6	7.4	0.0	7.5	0.0
Brazil	-3.9	-3.3	1.0	-0.3	1.4
Rest of the World	2.0	2.3	-0.1	2.8	-0.2

1. Year-on-year. GDP at market prices adjusted for working days.

2. Difference in percentage points based on rounded figures for both the current and June 2016 Economic Outlook

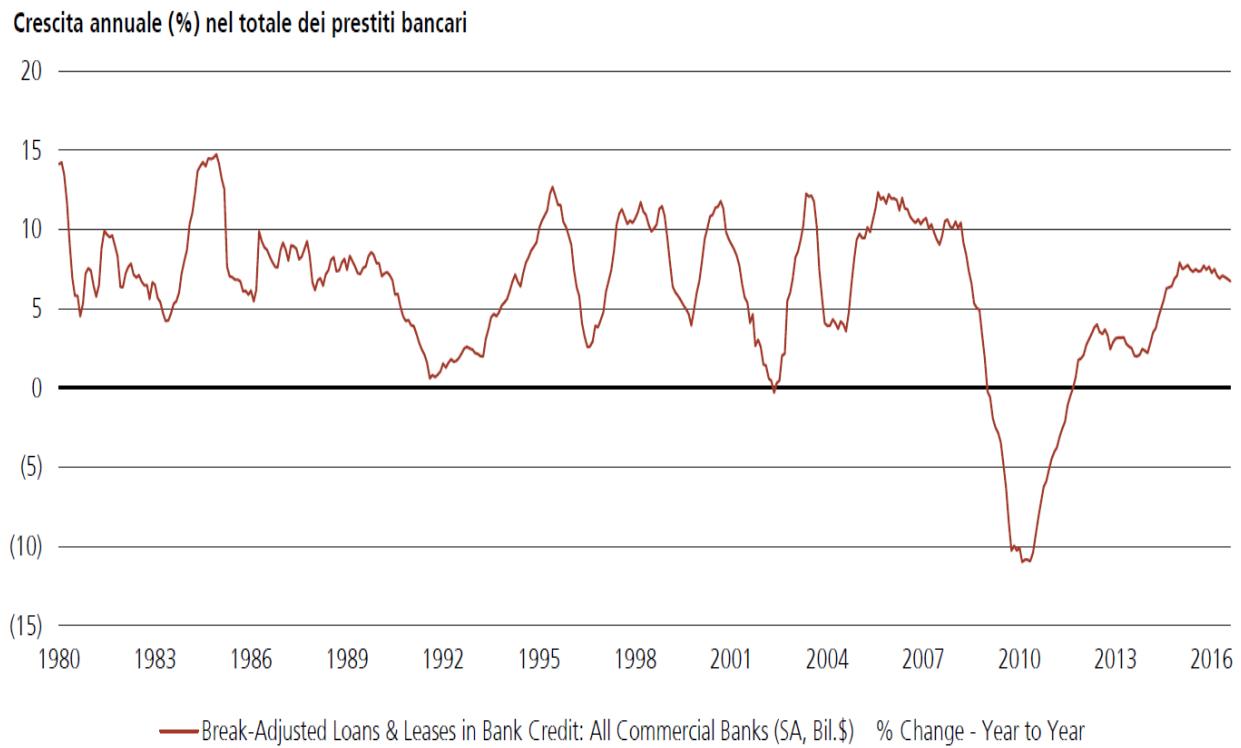
PREVISIONI DI CRESCITA MONDIALI 2016 – 2017

OCSE- Interim Report 11 settembre 2016



USA- MERCATO DEL LAVORO

Nonostante la crescita del PIL in USA non è e non sarà entusiasmante le imprese continuano ad assumere risorse umane



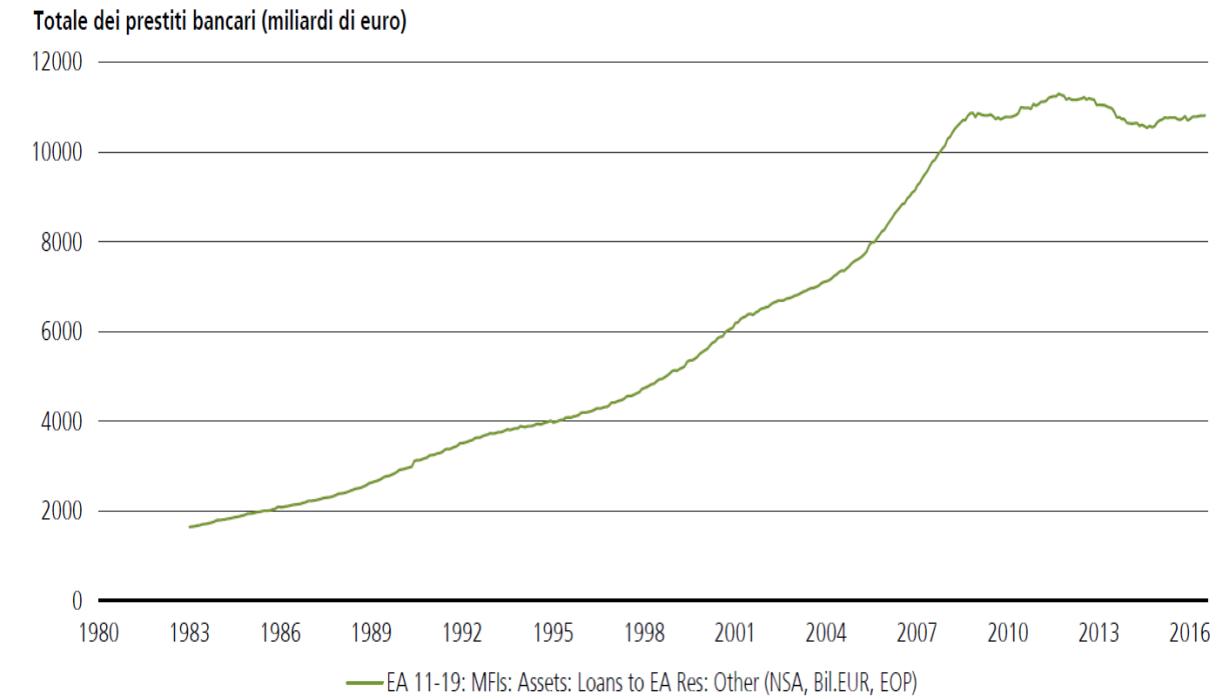
USA- ANDAMENTO DEL CREDITO ALL'ECONOMIA

Diversamente che in Europa, il tasso di crescita degli impieghi all'economia reale continua su ritmi sostenuti, anche se non ai livelli precedenti la crisi dei mutui sub-prime. Le imprese quindi domandano credito perche' stimano investimenti proficui per il futuro.



USA: TASSO DI DISOCCUPAZIONE (L.BIANCA) E TASSO DI INFLAZIONE (L.GIALLA)

Dopo il picco del 10% di disoccupati nel 2009 la massiccia cura del QE iniziato da Ben Bernanke alla fine di novembre 2008 ha dato i suoi risultati senza produrre inflazione, rimasta poco sotto l'1,1% annuo



EUROZONA : CREDITI ALL'ECONOMIA

Nonostante gli enormi sforzi fatti dalla BCE negli ultimi anni il totale dei prestiti all'economia reale non è cresciuto in termini assoluti oltre i livelli pre-crisi del 2007 : le imprese non domandano credito alle banche in quanto hanno ancora scarsa visibilità di ritorno sugli investimenti a medio-lungo termine .



EUROZONA : TASSO DI DISOCCUPAZIONE (L. ARANCIONE) E TASSO DI INFLAZIONE (L.BIANCA)

Diversamente che negli USA il tasso di disoccupazione è ancora lungi dal raggiungere i minimi del 2007, e nonostante sia sceso dal 12% del 2013 al 10% a metà 2016, siamo su livelli ancora doppi rispetto alla disoccupazione USA. L'inflazione, dal canto suo, giace in un intervallo tra -0.2% e 0.2% da svariati mesi, e non accenna ad avvicinarsi al target desiderato dalla BC (cioè 2%) .

MERCATI AZIONARI E TASSI DI INTERESSE

NASDAQ (linea Arancione) E DECENNALE USA (linea bianca) DAL 1.1.2000 AL 30.9.2016.

Il Nasdaq ha sorpassato i massimi relativi della bolla speculativa del 2000, ma con ben altri rendimenti del decennale USA: nel gennaio 2000 il treasury rendeva 6.75% oggi un “misero” 1,60%



MERCATI AZIONARIE PREZZI RELATIVI: SIAMO IN BOLLA SPECULATIVA?

Andamento dell'indice Nasdaq (linea bianca) e del suo P/E (linea verde) dal 2011 al 2016.



ALCUNI TEMI DI DISCUSSIONE

EUROZONA: E' ORA DI CAMBIARE MUSICA? IL LENTO CAMMINO DALL'AUSTERITA' ALLA FLESSIBILITÀ SEMBRA LA STRADA PIU' GIUSTA SE SI VOGLIONO EVITARE DISGREGAZIONI ALL' INTERNO DELL' AREA EURO E LA VITTORIA DEI MOVIMENTI POPULISTI ALLE POLITICHE DEL 2017 (OLANDA, FRANCIA, GERMANIA).

L'ECONOMIA DELL'EUROZONA NON PUO' CRESCERE SENZA GLI INVESTIMENTI, SIA PUBBLICI CHE PRIVATI.

LE IMPRESE NON INVESTONO SE NON C'E' DOMANDA, MENTRE I GOVERNI HANNO DOVUTO TAGLIARE GLI INVESTIMENTI E AUMENTARE LE TASSE PER RISPETTARE I PARAMETRI DI MAASTRICHT.

IN QUESTO MODO LE POLITICHE ECONOMICHE, INVECE DI ESSERE ANTI-CICLICHE IN TEMPO DI RECESSIONE SONO STATE PRO-CICLICHE, PEGGIORANDO LA CRISI ECONOMICA.

LE BANCHE RIMANGONO IN DIFFICOLTA' SIA NEI PAESI PERIFERICI (ITALIA E SPAGNA) CHE NEI PAESI "CORE " (VEDI DEUTSCHE BANK E COMMERZBANK IN GERMANIA) . PROBABILMENTE IL SETTORE CREDITIZIO RIMARRA' IL GRANDE "MALATO" DELL' ECONOMIA EUROPEA PER GLI ANNI A VENIRE, RALLENTANDO LA TRASMISSIONE DELLA POLITICA MONETARIA DELLA BCE ALL' ECONOMIA REALE .

LA BCE HA ESAURITO LE MUNIZIONI A DISPOSIZIONE SENZA RISULTATI DEGNI DI NOTA, E IL PERICOLO CHE IL BREXIT POSSA RIPETERSI IN UNO DEI PAESI

APPARTENENTI ALLA MONETA UNICA IMPONGONO UNA NUOVA POLITICA FISCALE IMPRONTATA A MAGGIOR FLESSIBILITA' E CONCERTATA A LIVELLO EUROPEO

RISCHI GEO-POLITICI IN EUROPA: POSSONO DIVENTARE UNA OPPORTUNITA'?

1) REFERENDUM COSTITUZIONALE IN ITALIA

2) ELEZIONI POLITICHE IN USA (NOVEMBRE) , IN OLANDA (MARZO) , IN FRANCIA (MAGGIO) E GERMANIA (OTTOBRE)

INEVITABILMENTE SARANNO FONTE DI MOMENTI DI CRITICITA' NEI MERCATI AZIONARI ED OBBLIGAZIONARI .

MA CI SONO GIA' STATI ALTRI MOMENTI CRITICI NEI MERCATI AZIONARI NEL 2016? CERTAMENTE SI'. E CHE NE E' STATO ?

1) LA VOLATILITA' INNESCATA DAL REFERENDUM IN INGHILTERRA (BREXIT) NEL MESE DI GIUGNO E' STATA UNA OPPORTUNITA' DI ACQUISTO (INDICE FTSE100 DA 27.6.2016 AL 27.9.2016 = +15%), COSI' COME 2) AD INIZIO ANNO LA VOLATILITA' INNESCATA DALLE VENDITE COATTIVE DEI FONDI SOVRANI E' STATA UNA OPPORTUNITA' DI ACQUISTO (INDICE STOXX 600 DA 15.2 AL 27.2.2016 = +14.5%).

E COSI' E' STATO NEL 2015 : TUTTI I MOMENTI DIFFICILI DEL MERCATO AZIONARIO (SALVATAGGIO DELLA GRECIA A LUGLIO, SVALUTAZIONE DELLO YUAN AD AGOSTO, E CRISI VOLKSWAGEN A SETTEMBRE) SI SONO RIVELATE SPLENDIDE OPPORTUNITA' DI ACQUISTO PERCHE' ACCADUTE IN UN AMBIENTE DI RENDIMENTI OBBLIGAZIONARI REALI PROSSIMI ALLO ZERO . ANCHE PER IL 2017 QUINDI, SAPER CAVALCARE QUESTE VOLATILITA' NEL MERCATO AZIONARIO , ADDIRITTURA IN UN AMBIENTE DI TASSI DI

INTERESSE NEGATIVI, PRODURRA' LA PERFORMANCE VINCENTE PER I PORTAFOGLI BILANCIATI AREA EURO NEI MESI A VENIRE

EUROSTOXX 600 E LE OPPORTUNITA' DEL 2016 : DAI MINIMI DEL 15.2.16 E DEL 27.6.2016 AD OGGI +15% IN MEDIA



RISCHI FINANZIARI IN EUROPA : BISOGNA STARNE ALLA LARGA?

PER RISCHI FINANZIARI SI INTENDONO RISCHI “INTERNI” AI MERCATI E PERTINENTI AGLI OPERATORI DEI MERCATI.

SONO QUINDI RISCHI DIVERSI DAI RISCHI “ESTERNI” QUALI QUELLI GEOPOLITICI CITATI NELLE PAGINE PRECEDENTI.

RISCHI FINANZIARI DI STRINGENTE ATTUALITA’ SONO :

- A) DEUTSCHE BANK E I SUOI 40 TRILIONI DI EURO DI VALORE FACCIALE DEI DERIVATI IN PORTAFOGLIO**
- B) 360 MLD DI EURO DI NPL NEI PORTAFOGLI DELLE BANCHE ITALIANE IN UN AMBIENTE DI SCARSA REDDITIVITA’ DA MARGINE DI INTERESSE (VEDI CURVA DEI TASSI NEGATIVA) E DI SCARSA CRESCITA ECONOMICA.**
- C) BOLLA SPECULATIVA SUI CORPORATE BOND NELL’IMMINENZA DI UN RIALZO TASSI FED A DICEMBRE.**

***CREDIT DEFAULT SWAP 5Y SU DEBITO SUBORDINATO DI DEUTSCHE BANK DAL
2015 AD OGGI***



MERCATO DEI CAMBI

QUANTO DURERA' LA DIVERGENZA TRA LE BANCHE CENTRALI?

L'ECONOMIA AMERICANA SI STA AVVICINANDO LENTAMENTE ALLA NORMALITA' MA IL RESTO DEL MONDO CONTINUA A FARE FATICA A CRESCERE AI RITMI PRE-CRISI LEHMAN (2007).

IL MERCATO DEL LAVORO USA, CON UN TASSO DI DISOCCUPAZIONE AL DI SOTTO DEL 5% SI STA AVVICINANDO ALLA PIENA OCCUPAZIONE. NEL MEDIO PERIODO E' CERTO CHE LA FED AUMENTERA' -SEPPUR GRADUALMENTE - I TASSI DI INTERESSE. TUTTAVIA PORTARE I TASSI DI INTERESSE SINO ALLA SOGLIA DEL TASSO DI INFLAZIONE NON E' UN PROCEDIMENTO RESTRITTIVO SULL'ECONOMIA REALE AMERICANA. INOLTRE LA FED VUOLE ARRIVARE ALLA PROSSIMA

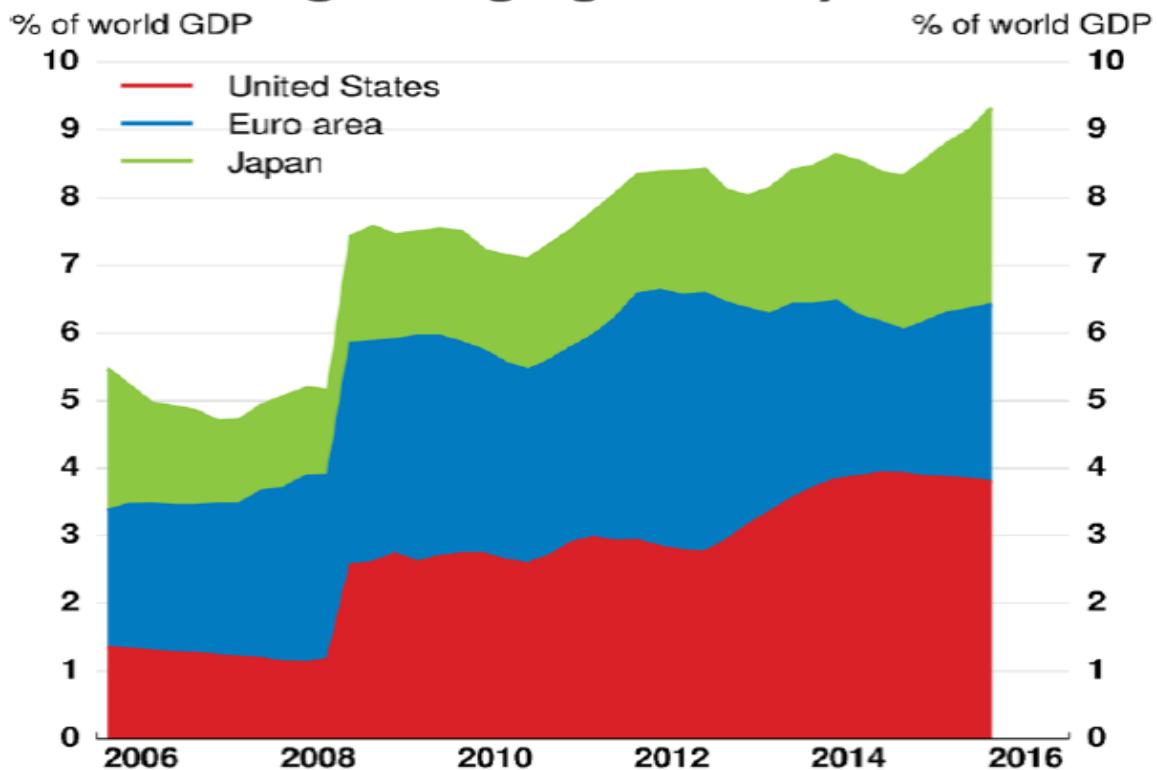
RECESSIONE CON DELLA “CARTUCCE “ DA POTER SPARARE : AVERE UNO “SPAZIO MONETARIO” PER POTER TAGLIARE I TASSI PRIMA DI ESSERE COSTRETTA NUOVAMENTE A FARE IL Q.E.

LA MAGGIOR PARTE DEL RESTO DEL MONDO E L’ AREA EURO IN PRIMIS, NON HANNO QUESTI PROBLEMI, ANZI NE HANNO DI OPPOSTI: POMpare INFLAZIONE PER ESORCIZZARE LO SPETTRO DELLA DEFLAZIONE. EUROPA E GIAPPONE RIMANGONO ALLE PRESE CON ECONOMIE STAGNANTI PERCHE’ ANCORA NON SI RIESCE A FAR RIPARTIRE IL MOTORE FONDAMENTALE: I CONSUMI INTERNI . E’ QUINDI MOLTO PROBABILE CHE LA BCE E LA BOJ PER MOLTI MESI ANCORA SARANNO COSTRETTA A MANTENERE I TASSI NEGATIVI , ALMENO FINO A QUANDO INVESTIMENTI , CONSUMI, PRODUTTIVITA’ E TASSO DI UTILIZZO DELLA CAPACITA’ DEGLI IMPIANTI NON DIANO EVIDENTI CENNI DI RISVEGLIO .

PER QUESTI MOTIVI IL DOLLARO USA E’ DESTINATO A RIVALUTARSI NEL MEDIO PERIODO SIA SU EURO CHE SU YEN

ATTIVI DELLE BANCE CENTRALI IN % DEL PIL MONDIALE

Central bank balance sheets are growing significantly



FONTE: OCSE -INTERIM REPORT – SETTEMBRE 2016

