

# USD 4 trilioni

Le riserve valutarie accumulate dalla People's Bank of China dopo la crisi finanziaria  
Pagina 2-3

# +0,5%

Il tasso di crescita annualizzato del 1° trimestre per gli Stati Uniti, il più basso dal 1° trimestre 2014  
Pagina 4

# 50,1

Il dato ufficiale del PIL manifatturiero cinese ad aprile, segnale di una limitata espansione dell'attività  
Pagina 5

# 0,71x

Il rapporto prezzo/valore di libro (P/BV) delle banche europee a fine aprile, in aumento rispetto a 0,60x a febbraio  
Pagina 6

# -8,3%

Il deprezzamento del dollaro nei confronti dell'euro da fine novembre all'inizio di maggio  
Pagina 8

# 1,6%

La performance dell'indice MSCI World ad aprile (in dollari USA)  
Pagina 10

# 15,6%

L'ottimo rialzo del prezzo dell'argento nel mese di aprile  
Pagina 11

# 400-600 pb

Il sovrarendimento attualmente offerto dalle obbligazioni *high yield* e dal debito sovrano dei mercati emergenti rispetto ai titoli di Stato rifugio  
Pagina 12

Ritorno della propensione per il rischio grazie al miglioramento delle aspettative in Europa e nei mercati emergenti  
*Maggio 2016*

# Prospettive

### Test di credibilità per le banche centrali



Cesar Perez Ruiz  
Chief Investment Officer  
Pictet Wealth Management

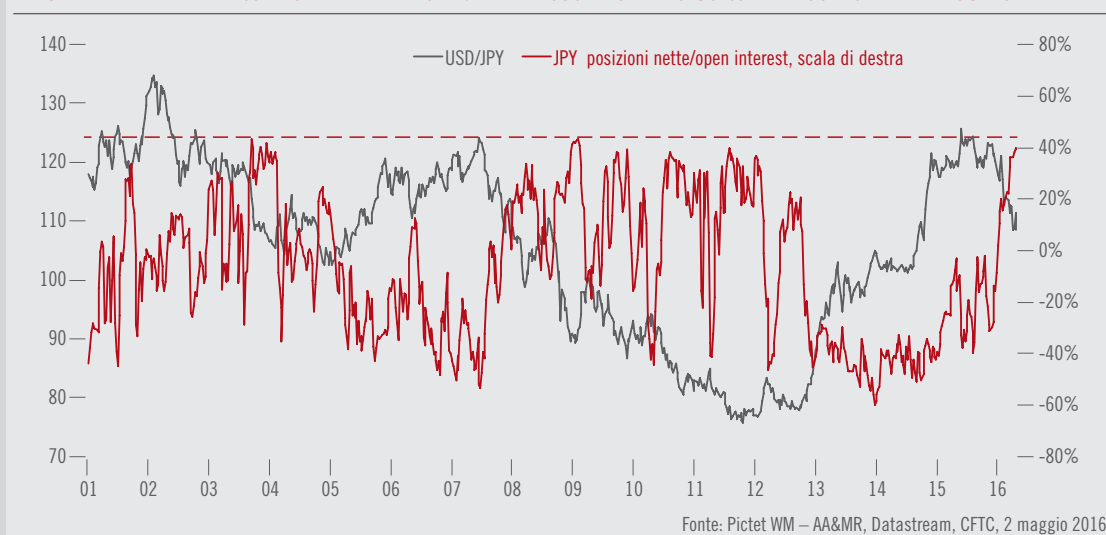
Le banche centrali hanno contribuito ad arrestare la crisi finanziaria (iniziando dal primo programma di allentamento quantitativo della Federal reserve statunitense, lanciato a fine 2008), con successivi tagli dei tassi d'interesse che hanno aiutato le imprese e le famiglie occidentali ad attuare il loro disindebitamento. La Bank of Japan (BoJ) e la Banca centrale europea (BCE) hanno seguito l'esempio, adottando politiche aggressive successivamente, quando la ripresa negli Stati Uniti era già avviata. L'impegno delle banche centrali al loro mandato è stato determinante per supportare le valutazioni dei mercati, ma queste politiche monetarie desincronizzate hanno creato volatilità sui mercati. Nello stesso tempo, la credibilità delle banche centrali sta vacillando, poiché l'inflazione rimane cronicamente bassa nella maggior parte del mondo sviluppato e la crescita economica è tuttora debole nonostante quasi otto anni di politiche sempre più accomodanti.

La seconda serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO II) della BCE annunciata a marzo è un buon esempio dell'importanza della credibilità delle banche centrali per il miglioramento delle aspettative di mercato. A fine dicembre, la BCE ha introdotto tassi d'interesse negativi sui depositi, al fine di sostenere l'inflazione e la crescita. Le ripercussioni dei tassi negativi sui margini delle banche già sotto forte pressione sono però ben presto divenute evidenti. La BCE ha affrontato questo problema con il programma TLTRO II appena tre mesi dopo. Le TLTRO II, oltre a contribuire ad allentare le condizioni monetarie e supportare l'erogazione di credito al settore privato (almeno in una certa misura), mitigano l'impatto dei tassi d'interesse negativi sui margini delle banche, poiché in effetti la BCE remunera le banche perché erogano credito. La cosa più importante è che i dettagli tecnici delle TLTRO II, unitamente alle misure aggiuntive adottate dalla BCE, come l'acquisto di obbligazioni societarie, confermano l'impressione che la BCE continuerà a seguire un approccio di politica monetaria flessibile e determinato per stabilizzare l'economia europea.

A luglio 2012, la dichiarazione del presidente Mario Draghi che la BCE era pronta a «fare tutto il necessario» per salvare l'euro era stata considerata una svolta decisiva nella crisi del debito sovrano dell'eurozona. Ora la BCE sta utilizzando tutti gli strumenti di cui dispone per cercare di fare espandere il credito e aiutare il settore bancario. Le azioni bancarie hanno risposto positivamente e vi sono indicazioni che le politiche della BCE stanno iniziando a produrre i loro effetti nell'economia reale: i flussi di credito nell'eurozona nel 1° trimestre hanno registrato il tasso di crescita più elevato dal 2011.

I risultati delle politiche monetarie del Giappone finora sono stati invece contrastanti. I tassi d'interesse negativi (introdotti a gennaio) non hanno fermato l'apprezzamento dello yen, e i recenti dati sull'inflazione hanno generato seri dubbi sulla capacità della BoJ di raggiungere il suo obiettivo d'inflazione del 2% in tempi brevi. Nella sua riunione di fine aprile, la BoJ si è pertanto trovata sotto pressione per fare un altro sforzo per stimolare l'economia e/o adottare un approccio flessibile ai tassi d'interesse negativi sull'esempio della BCE. In tale occasione, la BoJ ha deciso di non agire, correndo il rischio di creare ancora più confusione sui suoi meccanismi di risposta e dando una spinta maggiore e ancora più destabilizzante all'ascesa dello yen. Il governatore della BoJ Haruhiko Kuroda ha giustificato l'inazione affermando che servirà del tempo perché gli effetti combinati dell'allentamento quantitativo e dei tassi d'interesse negativi producano i loro effetti. Purtroppo, la risposta dei mercati è stata un aumento del premio per il rischio sugli asset giapponesi e il continuo apprezzamento dello yen sta esercitando una pressione ancora più forte sulla BoJ affinché agisca in una fase successiva.

LA CREDIBILITÀ DELLA BOJ VACILLA: VARIAZIONI % DEL TASSO DI CAMBIO USD/JPY E POSIZIONI NETTE SULLO YEN



Anche la People's Bank of China (PBoC) ha alcuni seri problemi. Dopo la crisi finanziaria del 2008, essa è intervenuta sui mercati dei cambi per tenere basso lo yuan, accumulando in tale processo riserve valutarie per USD 4 trilioni. La sua gestione del renminbi è però poi divenuta più incerta, con forti oscillazioni valutarie. Di conseguenza, si è assistito a notevoli flussi di capitali in uscita e la PBoC ha dovuto nuovamente utilizzare parte delle sue riserve per difendere il cambio. Ciò spiega le turbolenze dei mercati dell'inizio di quest'anno. La situazione sembra per il momento essersi stabilizzata, grazie ai controlli sui capitali più stringenti, ma i responsabili della politica economica cinese devono recuperare credibilità.

Le politiche delle banche centrali continueranno pertanto ad avere un ruolo cruciale per la stabilità dei mercati. La potenziale perdita di credibilità di queste politiche rappresenta il rischio più grave cui sono esposti attualmente i mercati.

A nostro avviso le banche centrali continueranno a cercare di sostenere la crescita e l'inflazione. Per farlo, dovranno procedere per tentativi, utilizzando misure non convenzionali poiché ora non hanno praticamente spazi per ridurre i tassi d'interesse senza conseguenze indesiderate. Questo è il motivo per cui le banche centrali hanno iniziato a insistere sempre di più sulla necessità di agire anche sul fronte della politica di bilancio, rinviando il programmato aumento dell'aliquota della *sales tax* in Giappone, riducendo le imposte o aumentando la spesa per infrastrutture in Europa. Alcuni responsabili di politica economica hanno persino evocato l'«helicopter money» - un ulteriore esperimento che potrebbe vedere le banche centrali stampare moneta per finanziare la spesa pubblica anziché acquistare obbligazioni sul mercato aperto come è avvenuto nei vari programmi di allentamento quantitativo negli ultimi anni. A differenza dei tassi d'interesse, l'«helicopter money» avrebbe il vantaggio di non basarsi su un aumento dell'erogazione di credito al settore privato per funzionare. Ciò sarebbe più facile da realizzare in Giappone, dove buoni d'acquisto con validità limitata nel tempo sono già stati utilizzati in passato. Un programma simile avrebbe molte meno possibilità di successo in Europa, come ha sottolineato recentemente Mario Draghi. Qualunque cosa accada, indubbiamente le banche centrali continueranno ad attuare politiche monetarie di supporto. L'importante è che la pazienza dei mercati nei loro confronti non venga meno.

# L'Europa è in ripresa, gli Stati Uniti deludono e la Cina offre un momento di tregua

I dati macroeconomici europei sono stati relativamente solidi. Abbiamo però rivisto leggermente al ribasso la nostra previsione di crescita per gli Stati Uniti. Anche se la Cina ha evitato un «hard landing», rimaniamo preoccupati per l'eccessivo indebitamento della sua economia.

*Christophe Donay, Bernard Lambert, Nadia Gharbi e Frederik Ducrozet*

**🚩** Mentre siamo incoraggiati dalle notizie sull'eurozona, che ha beneficiato in modo decisivo dell'allentamento della BCE, in Giappone l'efficacia di azioni radicali della banca centrale per riportare la crescita su una traiettoria più elevata è messa in discussione.

Nella sua riunione di aprile, la Fed è stata prudente riguardo ai tempi del prossimo aumento dei tassi. La recente debolezza del dollaro, un rimbalzo del mercato, alcune statistiche positive sull'occupazione e una attenuazione delle tensioni nei mercati emergenti autorizzano un orientamento meno accomodante, ma le deboli previsioni sull'inflazione e i dati tradizionalmente bassi del PIL del 1° trimestre giustificano la prudenza. La Fed potrebbe aspettare l'esito del referendum sulla Brexit nel Regno Unito (23 giugno) prima di decidere la sua prossima mossa. Il nostro scenario per il 2016/2017 ipotizza che il Regno Unito rimanga nell'UE, ma l'esito della consultazione popolare è molto incerto. Nell'eurozona, gli indicatori anticipatori rimangono abbastanza incoraggianti.

Il prezzo del petrolio è diminuito solo per un breve periodo dopo il fallimento della riunione di Doha a fine aprile per contenere la produzione di petrolio, risalendo poi rapidamente verso i 45 dollari, un buon segnale che il prezzo del petrolio è uscito dal minimo ciclico di circa 30 dollari all'inizio di quest'anno. Questo sviluppo sta fornendo un sostegno ad alcuni mercati emergenti, mentre il generale miglioramento delle aspettative degli investitori comporta un nuovo aumento dei flussi di capitale verso i mercati emergenti. Alcuni segnali incoraggianti sono venuti dalla Cina in aprile, compreso un balzo nei dati delle esportazioni e dei profitti industriali. L'aumento dell'indebitamento del settore privato in Cina rimane preoccupante.

L'apprezzamento dello yen dopo che la Bank of Japan (BoJ) ha introdotto tassi d'interesse negativi sui depositi aveva già denotato una perdita di fiducia nella capacità della banca centrale di gestire il tasso di cambio e fare salire l'inflazione. A fine aprile la BoJ ha deciso di non prendere iniziative significative. Sebbene la BCE abbia agito per compensare gli effetti dei tassi d'interesse negativi sulle banche dell'eurozona, l'evidente insuccesso dei tassi negativi della BoJ fa sorgere interrogativi sull'appropriatezza di alcune delle politiche monetarie più radicali per sostenere la crescita.

### Stati Uniti: la Fed potrebbe aspettare fino a settembre per alzare i tassi

I dati sul PIL americano hanno confermato che la crescita è stata particolarmente debole nel 1° trimestre, al +0,5% trimestre su trimestre annualizzato, la più bassa lettura dal 1° trimestre 2014. La crescita ha continuato a essere frenata dalle esportazioni nette negative, dal crollo degli investimenti nel settore petrolifero e una caduta nella costruzione di immobili. Anche il rallentamento della crescita nella spesa per consumi e una contrazione sorprendentemente brusca negli investimenti nelle attrezzature hanno costituito significative forze contrarie nel 1° trimestre. L'economia americana appare tuttora priva di *momentum*. Le condizioni finanziarie si sono comunque nuovamente allentate in modo significativo da gennaio, l'impatto del crollo degli investimenti nel settore petrolifero diminuirà d'intensità e le prospettive per i consumi e gli immobili rimangono relativamente buone. Continuiamo a ritenere che una forte flessione dell'economia americana sia improbabile quest'anno e in effetti prevediamo un notevole rimbalzo della crescita del PIL nel 2° e 3° trimestre.

PIL STATUNITENSE IN TERMINI REALI E SUE COMPONENTI: TASSO DI CRESCITA TRIMESTRE SU TRIMESTRE ANNUALIZZATO

	Ponderazioni	2T 2015	3T 2015	4T 2015	1T 2016
Consumi personali	68.4%	+3.6%	+3.0%	+2.4%	+1.9%
Investimenti residenziali	3.4%	+9.3%	+8.2%	+10.1%	+14.8%
Investimenti non residenziali	12.7%	+4.1%	+2.6%	-2.1%	-5.9%
Spesa pubblica	17.8%	+2.6%	+1.8%	+0.1%	+1.2%
<b>Domanda interna finale</b>	<b>102.3%</b>	<b>+3.7%</b>	<b>+2.9%</b>	<b>+1.7%</b>	<b>+1.2%</b>
Esportazioni	12.6%	+5.1%	+0.7%	-2.0%	-2.6%
<b>Domanda finale</b>	<b>114.9%</b>	<b>+3.8%</b>	<b>+2.7%</b>	<b>+1.3%</b>	<b>+0.8%</b>
Accumulazione scorte (contribuzione)	0.6%	+0.0%	-0.7%	-0.2%	-0.3%
meno Importazioni	15.5%	+3.0%	+2.3%	-0.7%	-0.2%
<b>PIL</b>	<b>100%</b>	<b>+3.9%</b>	<b>+2.0%</b>	<b>+1.4%</b>	<b>+0.5%</b>

Fonte: Pictet WM - AA&MR, BEA

stre. Ciononostante, rivediamo la nostra previsione sulla crescita media per il 2016 dal 2,0% all'1,8%, un livello ancora buono e in linea con l'attuale potenziale di crescita dell'economia (1,75%).

---

**Sulla base degli indicatori anticipatori, manteniamo la nostra previsione superiore al consenso di una crescita dell'1,8% per l'eurozona nel 2016**

---

La dichiarazione del FOMC del 27 aprile ha lasciato aperta la porta per un potenziale rialzo dei tassi a giugno, ma senza grande convinzione. Il flusso dei dati economici difficilmente migliorerà in modo decisivo prima della riunione di giugno e il referendum sulla Brexit si terrà il 23, solo una settimana dopo. Lo scenario più probabile ci sembra ora quello di un solo aumento a settembre 2016 e tre altri aumenti da 25 pb nel 2017.

**L'inflazione dell'eurozona dovrebbe aumentare solo verso la fine di quest'anno**

Il PIL in termini reali dell'eurozona ha registrato una decisa accelerazione del 1° trimestre (+0,6% trimestre su trimestre, dopo il +0,3% nel 4° trimestre), sovraperformando rispetto alla maggior parte dei paesi sviluppati. Questa forte resilienza nonostante la difficile situazione globale è stata ancora una volta il risultato di una forte domanda interna, il principale motore della crescita da oltre due anni. Per il futuro, i consumi delle famiglie dovrebbero continuare ad avere il supporto dei continui miglioramenti delle condizioni del mercato del lavoro. Cosa importante, la spesa per investimenti è finalmente aumentata dopo la fine dello scorso anno, con il miglioramento delle prospettive grazie al supporto della BCE. Nel 1° trimestre, il credito bancario al settore privato è cresciuto al suo tasso più elevato dal 2009 e l'ultimo Bank Lending Survey della BCE indica un ulteriore miglioramento futuro nonostante gli effetti avversi dei tassi negativi sulla redditività delle banche. Sebbene i rischi di ribasso a breve termine non siano scomparsi, non da ultimo a causa della debolezza della crescita globale e dell'incertezza politica in Europa, abbiamo mantenuto la nostra previsione superiore al consenso di una crescita del PIL dell'eurozona al +1,8% nel 2016.

Nel contempo, l'inflazione è tornata in territorio negativo, al -0,2% in aprile, ma la BCE difficilmente interverrà in modo più aggressivo, per vari motivi. Primo, dopo le necessarie rettifiche della volatilità dei dati IAPC dovuta al periodo pasquale, l'inflazione di base sta seguendo una leggera tendenza rialzista da oltre un anno (fino all'1% secondo le nostre stime). Secondo, le previsioni dello staff della BCE sono state

riviste molto al ribasso a marzo ed ora appaiono conservative per la prima volta da anni. Terzo, il rialzo del prezzo del petrolio dovrebbe più che compensare l'apprezzamento della moneta fino quando gli effetti di base non si faranno sentire più avanti quest'anno.

In sintesi, gli indicatori economici e dei prezzi hanno il segno giusto, rafforzando il messaggio della BCE che le misure di stimolo stanno funzionando. Servirà comunque più tempo, come ha chiarito Mario Draghi. Nei prossimi mesi prevediamo che la BCE si focalizzerà sull'attuazione del suo pacchetto di stimolo di marzo, comprese le TLTRO II e gli acquisti di obbligazioni societarie nel 2° trimestre.

**L'economia cinese si stabilizza**

I dati dalla Cina del mese scorso confermano la possibilità di evitare un «hard landing», almeno nel breve periodo, e lasciano persino intravedere una sorpresa positiva per la stima della crescita del PIL reale nel 2016 (6,5%). Il PIL in termini reali è aumentato del 6,7% anno su anno nel primo trimestre, poco meno del 6,8% nell'ultimo trimestre 2015. L'indice ufficiale PMI manifatturiero è peggiorato leggermente a 50,1 ad aprile rispetto a 50,2 a marzo, pur rimanendo in territorio di espansione, analogamente all'indice PMI non manifatturiero (servizi e costruzioni), sceso a 53,5 ad aprile rispetto a 53,8 a marzo. Mentre il settore dei servizi continua a crescere in modo sostenuto, il rallentamento del settore manifatturiero ha perso di intensità.

Nel contempo, le autorità sono riuscite a stabilizzare il renminbi, che si è addirittura apprezzato lievemente rispetto al dollaro USA, anche se aiutato dalla recente debolezza del dollaro nei confronti delle principali monete causata dalla crescente prudenza della Fed. Di conseguenza, i flussi di capitale in uscita dalla Cina sono diminuiti, pur rimanendo elevati. Un altro elemento positivo per le aspettative sulla Cina è il recente miglioramento dei risultati societari.

L'ammontare dell'indebitamento dell'economia rimane comunque preoccupante. Il *total social financing* (l'ammontare complessivo dei prestiti all'economia) è balzato a CNY 2,3 trilioni a marzo da CNY 780 miliardi a febbraio, meno del massimo di CNY 3,4 trilioni di gennaio ma sempre eccessivo. Anche l'attività nel settore scarsamente controllato dello *shadow banking* si è intensificata. La rapida espansione del credito per finanziare gli investimenti infrastrutturali accentuerà gli squilibri dell'economia. La stabilizzazione della crescita dell'economia è stata peraltro ottenuta in parte con il rilancio del settore immobiliare. I profondi problemi strutturali della Cina sono tutt'altro che risolti, ma le buone notizie danno un momento di tregua ai mercati.

## Le azioni europee hanno ancora un modesto potenziale, ma le valutazioni sono elevate

Le dislocazioni dei mercati e i picchi di volatilità in varie classi di attività continuano a creare opportunità per l'approccio tattico da noi preferito in questo momento. Il nostro attuale posizionamento tattico è determinato prevalentemente dall'ulteriore limitato potenziale delle azioni europee e dai dubbi riguardo ai titoli di Stato rifugio alla luce dei dati sulla crescita e l'inflazione che stanno puntando al rialzo.

*Christophe Donay, Jacques Henry, Luc Luyet e Alexandre Tavazzi*


### MERCATI FINANZIARI

Performance in % degli indici finanziari in moneta locale. Dati al 29.04.2016

	Indice	Dal 31.12.2015	Mese precedente
Azioni statunitensi*	USD S&P 500	1.7%	0.4%
Azioni europee*	EUR STOXX Europe 600	-5.3%	1.9%
Azioni mercati emergenti*	USD MSCI Emerging Markets	6.4%	0.6%
US Treasury*	USD ML Treasury Master	3.2%	-0.1%
Obbligazioni societarie <i>investment grade</i> statunitensi*	USD ML Corp Master	5.3%	1.3%
Obbligazioni societarie <i>high yield</i> statunitensi*	USD ML US High Yield Master II	7.3%	4.0%
Hedge fund	USD Credit Suisse Tremont Index global**	-2.2%	0.3%
Commodity	USD Reuters Commodities Index	4.8%	8.3%
Oro	USD Oro oncia troy	21.6%	4.7%

Fonte: Pictet WM - AA&MR, Datastream, Bloomberg

\* Dividendi/cedole reinvestiti \*\* fine marzo 2016

 *Le prospettive per le banche europee sono migliorate ad aprile anche a seguito dei recenti annunci di politica monetaria da parte della BCE e alla diminuzione della volatilità di mercato. L'inazione della Bank of Japan di fronte alla forza dello yen ha messo alla prova la pazienza degli investitori.*

### Le obbligazioni e le azioni in euro hanno ancora potenziale

Il recente rialzo dei tassi di rendimento obbligazionari dimostrano che gli investitori credono che l'economia e i mercati finanziari abbiano trovato un assestamento. L'aumento dei tassi di rendimento è comunque modesto, soprattutto nel confronto con il rimbalzo del prezzo del petrolio dopo il minimo ciclico intorno a 30 dollari per barile a gennaio. Nonostante qualche spunto al rialzo dell'inflazione di base, il mercato non sconta ancora ulteriori aumenti dei tassi d'interesse. Di conseguenza, secondo i nostri calcoli i rendimenti dei benchmark obbligazionari decennali potrebbero chiudere l'anno con segno negativo.

Il miglioramento della fiducia è individuabile anche nella restrizione degli spread delle obbligazioni societarie. I mercati obbligazionari europei sono stati indubbiamente aiutati dalla Banca centrale europea

(BCE), in particolare dall'annuncio dell'acquisto di obbligazioni societarie in una ampia gamma di settori. Vi sono quindi molti motivi per rimanere positivi sulle obbligazioni europee, almeno a breve termine. Gli spread dei titoli *high yield* americani si sono allargati considerevolmente all'inizio di quest'anno a causa delle apparentemente pessime prospettive dei settori dell'energia e minerario. Gli spread sono poi tornati a restringersi, ma le obbligazioni statunitensi non *investment grade* continuano ad essere interessanti in un contesto caratterizzato da una crescita modesta e costante unitamente a una bassa inflazione e ad un tasso di default contenuto.

Gli utili del 1° trimestre su entrambe le sponde dell'Atlantico hanno fornito diverse sorprese positive nonostante le previsioni generalmente fiacche, anche se la dinamica degli utili è rimasta modesta in settori come la tecnologia e le vendite al dettaglio. Riteniamo che il picco del rimbalzo azionario sia ormai vicino, ma che gli indici azionari europei in generale abbiano ancora il potenziale per ottenere ulteriori modesti aumenti favoriti dal forte supporto della BCE per il settore bancario. Grazie alle banche, le aspettative sugli utili per le azioni

europee sono migliorate notevolmente, e anche i titoli dell'energia giocano un modesto ruolo per un ulteriore rialzo degli indici azionari europei. Le azioni europee trattano però attualmente con un rapporto prezzo utili prospettico di oltre 15x, molto al di sopra della media storica di 13x. Anche il rapporto prezzo/utili prospettivo delle azioni statunitensi è sopra la media storica. In assenza di un significativo cambiamento dei fondamentali economici, difficilmente gli indici azionari europei esprimeranno un rimbalzo significativo. Confermando il nostro posizionamento tattico, riteniamo che i rischi associati alla «Brexit» siano già ampiamente scontati nel valore della sterlina, ma rimaniamo abbastanza neutrali sulle azioni britanniche in attesa del referendum il 23 giugno.

### Le azioni europee riusciranno a recuperare?

L'adozione di tassi d'interesse negativi in Europa e in Giappone ha penalizzato il settore bancario e i mercati azionari nelle due regioni. Dopo i dettagli sul programma di acquisto di obbligazioni da parte della BCE forniti da Mario Draghi, gli annunci di politica monetaria della BCE del 10 marzo risultano più favorevoli per il settore finanziario di quanto inizialmente pensato. Il conseguente miglioramento del mercato obbligazionario ha consentito alle azioni bancarie europee di recuperare dopo il 10 marzo. Le valutazioni bancarie sono aumentate da un rapporto prezzo/valore di libro (P/BV) di 0,6x a febbraio a 0,71x a fine aprile. La ripresa delle quotazioni delle banche europee dopo il 10 marzo ha consentito allo Stoxx Europe 600 di sovraperformare rispetto allo S&P 500 in termini di moneta locale nello stesso periodo. Il divario delle

performance da inizio anno dei due indici si è pertanto contratto dal 3,8% a inizio aprile all'1,8% a fine mese. Questo gap potrebbe potenzialmente chiudersi ancora di più, dato che il rapporto medio prezzo/valore di libro (P/BV) delle banche europee da giugno 2012 è pari a 0,85, implicando un limitato potenziale di ulteriore aumento dei multipli.

Nonostante l'aggiustamento al rialzo delle valutazioni, la situazione complessiva del mercato azionario ci sembra invariata. I mercati sono saliti senza un corrispondente aumento delle previsioni sugli utili, ma le valutazioni sono vicine ai loro precedenti massimi rispettivamente di 17,9x, 15,9x e 12,9x per lo S&P 500, lo Stoxx Europe 600 e il TOPIX. Confermiamo pertanto il nostro posizionamento tattico, poiché le valutazioni elevate dovrebbero limitare ulteriori guadagni potenziali.

#### **Diminuzione della volatilità azionaria, rimbalzo delle commodity**

Dopo avere raggiunto livelli elevati, la volatilità azionaria implicita ha iniziato a diminuire ad aprile in Europa, scendendo dal 23% al 20% e avvicinandosi ai livelli statunitensi del 15%. Questo si è tradotto in un rimbalzo delle azioni europee. Lo Stoxx Europe 600 ha guadagnato l'1,9% ad aprile. Il range dei rendimenti per gli altri mercati azionari è stato contenuto, dal -0,5% per l'indice TOPIX giapponese al +1% per l'indice MSCI Emerging Markets (in dollari USA). La correlazione dei rendimenti tra azioni e obbligazioni è tuttora negativa. I tassi d'interesse negativi sui JGB a 10 anni hanno continuato a spingere gli investitori in obbligazioni verso le scadenze più lunghe. I trentennali giapponesi hanno guadagnato il 5,3% ad aprile, e un totale del 26,4% nei primi quattro

mesi del 2016. La migliore classe di attività ad aprile, con un rialzo di quasi il 10%, è stata quella delle commodity, grazie al balzo del 19% del prezzo del petrolio. Il prezzo dell'oro ha registrato una ulteriore progressione del 4,7% ad aprile.

#### **La BoJ delude i mercati**

Il 28 aprile, la Bank of Japan ha lasciato la sua politica monetaria invariata. Ciò è stato motivo di grande disappunto per gli investitori esteri, che avevano interrotto le massicce vendite di azioni giapponesi in vista della riunione di politica monetaria della BoJ. Lo yen si è rafforzato ulteriormente dopo tale riunione, raggiungendo quota 108 per un dollaro USA il 29 aprile, rispetto a 121 in media nel 2015. Il forte apprezzamento dello yen ha iniziato a influire negativamente sugli utili societari, che vengono costantemente rivisti al ribasso da settembre 2015. Le attuali aspettative di una crescita degli utili del 16,3% per l'esercizio fiscale in chiusura a fine marzo 2017 appaiono improbabili senza il supporto di uno yen più debole. Anche i dati macroeconomici sono privi di smalto. L'inflazione complessiva è tornata allo 0%, dimostrando che le pressioni deflazionistiche permangono e che la crescita del PIL in termini reali annuale è inferiore all'1%, rendendo l'obiettivo del PIL delle autorità giapponesi per il 2020 difficile da raggiungere, soprattutto se si considera che le riforme strutturali a lungo termine devono ancora essere concretizzate. Nonostante le valutazioni relativamente basse rispetto agli altri mercati azionari sviluppati, l'indice TOPIX giapponese non riesce a recuperare e rimane a -16% rispetto al suo picco di novembre 2015.

#### **Le banche centrali non intervengono**

Negli ultimi mesi, le principali banche centrali non sono intervenute. Dopo l'importante iniziativa di stimolo annunciata il 10 marzo, la BCE ha fatto sapere che un ulteriore allentamento sarebbe stato improbabile nei prossimi mesi. Nel contempo, la Fed si è spostata su una posizione di estrema prudenza, riducendo le probabilità di un imminente aumento dei tassi. La Bank of Japan ha deciso di mantenere la sua politica monetaria invariata nonostante il recente apprezzamento dello yen, rinviando nuovamente più avanti nel tempo il conseguimento del suo obiettivo d'inflazione del 2%. Una conseguenza è stata che la divergenza delle politiche monetarie si è fermata, almeno temporaneamente. Considerato l'attuale contesto di propensione per il rischio, le monete con tassi d'interesse elevati sono particolarmente svantaggiate. Servirà un miglioramento dei dati statunitensi nei prossimi mesi per convincere la Fed a tornare a guardare in primo luogo alle condizioni dell'economia interna nella determinazione della sua politica monetaria.

#### **Doha non aiuta il riequilibrio**

Il fallito tentativo di trovare un accordo su un taglio della produzione tra i paesi membri dell'OPEC e la Russia nella riunione di Doha a inizio aprile conferma che non bisogna aspettarsi molto all'OPEC per quanto riguarda la riduzione dell'offerta di petrolio. Nel contempo, la resilienza del mercato del petrolio fa capire che tale aspetto non è molto importante. La cosa che conta veramente è la forza della domanda, che è stata supportata dal miglioramento della propensione per il rischio, dal calo della produzione non OPEC e dai potenziali cali di produzione non pianificati per i produttori di petrolio.

### Il dollaro più debole aiuta le monete dei mercati emergenti

La persistente perdita di vigore del dollaro USA ha caratterizzato i mercati dalla fine dello scorso anno. Questa debolezza, attribuita alle minori aspettative di un aumento dei tassi d'interesse statunitensi, ha contribuito al ritorno della propensione per il rischio, dando contemporaneamente slancio alle monete dei mercati emergenti. Secondo alcuni, nell'ultima riunione del G20 a Shanghai a febbraio i leader mondiali hanno concordato di astenersi da guerre valutarie, in modo da stabilizzare i mercati finanziari. Ciononostante, la flessione del dollaro complica gli sforzi per la ripresa delle economie europea e giapponese.

**-8,3%**

A parte un momento di respiro durante le perturbazioni dei mercati all'inizio di quest'anno, **il dollaro ha registrato una flessione dell'8,3% contro l'euro tra la fine di novembre e l'inizio di maggio, dopo che i dati economici contrastati hanno indotto la Fed a essere più prudente riguardo al ritmo e all'entità della normalizzazione della politica monetaria.** Dall'inizio di quest'anno, il dollaro USA ha perso terreno anche nei confronti delle monete di alcuni paesi produttori di commodity, compreso il Canada.

**+15,4%**

Con il Brasile alle prese con la recessione e la crisi politica, il real brasiliano si è deprezzato costantemente contro le altre principali monete di trading per gran parte del 2015. **Ma i problemi valutari sembrano avere raggiunto il loro culmine in autunno, con il real che ha guadagnato il 15,4% contro il dollaro USA da fine settembre a fine aprile e il 12,5% contro euro.** A spiegare questo rialzo sono tassi d'interesse tra i più alti tra le maggiori economie, percezioni che la crisi politica sta per trovare uno sbocco e un rimbalzo dei prezzi delle commodity.

**18,1%**

Come il Brasile, il Sud Africa ha risentito del calo dei prezzi delle commodity nel 2015 e la governance politica presenta seri problemi. Un inspiegato rimpasto di governo da parte del presidente Jacob Zuma a dicembre e la sua capacità di superare un voto di impeachment ad aprile ha messo brevemente sotto pressione il rand. Ma questi fattori sono stati più che compensati dalla debolezza del dollaro USA e dal miglioramento delle aspettative globali (nonché dal rialzo dei prezzi delle commodity). **Il rand ha guadagnato il 18,1% contro dollaro USA tra il 19 gennaio e la fine di aprile.**

**-10,7%**

Un declino dell'attività manifatturiera ad aprile per la prima volta da tre anni ha aumentato la pressione sulla sterlina, che ha perso terreno con l'avvicinarsi del referendum sulla Brexit. La crescente fiducia sul fatto che il Regno Unito rimanga nell'UE ha alimentato un rimbalzo della sterlina ad aprile, ma **una serie di dati economici deludenti, in parte ascrivibili alle incertezze sul referendum, continuano a gettare un'ombra sulla sterlina.** Nel complesso, la sterlina ha perso il 10,7% contro euro tra il 23 novembre e il 2 maggio.



**+9,9%**

Il 3 maggio l'euro ha raggiunto un massimo da nove mesi di 1,16 contro dollaro. Anche l'euro *trade weighted* ha guadagnato terreno, con un rialzo del 9,9% nei confronti di un paniere di 38 monete tra metà aprile 2015 e l'inizio di maggio. Alla prudenza della Fed sui tempi degli ulteriori aumenti dei tassi d'interesse si devono aggiungere i segnali di ripresa infine dell'economia dell'eurozona. In effetti, la crescita del PIL nel 1° trimestre nell'eurozona (0,6% trimestre su trimestre) è stata migliore di quella degli Stati Uniti.

**Il rally dell'euro è comunque una contraddizione rispetto alla serie di ingenti pacchetti di allentamento monetario della BCE, compresa una espansione ed estensione del suo programma di acquisto di obbligazioni.**

**-3,1%**

Lo scorso agosto, la People's Bank of China (PBoC) ha rivisto la sua politica sul tasso di cambio, provocando un forte calo del renminbi offshore. La moneta ha sofferto ancora di più per l'intensificarsi dei dubbi sullo stato dell'economia cinese e della fuga dei capitali. A gennaio però la PBoC ha colto gli speculatori valutari di sorpresa riducendo la liquidità del renminbi offshore. Anche i segnali di stabilizzazione dell'economia cinese hanno ridotto le attese le autorità cinesi cercheranno di tornare verso un ulteriore deprezzamento del renminbi, almeno per il momento. **Il renminbi ha perso il 3,1% contro dollaro USA da fine agosto 2015 a fine gennaio 2016, per poi guadagnare l'1,5% fino al 2 maggio.**

**12,9%**

**Nonostante l'annuncio da parte della Bank of Japan (BoJ) di tassi d'interesse negativi sui depositi a gennaio, lo yen si è rafforzato rispetto al dollaro USA, apprezzandosi del 12,9% nei primi quattro mesi del 2016. Il persistente orientamento accomodante della Fed ha indebolito il dollaro con un effetto che è stato più importante dei migliori sforzi della BoJ. Quest'ultima sembra avere esaurito le proprie cartucce per sostenere l'inflazione e la crescita. La decisione della BoJ a fine aprile di non modificare la sua politica di tassi d'interesse negativi o di estendere il suo allentamento monetario ha prodotto un ulteriore rialzo dello yen.**

**8,1%**

Con la perdita di attrattività dei mercati emergenti, la lira turca è stata considerata una delle monete dei mercati emergenti più vulnerabili a causa del persistente deficit delle partite correnti, dell'inflazione elevata, delle politiche monetarie complesse e non ortodosse, del deterioramento della situazione politica interna e della tensione nello scenario geopolitico. Più recentemente, **le politiche monetarie negli Stati Uniti e in Europa hanno comunque contribuito ad aumentare la liquidità a livello globale e far ritornare la propensione per il rischio negli investitori, innescando un rally delle monete dei mercati emergenti, lira turca compresa.** Grazie anche alla crescita migliore alle attese, la lira turca ha guadagnato l'8,1% nei confronti del dollaro USA tra il 21 gennaio e il 2 maggio, rimanendo comunque al di sotto dei livelli di un anno fa.

### Un altro mese favorevole per le attività rischiose

Guidate dalle banche, le azioni europee hanno superato le loro rivali. Anche le obbligazioni societarie hanno prodotto ottimi rendimenti ad aprile. Il mese è stato inoltre caratterizzato da un rimbalzo del debito dei mercati emergenti.

#### Azioni

##### Il rimbalzo si diffonde

*Un maggior numero di settori in ripresa*

Ad aprile l'indice MSCI World ha guadagnato l'1,6% (in USD) grazie anche all'ottimo andamento dei settori dei materiali e collegati all'energia. Gli indici MSCI Latam ed Eastern Europe sono saliti rispettivamente del 6,0% e del 3,6% (in USD), accumulando da inizio anno il 26,4% e il 19,0%. La vera novità è stata il rimbalzo del settore bancario, in particolare in Europa. I dettagli del nuovo programma di acquisto di obbligazioni da parte della BCE hanno fatto diminuire gli spread delle emissioni bancarie. L'irripidimento della curva dei rendimenti negli Stati Uniti e in Europa ha consentito alle azioni bancarie di esprimere un rally (+8% negli Stati Uniti e in Europa). L'indice Stoxx Europe 600 ha beneficiato in modo particolare di questo rimbalzo, guadagnando l'1,9% ad aprile. In USD, la performance 2016 dell'indice europeo è ancora inferiore a quella dello S&P 500 (-0,1% rispetto a +1,7%). Il Giappone rimane in terreno negativo, con il Topix che ha ottenuto un rendimento del -1,6% da inizio 2016, per effetto della forza dello yen che comprime la crescita degli utili.

Il previsto incremento della redditività nel settore dell'energia e delle commodity deve ancora verificarsi, ma gli analisti hanno iniziato a rivedere al rialzo le loro aspettative sugli utili delle banche europee, ipotizzando una crescita del rapporto utile per azione (EPS) del 3,4% per il mercato nel suo complesso nel 2016. Il tasso di crescita degli utili previsto per Stati Uniti e Giappone è rispettivamente dello 0,7% e del 17,6%. Con un rapporto prezzo/utile (P/E) di 17,9x per lo S&P 500, 15,9x per lo Stoxx 600 e 12,9x per il TOPIX a fine aprile, le valutazioni rimangono elevate rispetto alla media a 15 anni.

#### Obbligazioni

##### Rialzo dei tassi dei titoli di Stato dei mercati sviluppati

*I tassi di rendimento dei titoli di Stato sono saliti ad aprile a causa del rialzo del prezzo del petrolio e del ritorno della propensione per il rischio.*

A aprile i tassi di rendimento dei titoli di Stato sono aumentati, con l'eccezione notevole del Giappone. Il tasso dei Bund decennali è aumentato di 12 pb per raggiungere lo 0,27% a fine aprile, e gli US Treasury decennali di 6 pb all'1,83%. Anche gli spread dei paesi periferici dell'eurozona si sono allargati, di 15 pb nel caso dell'Italia e di 4 pb nel caso della Spagna. Questo movimento rialzista dei tassi di rendimento è dovuto a diversi sviluppi positivi. Primo, il prezzo del petrolio ha espresso un rally del 20%, chiudendo il mese sopra 45 dollari per barile. Secondo, l'indice *broad* del dollaro USA è rimasto stabile nel corso del mese. Terzo, le azioni e i mercati obbligazionari hanno registrato un buon rialzo grazie al ritorno della propensione per il rischio. Ovviamente i segnali accomodanti da parte della BCE e della Fed hanno favorito questo movimento.

Il tasso di breakeven a 10 anni sull'inflazione a 10 anni è aumentato significativamente, in parallelo con il prezzo del petrolio, all'1,72%. L'atteggiamento prudente della Fed ha comunque sorpreso i mercati e fatto nuovamente diminuire le previsioni di aumenti dei tassi negli Stati Uniti, compensando il movimento al rialzo dei tassi di breakeven. Il tasso degli US Treasury a 10 anni probabilmente non supererà il 2% fintanto che la Fed non segnalerà di essere pronta ad alzare nuovamente i tassi.

In questo contesto, il debito sovrano dei mercati emergenti ha espresso un rendimento dell'1,9% in dollari (cedola compresa) per il JP Morgan Emerging Market Bond Index Global e dell'1,7% in moneta locale.

#### Obbligazioni societarie

##### Le obbligazioni societarie statunitensi sovraperformano rispetto a quelle europee

*L'high yield (HY) statunitense ha beneficiato in larga misura del rialzo del prezzo del petrolio ad aprile. Le nuove decisioni BCE hanno aiutato l'HY europeo.*

Sia l'investment grade (IG) che l'high yield (HY) hanno espresso un rally ad aprile. L'indice Bank of America Merrill Lynch (BofAML) US HY ha guadagnato il 4%, con tassi che hanno raggiunto il 7,8% grazie al rialzo del prezzo del petrolio. Nell'indice HY, i settori dell'energia e quello dei metalli/minerario hanno sovraperformato, con rendimenti (cedola compresa) rispettivamente del 12,6% dell'11,3%. La performance del BofAML US IG (+1,4%) ha avuto una base settoriale più diffusa.

In Europa, i chiarimenti forniti dalla BCE sull'acquisto di obbligazioni societarie hanno avuto un ruolo cruciale per la performance delle obbligazioni. Tre elementi di questo programma sono degni di nota. Primo, le società di assicurazioni e le affiliate bancarie di holding non bancarie (ad es. le società di finanziamento partecipate da case automobilistiche) saranno ammissibili. Secondo, la BCE può acquistare obbligazioni emesse da affiliate basate nell'eurozona con holding estere. Terzo, anche le obbligazioni con rating *investment grade* secondo almeno una agenzia saranno incluse nel programma, e pertanto alcune obbligazioni HY saranno ammissibili.

I tassi dell'indice BofAML euro IG bond sono pertanto scesi all'1% per la prima volta in un anno. L'indice BofAML euro HY ha guadagnato il 2%, con un rendimento discesa di 39 pb al 4,76%.

Il migliore slancio dell'HY statunitense rispetto a quello europeo potrebbe invertirsi nel 2° semestre con gli acquisti della BCE e l'aumento dei tassi della Fed.

## Hedge fund

### Merger spread o credit spread?

*I gestori event driven multistrategia continuano a preferire la strategia merger arbitrage rispetto alle strategie «credit based» nonostante i recenti sviluppi di mercato.*

I gestori multistrategia event driven continuano a considerare il merger arbitrage come una ottima opportunità per la generazione di alfa. Ciò è dimostrato chiaramente dal costante incremento della loro esposizione verso questa strategia negli ultimi mesi. I livelli attrattivi degli spread e le società desiderose di impiegare ingenti importi di liquidità sono però messi in ombra dai recenti fallimenti di trattative come quella per la fusione Allergan/Pfizer, dal calo dei volumi delle transazioni di M/A nel 1° trimestre 2016 e dal peggioramento della fiducia dei manager aziendali.

Per contro, l'esposizione verso le strategie credit based è diminuita negli ultimi due anni, con i gestori che hanno tratto vantaggio del recente rimbalzo del prezzo del petrolio e dell'atteggiamento accomodante della Fed per uscire dalle posizioni. L'estensione del programma di acquisto di titoli da parte della BCE alle obbligazioni societarie nell'eurozona è stato un altro elemento di supporto. Ma le opportunità nell'area distressed rimangono per il momento scarse. La maggior parte delle società ha ancora la capacità di rifinanziarsi, come testimonia l'elevato livello delle nuove emissioni. I livelli crescenti dei default e dei downgrade dei rating creditizi indicano che il rimbalzo potrebbe essere basato più su fattori tecnici, poichè maggiori tensioni sono probabili nonostante un rallentamento nel ritmo previsto per gli aumenti dei tassi d'interesse da parte della Fed.

## Metalli preziosi

### L'argento in evidenza

*L'argento viene solitamente considerato nei mercati finanziari come un surrogato dell'oro («high-beta gold») o «l'oro dei poveri». Il recente rialzo dei prezzi dell'argento non è pertanto sorprendente se si considera la notevole performance dell'oro.*

Aprile è stato un buon mese per l'oro, con un rialzo del 4,9% dei prezzi in dollari USA per oncia. Ma è stato un mese eccezionale per l'argento, che ha messo a segno un rendimento di quasi il 15,6%.

L'argento tende ad avere una forte correlazione con l'oro (la media mobile a 12 mesi della correlazione dal 1980 è pari a 0,70) ed è pertanto logico che entrambe le performance puntino nella stessa direzione. Guardando alla domanda, la domanda industriale è un fattore di differenziazione chiave tra questi due metalli. La domanda industriale rappresenta meno del 10% della domanda totale di oro, ma più del 50% della domanda totale di argento. Di conseguenza, i prezzi più elevati per i metalli industriali tendono a favorire l'argento rispetto all'oro. Questo è il motivo per cui l'argento viene spesso considerato come un metallo ibrido, in parte prezioso e in parte industriale.

La recente sovraperformance dell'argento probabilmente riflette pertanto il recente miglioramento delle prospettive per la domanda industriale, grazie in parte alla stabilizzazione in Cina. Il crescente indebitamento cinese determinerà comunque il permanere di una diffidenza riguardo alle misure di politica economica che hanno sostenuto la domanda cinese.

## Cambi

### La BoJ non cambia politica monetaria

*Pur avendo rivisto al ribasso le prospettive sulla crescita e l'inflazione e rinviato nel tempo il conseguimento del suo obiettivo d'inflazione del 2%, la BoJ non ha modificato la sua politica monetaria ad aprile.*

Il 28 aprile la BoJ ha deciso di lasciare invariata la sua politica monetaria, pur rivedendo al ribasso le previsioni per la crescita (-0,9% in totale dall'esercizio fiscale 2015 al 2017) e per l'inflazione. Anche se la variazione nelle previsioni per l'esercizio fiscale 2017 è stata minima (1,7% rispetto all'1,8% di gennaio), la data prevista per il raggiungimento dell'obiettivo d'inflazione del 2% è stata spostata più avanti nel 2017.

Il mantenimento dello status quo è stato sorprendente, soprattutto se si considera il recente aumento di valore dello yen e i crescenti timori sul fatto che la BoJ abbia esaurito le cartucce per fare risalire l'inflazione.

I mercati valutari hanno naturalmente reagito con un apprezzamento dello yen. Se si aggiungono i negoziati salariali probabilmente deludenti, le possibilità per la BoJ di raggiungere il suo obiettivo d'inflazione nell'anno fiscale 2017 appaiono molto limitate senza un ulteriore allentamento monetario. Inoltre, probabilmente serviranno anche misure di bilancio. Il secondo aumento della sales tax in programma per aprile 2017 dovrebbe influire negativamente sulla crescita.

### Obbligazioni: protezione o rendimento, cosa scegliere?

Mentre i titoli di Stato rifugio dovrebbero continuare a svolgere il loro ruolo di protezione dei portafogli, le ultime misure della BCE daranno slancio alle obbligazioni societarie europee e anche le obbligazioni dei mercati emergenti in moneta forte hanno il potenziale per generare buoni rendimenti senza esporre gli investitori a un rischio di cambio diretto.

Lauréline Chatelain, Junior Strategist, Asset Allocation & Macro Research, Pictet Wealth Management

**📌** Storicamente, la combinazione di azioni e obbligazioni in un portafoglio bilanciato ha prodotto un miglioramento in termini di rischio (il cosiddetto effetto di diversificazione) e in termini di performance in caso di discesa dei tassi a lungo termine. Dato che i titoli di Stato rifugio (US Treasury e Bund) sono spesso correlati negativamente con le azioni durante i periodi di turbolenza dei mercati, un portafoglio bilanciato riduce la volatilità della performance. In buona sostanza, le obbligazioni assolvono due ruoli essenziali: come le azioni, sono concepite per generare un rendimento positivo, ma servono anche a proteggere gli investitori contro gli choc dei mercati e i rischi sistemici.

#### Il ruolo di protezione dei titoli di Stato rifugio

L'attrattività dei tassi dei titoli di Stato rifugio è andata progressivamente diminuendo negli ultimi tempi, con gli US Treasury a 10 anni ad appena l'1,80% a fine aprile e i Bund tedeschi a 10 anni sotto lo 0,30%. Questi titoli di Stato mantengono comunque il loro ruolo di protezione, poiché durante i

periodi di tensione finanziaria gli investitori corrono ad acquistarli e il rialzo dei loro prezzi determina buone performance positive. Da luglio 2007, i mercati azionari sono passati attraverso 20 periodi di turbolenze di varia durata, e in 16 di questi gli US Treasury hanno registrato rendimenti positivi. Dal 1° dicembre 2015 all'11 febbraio 2016, un periodo durante il quale lo S&P 500 ha perso il 12,6%, gli US Treasury decennali hanno guadagnato il 4,9%. I titoli di Stato rifugio possono tuttavia registrare rendimenti negativi contemporaneamente alle azioni, come è avvenuto recentemente nel cosiddetto «taper tantrum», quando la prospettiva dell'adozione da parte della Fed di un orientamento meno accomodante ha portato lo S&P 500 e gli US Treasury a 10 anni a perdere rispettivamente il 5,6% e il 5,1% tra il 22 maggio e il 24 giugno 2013.

Ma non è detto che la storia debba necessariamente ripetersi. Prevediamo che la Fed continuerà a rassicurare gli investitori, procedendo con attenzione e prudenza nella stretta dei tassi, mentre il basso prezzo del petrolio e gli effetti ritardati dell'apprezzamento del dollaro USA, unitamente alla lenta crescita dei salari, dovrebbero tenere l'indice dei prezzi della spesa per consumi personali americana (Core PCE Price Index, il riferimento della Fed per l'inflazione) sotto l'obiettivo della Fed del 2% quest'anno, riducendo quindi il rischio che la Fed intervenga in ritardo (dovendo poi attuare una brusca stretta per evitare uno spunto inflazionistico). Rimangono comunque i rischi di un calo dei prezzi delle commodity e di un nuovo rallentamento della Cina, mentre eventi come il referendum sulla Brexit nel Regno Unito a giugno potrebbero creare turbolenze in

Europa. Gli US Treasury continueranno pertanto a svolgere il loro ruolo di protezione quest'anno, pur offrendo performance modeste. Con un tasso di crescita del PIL nominale statunitense al 3,24% anno su anno per il 1° trimestre 2016 e tassi d'interesse di riferimento a breve termine bassi, i tassi degli US Treasury decennali dovrebbero salire nei prossimi anni, in linea con la nostra previsione di una continua crescita del PIL nominale e di una stretta monetaria. In base alle nostre proiezioni in-house per i tassi a breve termine (cfr. la nostra pubblicazione *Orizzonte* dell'autunno 2015), gli attuali rendimenti medi annui attesi per i prossimi dieci anni per gli US Treasury e i Bund decennali sono rispettivamente l'1,5% e il -0,5%.

#### Ricerca di rendimento

Visti i tassi bassi offerti dai titoli di Stato rifugio, gli investitori sono sicuramente incentivati ad assumere maggiore rischio al fine di ottenere performance più elevate nel reddito fisso. I titoli a reddito fisso con tasso più elevato vengono acquistati da chi è disposto ad assumere rischio di credito (il rischio di default dell'emittente), come nel caso delle emissioni con rating *investment grade* e *high yield*. Un'altra possibilità è il debito dei mercati emergenti denominato in moneta locale o in moneta forte (generalmente il dollaro USA). I titoli *high yield* e il debito sovrano dei mercati emergenti attualmente offrono 400-600 punti base (pb) di sovrarendimento rispetto ai titoli di Stato rifugio (v. grafico 1).

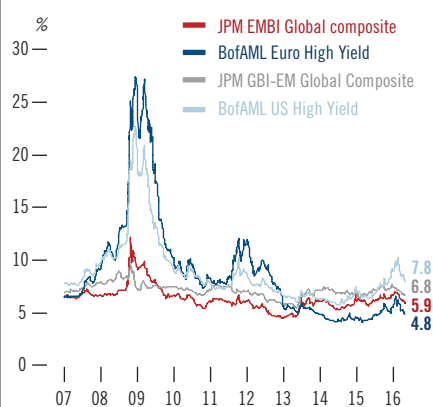
#### 1. Obbligazioni societarie in dollari USA e obbligazioni societarie in euro

Le obbligazioni societarie *investment grade* (IG) sono più sicure delle loro



Lauréline Chatelain  
Asset Allocation & Macroeconomic  
Research

GRAFICO 1: TASSI DI RENDIMENTO DEL DEBITO SOVRANO DEI MERCATI EMERGENTI E DELLE OBBLIGAZIONI SOCIETARIE HIGH YIELD (GENNAIO 2007 - APRILE 2016)



Fonte: Pictet WM - AA&MR, Datastream

equivalenti *high yield* (HY), poiché gli emittenti *investment grade* falliscono raramente. Gli indici Bank of America Merrill Lynch (BofAML) IG in dollari USA e in euro hanno entrambi ottenuto rendimenti leggermente positivi dal 1° dicembre 2015 all'11 febbraio 2016, il periodo di tensione dei mercati finanziari più recente, mentre gli indici BofAML HY in dollari USA e in euro hanno perso rispettivamente il -7,8% e il -5,6%. Le obbligazioni societarie IG offrono pertanto rendimenti più elevati rispetto ai titoli di Stato rifugio con un rischio relativamente contenuto. Dall'11 febbraio 2016, il segmento HY è però rimbalzato più dell'IG, con l'HY statunitense che ha messo a segno una performance del 13,2% e l'HY europeo il 7,4%. Il rialzo del prezzo del petrolio e l'atteggiamento accomodante della Fed spiegano questo cambiamento, che ha consentito un ritorno della propensione per il rischio favorevole sia per le azioni che per le obbligazioni societarie.

Vari fattori, in particolare la politica monetaria e i livelli dell'indebitamento societario, aiutano a spiegare la divergenza tra gli indici europei e americani e il posizionamento potenzialmente migliore dell'HY e dell'IG europeo.

### Politica monetaria

La politica monetaria accomodante della BCE è stata un catalizzatore positivo per le obbligazioni societarie europee. A marzo 2016, la BCE ha annunciato un nuovo programma di operazioni mirate di rifinanziamento a lungo termine (TLTRO II) concepito in modo da remunerare le banche affinché erogino credito. La BCE ha anche deciso di acquistare direttamente obbligazioni *investment grade* da tutte le società non bancarie nell'eurozona. Il programma di obbligazioni societarie della BCE dovrebbe favorire anche l'HY europeo, perché la banca centrale è disposta ad acquistare obbligazioni di una società a condizione che almeno una agenzia di rating le attribuisca un rating *investment grade*, anche se il rating medio è più basso. L'indice BofAML euro HY ha beneficiato della recente ripresa del settore bancario (il 22% delle obbligazioni in circolazione comprese nell'indice è emesso da banche), il che è dovuto in parte alle recenti misure della BCE.

### Ciclo del debito ed esposizione verso l'energia

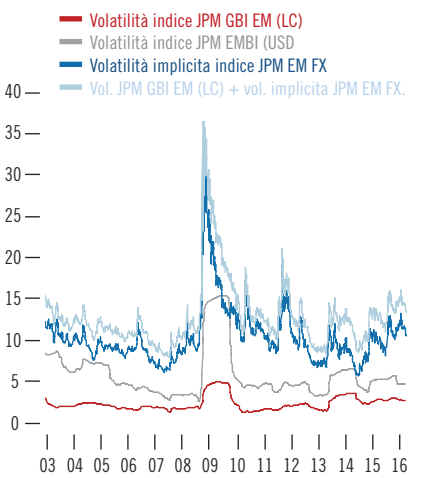
Le società americane hanno approfittato dei tassi storicamente bassi per emettere obbligazioni, accumulando un indebitamento eccessivo, in particolare tra le emittenti collegate al boom del petrolio di scisto. L'agenzia di rating Moody's prevede che il tasso di default effettivo dell'HY statunitense

aumenterà dall'attuale 4,1% a circa il 6% entro la fine di quest'anno. L'HY statunitense rimane estremamente correlato con il prezzo del petrolio, dato che il settore dell'energia rappresenta circa il 12% dell'indice BofAML US HY. Il rialzo del prezzo del petrolio spiega la sovraperformance dell'HY americano rispetto a quello europeo da febbraio. Nonostante il prezzo del petrolio superiore a 40 dollari per barile, il crescente numero dei default potrebbe accentuare i timori degli investitori e portarli a chiedere un premio per il rischio più elevato. Per contro, il tasso di default dell'HY europeo è solo del 2,7% e non dovrebbe aumentare significativamente quest'anno. A differenza degli Stati Uniti, gli upgrade dei rating continuano a essere più numerosi dei downgrade per l'HY europeo. L'indice HY europeo è anche poco esposto verso il settore dell'energia (6% del totale delle obbligazioni HY europee in circolazione) e pertanto rimane meno correlato al prezzo del petrolio.

### 2. Debito sovrano dei mercati emergenti

Il debito sovrano dei mercati emergenti, a differenza delle obbligazioni societarie, è molto sensibile ai prezzi delle commodity, al dollaro USA e all'andamento dell'economia cinese. Da metà febbraio, i prezzi del petrolio stanno rimbalzando, il dollaro USA si è deprezzato dai massimi del 2015 e la Cina ha fatto espandere il credito. Questi fattori sono favorevoli al debito sovrano dei mercati emergenti, sebbene i catalizzatori per le decisioni d'investimento riguardanti il debito emesso in moneta forte e quello in moneta locale siano leggermente diversi.

GRAFICO 2: VOLATILITÀ DEGLI INDICI DEI TITOLI DI STATO DEI MERCATI EMERGENTI IN MONETA LOCALE E IN MONETA FORTE (GENNAIO 2003 - APRILE 2016)



Fonte: Pictet WM - AA&MR, Datastream

### Esposizione paese

Vi sono importanti disparità nella composizione degli indici obbligazionari emergenti a seconda che siano denominati in dollari USA o in moneta locale. L'indice JP Morgan in moneta locale (EM-GBI Global Composite) è fortemente esposto verso l'America Latina, con il Messico e il Brasile che rappresentano il 36% del totale. I paesi sono solo 15, mentre l'indice JP Morgan in moneta forte (JPM EMBIG Global Composite) ne contiene 65. Questa diversificazione paese riduce il rischio specifico (ad esempio, l'esposizione verso la saga politica del Brasile). In pratica,

l'investimento nel debito in monetaria locale richiede una comprensione approfondita della situazione in cui si trova ciascun paese emittente. Per contro, la politica monetaria della Fed e l'inflazione americana sono fattori più importanti per il debito dei mercati emergenti in moneta forte, con i tassi delle obbligazioni dei mercati emergenti denominate in dollari USA pari alla somma del tasso dell'US Treasury e di uno spread creditizio che rappresenta la probabilità di default del paese emittente.

### Esposizione al rischio

Investire nel debito dei mercati emergenti in moneta locale è più rischioso che nel corrispondente debito in moneta forte, poiché il primo contiene un rischio di cambio. Quando si valuta l'attrattiva complessiva di una obbligazione emergente in moneta locale bisogna quindi aggiungere la volatilità del cambio alla volatilità del titolo sottostante (v. grafico 2). Lo scorso anno, ad esempio, il real brasiliano ha perso quasi il 50% contro il dollaro USA: una flessione di questa portata ha dimezzato la performance degli investitori americani che detenevano il debito brasiliano in moneta locale. Pur essendosi riprese nelle ultime settimane, le monete dei mercati emergenti potrebbero deprezzarsi nuovamente nei confronti del dollaro USA quando la Fed alzerà i tassi,

anche se a nostro avviso una simile reazione sarà probabilmente meno accentuata rispetto al 2015. Il debito dei mercati emergenti in moneta forte dovrebbe essere meno penalizzato dalla nuova forza del dollaro USA.

### Conclusioni

I titoli di Stato rifugio dovrebbero continuare a svolgere un ruolo di protezione in caso di nuove tensioni di mercato, poiché non prevediamo gravi ribassi simili al «taper tantrum». Queste obbligazioni sicure però probabilmente non esprimeranno rendimenti annui interessanti nei prossimi 10 anni, lasciando gli investitori con il problema di ricercare alternative che offrano tassi più elevati e performance migliori, come le obbligazioni societarie e il debito sovrano dei mercati emergenti. Nel segmento *high yield*, gli spread sopra il tasso risk free sono sufficientemente alti da proteggere gli investitori anche in caso di aumento dei tassi di default intorno al 5% in Europa e al 6% negli Stati Uniti (quest'ultimo dato coincide però con la previsione dei default secondo Moody's per fine 2016). Nel caso del debito sovrano dei mercati emergenti, l'assenza di rischio di cambio diretto significa che il debito in moneta forte è meno rischioso del corrispondente debito in moneta locale.

**Contributori** | Christophe Donay, Alexandre Tavazzi, Bernard Lambert, Jean-Damien Marie, Jacques Henry, Luc Luyet, Nadia Charbi, Laureline Chatelain, Frederik Ducrozet **Redazione** | Aidan Manktelow, Kalina Moore, Isidore Ryan | Redazione terminata il 3 maggio 2016 **Traduzione** | Mario Clapis **Impaginazione** | Production Multimédia Pictet **Stampa** | Stampa su carta certificata FSC

**Disclaimer** | Il presente documento non è destinato alle persone aventi cittadinanza, residenza o domicilio o alle entità registrate in un Paese o una giurisdizione in cui la sua distribuzione, pubblicazione, messa a disposizione o utilizzo sono in contrasto con norme di legge o regolamentari in vigore. Le informazioni e i dati contenuti nel presente documento sono comunicati a titolo puramente informativo, non impegnano la responsabilità del Gruppo Pictet e non costituiscono in nessun caso una offerta o una sollecitazione per l'acquisto, la vendita o la sottoscrizione di titoli o di qualsiasi altro strumento finanziario.

Inoltre, le informazioni, le opinioni e le stime qui contenute sono il frutto di un apprezzamento alla data della pubblicazione iniziale e sono suscettibili di cambiamento, senza preavviso. Il valore e il reddito dei titoli o degli strumenti finanziari menzionati nel presente documento sono basati su corsi ottenuti dalle fonti di informazioni finanziarie d'uso e possono subire fluttuazioni. Il valore borsistico può variare in funzione di cambiamenti di ordine economico, finanziario o politico, della vita residua, delle condizioni di mercato, della volatilità e della solvibilità dell'emittente o dell'emittente

di riferimento. I tassi di cambio possono inoltre influire positivamente o negativamente sul valore, sul prezzo o sul reddito dei titoli o degli investimenti ad essi relativi menzionati nel presente documento. I rendimenti del passato non devono essere considerati come una indicazione o una garanzia delle performance future, e le persone destinatarie del presente documento sono interamente responsabili dei loro eventuali investimenti. Non viene fornita alcuna garanzia esplicita o implicita in merito alle performance future.

Il contenuto del presente documento è confidenziale e può essere letto e/o utilizzato solo dalla persona alla quale è indirizzato. Il Gruppo Pictet non è responsabile dell'utilizzo, della trasmissione o dell'elaborazione dei dati contenuti nel presente documento. Di conseguenza, qualsiasi forma di riproduzione, copia, divulgazione, modifica e/o pubblicazione del contenuto è sotto la responsabilità esclusiva del destinatario del documento, a completo scarico del Gruppo Pictet. Il destinatario di questo documento si impegna a rispettare le norme di legge e regolamentari applicabili nelle giurisdizioni in cui potrebbe essere portato a utilizzare i dati riprodotti in questo documento.

Il presente documento è emesso dal Gruppo Pictet. La presente pubblicazione e il suo contenuto possono essere citati, a condizione che venga indicata la fonte. Tutti i diritti riservati. Copyright 2016.

# La previsione di crescita per l'eurozona nel 2016 uguaglia quella per gli Stati Uniti

I dati deludenti sul PIL statunitense nel primo trimestre ci portano a rivedere al ribasso la nostra previsione per la crescita americana all'1,8% nel 2016, lo stesso livello atteso per l'eurozona, dove l'attività recentemente ha dato segni di miglioramento.

I dati dei grafici e delle tabelle su questa pagina sono aggiornati al 29 aprile 2016.

## PRINCIPALI INDICATORI ECONOMICI

Stime Pictet - (consenso\*)

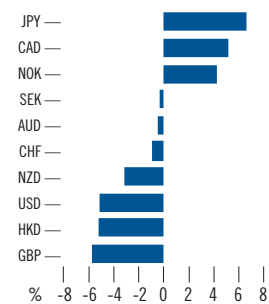
Tassi di crescita del PIL	2014	2015	2016E	2017E
Stati Uniti	2.4%	2.4%	1.8% (2.0%)	2.0% (2.4%)
Eurozona	0.9%	1.5%	1.8% (1.5%)	1.7% (1.6%)
Svizzera	1.9%	0.9%	1.1% (1.1%)	1.6% (1.5%)
Regno Unito	2.9%	2.3%	2.0% (2.0%)	2.3% (2.2%)
Giappone	-0.1%	0.5%	0.6% (0.6%)	0.5% (0.5%)
Cina	7.3%	6.9%	6.5% (6.4%)	6.2% (6.2%)
Brasile	0.1%	-3.9%	-3.7% (-3.8%)	0.9% (0.6%)
Russia	0.5%	-3.3%	-1.6% (-1.3%)	1.2% (1.1%)

Inflazione (IPC) Media annuale (Brasile fine anno)	2014	2015	2016E	2017E
Stati Uniti	1.6%	0.1%	1.6% (1.3%)	2.4% (2.2%)
Eurozona	0.4%	0.0%	0.2% (0.3%)	1.5% (1.4%)
Svizzera	0.0%	-1.1%	-0.6% (-0.6%)	0.2% (0.2%)
Regno Unito	1.5%	0.0%	0.9% (0.7%)	1.8% (1.7%)
Giappone	2.7%	0.8%	0.2% (0.0%)	1.8% (1.6%)
Cina	2.0%	1.4%	2.2% (1.5%)	1.8% (1.7%)
Brasile	6.3%	9.0%	6.9% (7.1%)	5.5% (5.6%)
Russia	7.8%	15.5%	7.0% (7.5%)	5.7% (5.7%)

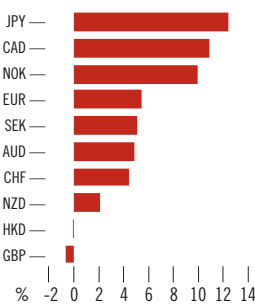
\*Fonte: Consensus Economics Inc

## VARIAZIONI DEI TASSI DI CAMBIO (DAL 31.12.2015)

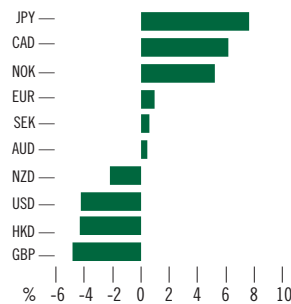
### Rispetto all'EUR



### Rispetto all'USD

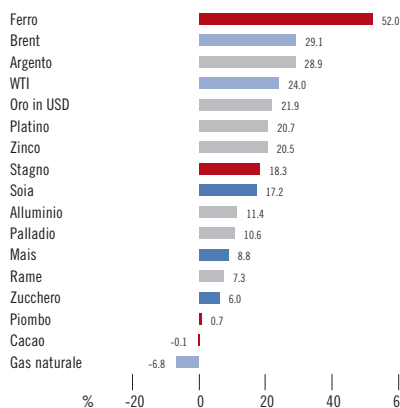


### Rispetto al CHF

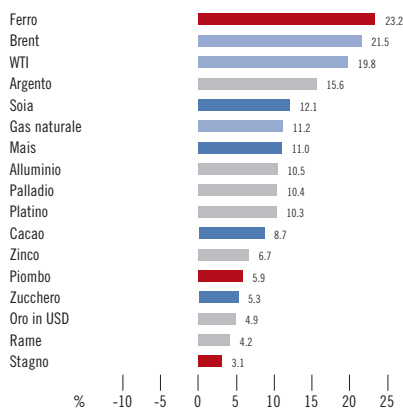


## COMMODITY

### Performance dal 31.12.2015



### Performance del mese precedente

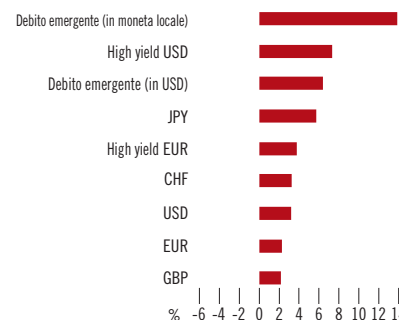


## TASSI D'INTERESSE

	Breve termine (3 mesi)	Lungo termine (10 anni)
Stati Uniti	0.50%	1.8%
Eurozona	0.00%	0.3%
Svizzera	-0.75%	-0.3%
Regno Unito	0.5%	1.6%
Giappone	-0.1%	-0.1%
Cina	2.10% (1 anno)	2.4% (5 anni)
Brasile	14.25%	12.5%

## MERCATI OBBLIGAZIONARI

### Performance dal 31.12.2015



## MERCATI AZIONARI

### Performance dal 31.12.2015

	USD	EUR	CHF	GBP
MSCI World*	1.5%	-3.8%	-2.9%	2.1%
S&P 500*	1.7%	-3.5%	-2.6%	2.4%
MSCI Europe*	0.2%	-5.0%	-4.1%	0.8%
Tokyo SE (Topix)*	-1.6%	-6.7%	-5.8%	-1.0%
MSCI Pacific ex. Japan*	0.9%	-4.3%	-3.4%	1.5%
SPI*	-1.6%	-6.7%	-5.8%	-1.0%
Nasdaq	-4.6%	-9.6%	-8.7%	-4.1%
MSCI Em. Markets*	6.4%	0.9%	1.8%	7.0%
Russell 2000	-0.4%	-5.6%	-4.7%	0.2%

\* Dividendi reinvestiti

## SETTORI DI ATTIVITÀ

Performance dal 31.12.2015	Stati Uniti	Europa	Mondo
Industria	5.8%	-0.6%	4.8%
Tecnologia	-3.7%	-9.6%	-3.7%
Materiali di base	7.6%	5.9%	12.2%
Telecomunicazioni	10.7%	-8.8%	5.7%
Salute	-3.7%	-11.0%	-4.4%
Energia	11.4%	7.1%	13.0%
Servizi di pubblica utilità	11.8%	-2.0%	7.5%
Finanza	-2.8%	-14.3%	-4.0%
Consumi di base	3.3%	-2.6%	3.3%
Consumi voluttuari	1.0%	-9.4%	-1.4%

