

+61%

La performance cumulativa dei Bund decennali da marzo 2009 (in euro)
Pagina 2

2,5%

La nostra stima dell'espansione dell'economia statunitense nel 2° trimestre
Pagina 4

+3,6%

Il guadagno dell'indice S&P 500 nei primi cinque mesi del 2016
Pagina 6

-34%

Lo scostamento del reddito netto delle imprese giapponesi rispetto alle previsioni
Pagina 7

+7,9%

La crescita del PIL indiano nel 1° trimestre
Pagina 9

4,74%

Il tasso di rendimento delle obbligazioni *high yield* europee a fine maggio
Pagina 10

-6,0%

Il calo dei prezzi dell'oro a maggio
Pagina 11

30%

Lo sconto rispetto al valore di libro delle banche europee a fine maggio
Pagina 13

Le prospettive economiche negli Stati Uniti e in Europa migliorano, ma vi è chi teme che le banche europee stiano diventando «giapponesi»
Giugno 2016

Prospettive

COMMENTO

Wicksell o Fisher: un secolo dopo, chi avrà ragione?



Christophe Donay
Responsabile dell'asset allocation e
della ricerca macroeconomica
Head Strategist

Dal 2008 le banche centrali stanno intervenendo massicciamente sui mercati finanziari. Dove porta questo interventzionismo? Due economisti del secolo scorso forniscono elementi di risposta divergenti.

L'estensione da parte della Banca centrale europea (BCE) dei suoi acquisti di titoli di Stato alle obbligazioni societarie costituisce il più recente esempio di intervento delle banche centrali dopo i programmi di allentamento quantitativo praticati dalla Federal reserve americana tra il 2008 e il 2013 e quello della Bank of Japan iniziato nel 2013. Questi pesanti interventi hanno disorientato i meccanismi dei mercati finanziari. Certamente, i prezzi delle attività vengono «costruiti» mediante il confronto tra la domanda e l'offerta, ma il prezzo e le valutazioni di determinate attività, in particolare le obbligazioni, non riflettono più il valore giustificato

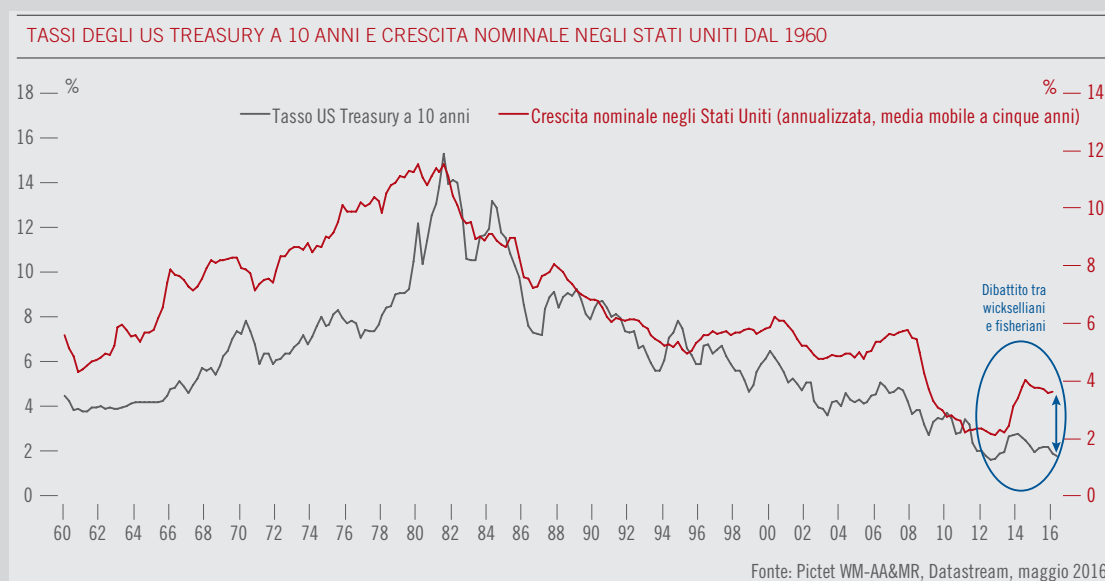
dai fondamentali economici, poiché gli obiettivi delle banche centrali quando acquistano le obbligazioni sono diversi da quelli degli investitori. In effetti, tramite l'allentamento quantitativo, l'acquisto di titoli di Stato e/o di obbligazioni societarie, le banche centrali mirano simultaneamente a evitare un rialzo dei tassi d'interesse a lungo termine e a finanziare a costi più convenienti sia lo Stato che gli agenti privati. In nessun caso esse basano il loro programma di acquisto sulle valutazioni fondamentali delle obbligazioni. Ne risulta una divergenza dei tassi di mercato rispetto al loro valore di equilibrio.

Nel 1898, l'economista svedese Knut Wicksell aveva già espresso l'idea che i tassi monetari osservati sui mercati finanziari potevano differire dai tassi d'interesse «naturali» (considerati come i tassi compatibili con un livello dei prezzi stabile) giustificati dai fondamentali. Egli ha constatato che quando i tassi di mercato erano inferiori ai tassi naturali, l'espansione economica era stimolata. Da questo punto di vista, si può dire che le politiche elaborate dalle banche centrali negli ultimi anni siano «wickselliane». Ad esempio, con una crescita nominale di circa il 3,5% (2% di crescita reale e 1,5% di inflazione), il tasso d'interesse «naturale» degli US Treasury a 10 anni dovrebbe essere intorno al 3,5% anziché l'attuale 1,8%.

All'inizio del ventesimo secolo, l'americano Irving Fisher ha confutato le tesi di Wicksell. Egli rifiutava la nozione di tasso «naturale» e difendeva invece l'idea che, a termine, il livello dei tassi d'interesse dovesse sempre riflettere la relazione tra le forze economiche fondamentali in gioco. A seguito della crisi del 1929 - dove perse gran parte del suo patrimonio - Fisher ha cercato di teorizzare le crisi economiche. Egli ha spiegato che i fenomeni di *boom-boost* erano direttamente collegati agli eccessi di credito e che lo scoppio della bolla causato dall'indebitamento eccessivo portava irrimediabilmente alla deflazione da debiti. Una delle conseguenze della deflazione da debiti, secondo Fisher, era costituita da una diminuzione dei tassi d'interesse nominali e un aumento dei tassi «reali» (ovvero corretti per tenere conto della deflazione). Da questo punto di vista, le banche centrali agiscono attualmente per contrastare lo scenario «fisheriano», cercando di aiutare gli agenti economici a disindebitarsi e sostenendo nel contempo il prezzo delle attività.

Oggi, queste due scuole di pensiero sono riconoscibili nel posizionamento degli investitori.

I «wickselliani» argomentano che, nelle circostanze attuali, con i mercati inondati dalla liquidità fornita dalle banche centrali attraverso l'allentamento quantitativo, i tassi d'interesse a lungo termine dei titoli di Stato dovrebbero registrare un forte rialzo per ritornare al loro livello «naturale». Un aumento inopinato dell'inflazione potrebbe provocare un simile movimento.



Secondo i partigiani di questo scenario, ne risulterebbe un crac obbligazionario, come nel 1994. Gli investitori «fisheriani» ritengono invece che il basso livello dei tassi d'interesse dei titoli di Stato rifletta le cattive condizioni dell'economia e che, di conseguenza, le banche centrali faranno tutto il possibile per mantenere i tassi bassi al fine di evitare un ritorno della recessione.

Gli investitori «wickselliani» si disfano pertanto dei titoli di Stato, mentre i «fisheriani» li accumulano. Da diversi anni, questi ultimi hanno prevalso, visto che gli US Treasury e i Bund tedeschi a 10 anni da marzo 2009 hanno messo a segno una performance cumulativa rispettivamente del 38% e del 61% in moneta locale.

In ogni caso, le banche centrali hanno il potere di determinare le sorti del mercato obbligazionario. Alcune di esse, come la BCE e la Bank of Japan, oggi continuano attivamente a fare scendere il costo di finanziamento e a favorire il disindebitamento, che rappresenta un ostacolo per la crescita.

Nell'immediato, la combinazione di un aumento da parte della Federal reserve dei suoi tassi di riferimento di 25 punti base nel corso dell'estate e di una accelerazione dell'economia americana potrebbe comportare un rialzo dei tassi d'interesse statunitensi a lungo termine. Gli US Treasury a 10 anni presentano quindi un rischio asimmetrico per l'investitore. Se questo rischio dovesse divenire più concreto, si potrebbe infine dare ragione al campo dei «wickselliani», dopo una divergenza che dura da due anni tra la traiettoria della crescita nominale e quella del tasso d'interesse a 10 anni, che impedisce ai tassi di ritrovare il loro livello «naturale» (v. grafico). Ma se una recessione dovesse verificarsi negli Stati Uniti mentre i tassi ritrovano il loro tasso «naturale» e se la Fed dovesse fare meno sforzi per impedirlo, allora si potrebbe ritenere che i «fisheriani» hanno avuto ragione, anche se una recessione ci sembra poco probabile quest'anno visto il flusso di dati macroeconomici generalmente molto positivi collegati all'economia interna americana.

¹ Il valore delle obbligazioni varia inversamente rispetto all'andamento dei tassi d'interesse a lungo termine: un rialzo dei tassi d'interesse a lungo termine determina un ribasso del valore delle obbligazioni, e viceversa. Oggi, un rialzo dei tassi a 10 anni dall'1,8% al 3,8% farebbe scendere il valore degli US Treasury di circa il 17%.

MACROECONOMIA

I cieli sopra gli Stati Uniti e l'Europa rimangono relativamente sereni

Nonostante i rischi a breve termine, manteniamo il nostro giudizio relativamente ottimistico sulle prospettive sia degli Stati Uniti che dell'eurozona, e le autorità cinesi stanno riuscendo a evitare che la loro economia subisca troppi danni

Christophe Donay, Bernard Lambert, Nadia Gharbi e Frederik Ducrozet

A maggio vi è stato un allentamento di breve periodo delle tensioni nell'economia globale, con l'Europa in particolare che ha acquisito slancio e gli Stati Uniti che hanno espresso una buona ripresa dopo un 1° trimestre deludente.

L'economia mondiale ha trovato qualche corrente ascendente in vista di un mese di giugno affollato di eventi.

L'indice composito dei direttori degli acquisti (PMI) per l'eurozona si è indebolito di poco a maggio, pur rimanendo nettamente in territorio di espansione. L'economia tedesca si sta dimostrando robusta e anche le prospettive della Francia sembrano migliorare, portandoci a confermare la nostra previsione di una crescita dell'1,8% per l'eurozona nel 2016. Negli Stati Uniti, la crescita del PIL in termini reali nel 1° trimestre è stata appena dello 0,8%, ma la spesa per consumi, oltre due terzi dell'economia americana, rimane sostenuta, rispecchiando un mercato del lavoro ben intonato. Stimiamo che gli Stati Uniti registrano una crescita del PIL annualizzata del 2,5% nel 2° trimestre. Sull'altra sponda del Pacifico, i timori riguardo alla Cina si sono per il momento attenuati. La progressione è stata del 6,7% nel 1° trimestre, un dato coerente con la nostra previsione di una crescita cinese del 6,5% per l'intero anno. Nel contempo, l'aumento del prezzo del petrolio fino a quasi 50 dollari per barile sta aiutando il Brasile e la Russia. La contrazione del 5,4% anno su anno dell'economia brasiliana nel 1° trimestre resta un risultato negativo ma migliore delle attese. Come la Russia, il Brasile è comunque tuttora in una profonda recessione e deve affrontare gravi problemi strutturali.

L'attuale momento di tregua potrebbe non durare. Il probabile anticipo della stretta della Fed (i mercati stanno sempre più ipotizzando un aumento dei tassi a giugno/luglio) ha causato un rimbalzo del dollaro USA e potrebbe esercitare ulteriore pressione sui già fragili mercati emergenti. L'economia europea sta migliorando, ma i livelli dell'inflazione sono ancora ostinatamente bassi e il settore bancario continua a essere penalizzato dai tassi d'interesse negativi sui depositi. Il Giappone è un'altra fonte di volatilità potenziale. L'allentamento quantitativo e i tassi d'interesse negativi non sono riusciti a fare salire l'inflazione. La Bank of Japan, che si riunisce anch'essa a metà giugno, è sotto forte pressione per fare qualcosa per contrastare l'apprezzamento dello yen e i dati oscillanti sulla crescita, mentre il governo viene chiamato a introdurre ulteriori stimoli di bilancio, dopo avere annunciato il 1° giugno il rinvio dell'aumento dell'imposta sui consumi in programma per il prossimo aprile.

Stati Uniti: crescita più forte nel 2° trimestre

Pur essendo stata rivista al rialzo dallo 0,5% allo 0,8% (dato trimestre su trimestre annualizzato), la crescita del PIL statunitense nel 1° trimestre è stata sicuramente deludente. Fortunatamente, gli ultimi dati disponibili puntano a un visibile

miglioramento nel 2° trimestre. Gli investimenti fissi rimangono fiacchi e un ulteriore contributo negativo dalla formazione delle scorte sembra probabile. I dati del settore immobiliare sono però in espansione, i primi dati sugli scambi commerciali di aprile sono incoraggianti e, cosa più importante, la crescita della spesa per consumi sta rimbalzando decisamente dopo avere deluso nel 1° trimestre. Continuiamo a prevedere una significativa ripresa della crescita del PIL statunitense, a circa il 2,5% nel 2° trimestre, non da ultimo grazie alla forte espansione della spesa per consumi, che potrebbe anche arrivare al 3% del 2° trimestre 2016.

Il verbale della riunione di aprile del Federal Open Market Committee (FOMC), pubblicato a maggio, e le ultime dichiarazioni dei membri della Fed hanno portato sempre di

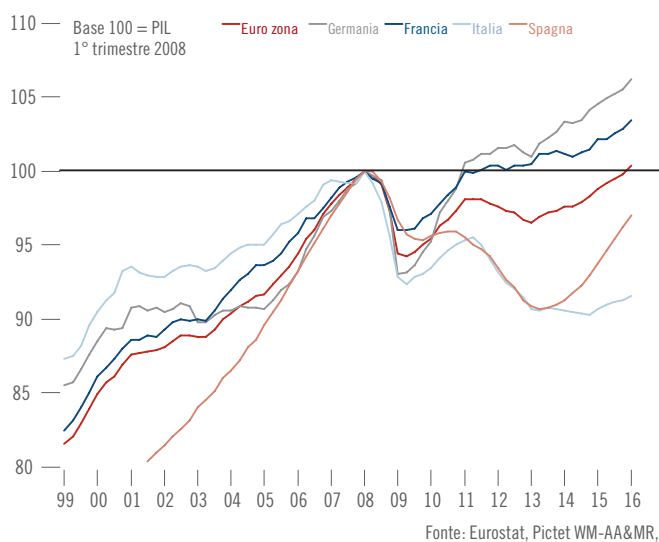
Continuiamo a prevedere una significativa ripresa della crescita del PIL statunitense a circa il 2,5% nel 2° trimestre

più i mercati future a scontare un aumento dei tassi a giugno o luglio. La crescita è in accelerazione nel 2° trimestre, l'economia americana è vicina alla piena occupazione e le condizioni finanziarie si sono allentate significativamente rispetto al picco di gennaio. Le aspettative sull'inflazione basate sui sondaggi e sui dati di mercato rimangono comunque molto basse e il dollaro si sta nuovamente apprezzando, determinando una rinnovata restrizione delle condizioni finanziarie. Inoltre, permangono importanti rischi di ribasso, in particolare quelli associati all'economia globale e ai potenziali sviluppi finanziari, alle politiche della Cina in materia di economia e cambi, al referendum sulla Brexit nel Regno Unito e alle elezioni presidenziali negli Stati Uniti a novembre. Anche se la possibilità di un aumento dei tassi a giugno, e ancora di più a luglio, è aumentata, continuiamo pertanto a prevedere che la FOMC aspetterà fino a settembre prima di agire. In ogni caso, a nostro avviso la Fed si muoverà con grande cautela, limitandosi a solo un aumento dei tassi quest'anno.

Le prospettive dell'eurozona rimangono favorevoli, nonostante qualche incertezza

Dopo i dati molto positivi del 1° trimestre, i recenti sondaggi sulla fiducia delle imprese nell'eurozona segnalano una perdita di *momentum*: la crescita del PIL dell'eurozona potrebbe rallentare da oltre il 2% a circa l'1,5% in termini annualizzati nel 2° trimestre. Gli indicatori quantitativi e qualitativi rimangono comunque coerenti con una solida domanda interna, aiutando a compensare in parte la debolezza dei fattori esterni. Sul fronte delle politiche di

ANDAMENTO DELLE ECONOMIE DELL'EUROZONA DOPO LA CRISI



bilancio, la raccomandazioni della Commissione europea per i singoli paesi in merito al Patto europeo di crescita e stabilità hanno confermato che essa è pronta ad accettare una maggiore flessibilità sulle regole di spesa (sia pure in cambio di impegni più stringenti per le riforme). Nel mese di maggio all'Italia è stato concesso un margine senza precedenti per allentare l'austerità, mentre il Portogallo e la Spagna hanno evitato multe per non avere rispettato i loro obiettivi di bilancio. Nel contempo, l'accordo dell'Eurogruppo sulla Grecia il 25 maggio è stato complessivamente positivo anche se importanti dettagli sulla ristrutturazione del debito sono stati rinviati a dopo il completamento del programma di salvataggio nel 2018. In ogni caso, permangono rischi a breve termine, come ad esempio il referendum sulla continuazione della appartenenza del Regno Unito all'Unione europea il 23 giugno e la ripetizione delle elezioni politiche spagnole tre giorni dopo. Il recente peggioramento della fiducia delle imprese è stato particolarmente visibile nei paesi periferici dell'eurozona e richiede pertanto di essere monitorato attentamente. Tutti i suddetti rischi di ribasso dovrebbero comunque verificarsi per mettere in discussione le nostre previsioni superiori al consenso, compresa la nostra stima di una crescita del PIL dell'eurozona all'1,8% nel 2016.

Nel contempo, l'inflazione di base nell'eurozona è ridiscesa sotto l'1% ad aprile e la crescita nominale dei salari ha subito un rallentamento nel 1° trimestre, con gli aumenti salariali in flessione a un minimo record dell'1,4% anno su anno nonostante alcuni segnali di rafforzamento in Germania. La BCE per il momento non dovrebbe cambiare la sua posizione

in modo significativo, ma i suoi acquisti di titoli potrebbero essere estesi oltre marzo 2017, probabilmente con un'altra modifica delle regole del QE, magari introducendo un aumento dei limiti per gli emittenti a settembre.

Stabilizzazione dell'economia cinese

I dati cinesi hanno mostrato un leggero indebolimento nelle ultime settimane, considerato l'ammontare di credito che è stato iniettato nell'economia quest'anno, e il rimbalzo economico si è smorzato. Il PMI ufficiale manifatturiero è rimasto a 50,1 a maggio, invariato rispetto ad aprile e solo di poco in territorio di espansione, mentre il PMI non manifatturiero (servizi e costruzioni) è sceso ancora, a 53,1, rispetto a 53,5 ad aprile e 53,8 a marzo. L'espansione della produzione industriale è scesa al 6% anno su anno ad aprile rispetto al 6,8% a marzo, gli investimenti fissi sono diminuiti al 10,5% in gennaio-aprile dal 10,7% in gennaio-marzo e la crescita delle vendite al dettaglio è scesa al 10,1% ad aprile dal 10,5% a marzo. In generale, anche se il rallentamento dell'attività manifatturiera sta uscendo dai minimi, il settore dei servizi fa fatica a mantenere lo slancio precedente. Il supporto di politica economica, pur essendo stato sufficiente a evitare per il momento un «hard landing», difficilmente riuscirà a sospingere la crescita dagli attuali livelli.

Inoltre, vi sono segnali di divisioni tra le autorità riguardo alla politica economica, con critiche in un discorso del presidente Xi Jinping e, più forti, in un articolo che cita una «autorevole personalità» di cui non viene fatto il nome, probabilmente uno degli alleati di Xi, sul fatto di essersi basati su un sempre maggiore indebitamento per supportare una forte crescita economica. Questa consapevolezza che la crescita abnorme del credito sta nascondendo i problemi sotto il tappeto è largamente diffusa. La tendenza è stata comunque di fare ricorso alla leva creditizia ad ogni rallentamento della crescita e tutte le proposte per uno spostamento della politica economica verso una maggiore enfasi sulle riforme strutturali finora hanno scarsi frutti.

Ad aprile è stata attuata una stretta creditizia. Il *total social financing* (il totale dei prestiti all'economia) è sceso a RMB 751 miliardi dai RMB 2,3 trilioni di marzo. Questo potrebbe rappresentare però più un colpo di freno dopo l'impennata del credito nel 1° trimestre che un cambiamento radicale della politica economica. Le autorità per il momento probabilmente continueranno a utilizzare politiche di tipo *stop and go*, ricorrendo allo stimolo monetario e a quello fiscale secondo necessità con l'obiettivo di mantenere un tasso di crescita elevato. Sulla base di queste considerazioni, manteniamo la nostra previsione di una crescita del PIL in termini reali del 6,5% quest'anno, sul limite inferiore della fascia obiettivo del 6,5%-7%.

STRATEGIA

Nonostante il ritorno di un contesto *risk on*, si profilano importanti ostacoli all'orizzonte

La propensione per il rischio ha mostrato segnali di miglioramento in linea con la performance delle classi di attività, ma l'imminente aumento dei tassi da parte della Fed e un rimbalzo del dollaro USA, unitamente ai prossimi eventi politici, rendono difficile muoversi nei mercati.

Christophe Donay, Jacques Henry, Luc Luyet e Alexandre Tavazzi

MERCATI FINANZIARI

Performance in % degli indici finanziari in moneta locale. Dati al 31.05.2016

	Indice	Dal 31.12.2015	Maggio 2016
Azioni statunitensi*	USD S&P 500	3.6%	1.8%
Azioni europee*	EUR STOXX Europe 600	-2.7%	2.7%
Azioni mercati emergenti*	USD MSCI Emerging Markets	2.4%	-3.7%
US Treasury*	USD ML Treasury Master	3.3%	0.0%
Obbligazioni societarie <i>investment grade</i> statunitensi*	USD ML Corp Master	5.3%	-0.1%
Obbligazioni societarie <i>high yield</i> statunitensi*	USD ML US High Yield Master II	8.1%	0.7%
Hedge fund	USD Credit Suisse Tremont Index global**	-1.9%	0.3%
Commodity	USD Reuters Commodities Index	5.7%	0.8%
Oro	USD Oro oncia troy	14.3%	-6.0%

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

* Dividendi/cedole reinvestiti ** fine aprile 2016

Sebbene le valutazioni siano elevate, continuiamo a vedere un limitato potenziale nelle azioni. I rischi relativi ai tassi d'interesse e una agenda politica densa ci hanno comunque indotti ad attuare una copertura delle nostre posizioni azionarie e a limitare la duration del portafoglio obbligazionario

Rimbalzo del mercato nonostante le valutazioni elevate

Il rialzo del petrolio e dei prezzi delle commodity in generale ha contribuito al miglioramento delle stime sugli utili per le aziende dell'energia, mentre le aziende in altri settori ciclici hanno beneficiato di una schiarita delle prospettive, almeno nei mercati sviluppati. Il contesto di pricing globale sembra migliorare, consentendo un'uscita dai minimi delle previsioni sugli utili. Gli utili societari del 1° trimestre in Europa e, in minor misura, negli Stati Uniti, sono stati caratterizzati da un buon numero di sorprese positive, mentre le banche hanno sovraperformato. La possibilità di un nuovo irripidimento della curva dei rendimenti crea prospettive più favorevoli per gli utili dei titoli finanziari, migliorando ulteriormente l'umore dei mercati.

Ma il rimbalzo dei prezzi delle azioni dopo il minimo di febbraio è stato molto più rapido del miglioramento degli utili,

e pertanto le valutazioni si sono riavvicinate ai picchi registrati oltre un anno fa. Nel nostro scenario principale, vediamo un limitato potenziale di rialzo per i mercati azionari grazie al miglioramento degli utili, e questo ci porta a mantenere una sovrapponderazione tattica sulle azioni. Con le valutazioni elevate e un contesto globale caratterizzato da vincoli sulla crescita che limitano l'espansione dei multipli, la prudenza rimane d'obbligo. In effetti, abbiamo iniziato ad attuare una copertura delle nostre posizioni azionarie in considerazione dei due principali rischi a breve termine che incombono sui mercati. Il primo rischio è che i mercati non scontino correttamente i prossimi aumenti dei tassi della Fed. Il secondo è costituito dalle possibili ricadute di una serie di eventi politici, dal referendum sulla Brexit e dalle elezioni politiche spagnole questo mese, al referendum costituzionale in Italia a ottobre e alle elezioni presidenziali negli Stati Uniti a novembre.

Mentre un tasso degli US Treasury a 10 anni dell'1,8% appare allettante da un punto di vista europeo, vi sono anche elementi per temere che i tassi d'interesse reali (al netto dell'inflazione) degli US Treasury a lungo termine siano divenuti negativi, e quindi i rischi relativi ai tassi sono asimmetrici. Questo

non significa che prevediamo un forte rialzo dei rendimenti obbligazionari, ma è bastato per indurci ad accorciare la duration. Nel contempo, gli investitori continuano a ricevere un premio per il rischio per le loro allocazioni nelle obbligazioni societarie, in particolare nel segmento *high yield*. La discesa dei tassi d'interesse legata all'allentamento quantitativo (QE) e le prospettive di acquisti di obbligazioni societarie da parte della BCE hanno avviato una caccia per il rendimento che continua a sospingere segmenti come l'*high yield* europeo.

Sul fronte valutario, le tensioni potrebbero aumentare nuovamente con il rimbalzo del dollaro USA in vista dell'aumento dei tassi da parte della Fed. Riteniamo comunque che vi siano dei limiti su fino a dove la Fed può arrivare, poiché i futuri potenziali apprezzamenti del cambio del dollaro *trade weighted* legati ai miglioramenti dell'economia interna americana potrebbero destabilizzare i debitori dei mercati emergenti esposti in dollari USA.

Ostacoli in vista per le azioni dei mercati sviluppati

La ripresa dei mercati azionari è continuata a maggio. Gli utili superiori alle attese nel 1° trimestre e la revisione al rialzo delle stime per il 2016 per i settori dell'energia e ciclici sono stati alla base del continuo rimbalzo dei principali indici. In termini di dollari USA e includendo i dividendi, lo S&P 500 ha prodotto un rendimento del 3,6% nei primi cinque mesi del 2016, mentre lo Stoxx Europe 600 è rimasto in terreno negativo, con una performance del -2,7% nello stesso periodo. Per contro, a causa delle deludenti revisioni degli utili, il Giappone ha perso l'1,8% secondo le stesse metriche.

La crescita degli utili ha iniziato ad accelerare nei mercati sviluppati, consentendo un allentamento della tensione finanziaria. Gli spread delle obbligazioni *high yield* del settore

dell'energia statunitense si sono ristretti notevolmente, mentre i prezzi dei CDS delle banche europee sono rimasti stabili. Per effetto di questo miglioramento, la volatilità dei mercati è diminuita. Gli indici Vix e V2X sono scesi rispettivamente dal 15,7% al 14,2% e dal 24% al 21% a maggio.

Mentre le revisioni positive degli utili dovrebbero continuare grazie al rialzo dei prezzi dell'energia, i mercati dovranno superare ostacoli nelle prossime settimane e mesi se vogliono intraprendere una traiettoria significativamente più elevata. Tra questi ostacoli, il voto sulla Brexit il 23 giugno e le elezioni in Spagna il 26 giugno, una potenziale stretta della Federal reserve quest'estate e le elezioni presidenziali negli Stati Uniti a novembre. Fiammate di volatilità in prossimità di questi eventi sono possibili anche in presenza di un miglioramento della crescita degli utili. Questo ci induce a mantenere un posizionamento tattico nei confronti delle azioni, cercando di trarre il massimo dai movimenti di mercato a breve termine.

La dispersione dei rendimenti tra le attività è aumentata a maggio

I due migliori asset dall'inizio dell'anno, il petrolio e l'oro, hanno imboccato due strade diverse a maggio, con il petrolio che ha guadagnato un ulteriore 5,4% e l'oro che ha perso il 6,0%. La dispersione è aumentata anche in campo azionario: i listini dei paesi sviluppati hanno messo a segno buone performance mentre quelli dei paesi emergenti hanno deluso. Lo S&P 500 ha guadagnato l'1,8%, mentre l'indice MSCI Emerging Markets ha perso il 3,7% (in dollari USA) e l'indice MSCI Asia (Ex Japan) l'1,3%. I mercati emergenti sono stati penalizzati dalle dichiarazioni della Fed nel corso del mese. La politica monetaria divergente tra la Fed e la BCE si è anche tradotta in rendimenti differenti sui titoli di Stato decennali, con una performance leggermente negativa per

gli US Treasury a 10 anni in moneta locale e un ulteriore guadagno dell'1,3% per i Bund tedeschi. Il principale fattore che ha influito sui rendimenti delle classi di attività negli ultimi tempi è stato il dollaro USA, in ulteriore rafforzamento.

Momento di tregua per il Giappone grazie all'indebolimento dello yen

Il TOPIX ha sovraperformato rispetto agli altri mercati azionari sviluppati a maggio, con un guadagno del 2,9% rispetto all'1,8% dello S&P 500 e al 2,7% dello Stoxx Europe 600 (tutti i rendimenti in moneta locale). Questa sovraperformance è però attribuibile principalmente ai movimenti valutari, con lo yen che si è indebolito del 3,2% a maggio, dopo essersi rafforzato dal 2° trimestre 2015, a dimostrazione di una perdurante forte correlazione tra il mercato azionario giapponese e la sua moneta. La stagione degli utili nel 1° trimestre 2016 è stata molto deludente, poiché le società giapponesi hanno riportato un fatturato e un reddito netto rispettivamente del 3,8% e del 34% al di sotto delle attese. Gli industriali sono stati i titoli che hanno risentito maggiormente della forza dello yen. Dato che l'efficacia della politica monetaria della Bank of Japan sta diminuendo, lo stimolo di bilancio appare la migliore opzione per promuovere l'espansione dell'economia, e questo spiega il rinvio dell'aumento dell'imposta sui consumi annunciato il 1° giugno. La possibile indicazione di ulteriori stimoli di bilancio nelle prossime settimane sarebbe una fonte di supporto per le azioni giapponesi.

Risveglio della Fed (seconda parte)

La posizione prudente adottata dalla Fed dall'inizio dell'anno ha costretto i mercati a ripensare completamente il percorso da loro ipotizzato per la stretta monetaria. All'inizio di maggio, i mercati attribuivano solo un 7% di probabilità a un aumento dei tassi della Fed a giugno. Con la schiarita della

situazione internazionale e il miglioramento dei dati americani, la Fed ha invece sorpreso i mercati a maggio indicando di essere pronta ad alzare i tassi, potenzialmente già a giugno. I buoni dati americani e una Fed più attiva hanno già contribuito a un significativo apprezzamento del dollaro USA. Per il futuro, il previsto miglioramento dell'attività economica americana nel 2° e 3° trimestre dovrebbe continuare a favorire l'apprezzamento del dollaro USA. Tuttavia, restiamo convinti che la Fed alzerà solo una volta i tassi nel 2016, e quindi l'apprezzamento della moneta americana dovrebbe essere di minore entità rispetto agli anni precedenti.

Le interruzioni nella fornitura fanno salire il prezzo del petrolio

La continua forza del prezzo del petrolio a maggio è stata supportata dalle interruzioni record nella fornitura. Anche se solitamente temporanee per loro natura, come gli incendi nell'Alberta, queste interruzioni potrebbero essere determinate anche da un elemento strutturale. Le interruzioni nella fornitura vengono spesso causate da conflitti, come quelli nel Medio Oriente, che si sono stabilizzati su nuovi livelli più elevati. In aggiunta, è però possibile che i tagli di costi da parte delle *major* petrolifere e dei paesi produttori di petrolio abbiano contribuito a una accentuazione dei rischi di interruzione di fornitura motivati da ragioni tecniche o di sicurezza. Dobbiamo aspettarci un periodo di persistente volatilità per la fornitura di petrolio e, di conseguenza, per il suo prezzo.

FATTI SALIENTI NEL MONDO

Dai consumatori vengono segnali contrastanti

Con l'OCSE che stima una stagnazione della crescita globale a un «modesto» 3% quest'anno, i consumatori domestici si stanno accollando l'onere di supportare l'economia nazionale in molti grandi paesi, seppure con gradi di successo non uniformi.

+3%

La spesa per consumi statunitense è aumentata di oltre l'1% ad aprile rispetto al mese precedente, un dato coerente con la nostra previsione di una crescita del 3% su base annualizzata nel 2° trimestre. Considerato che si tratta del pilastro portante dell'economia americana, secondo le nostre stime **l'aumento dei consumi potrebbe spingere la crescita del PIL in termini reali al 2,5% nel 2° trimestre.**

-44%

Il Brasile è attanagliato nella recessione, con una contrazione del PIL negli ultimi cinque trimestri. **L'ultimo rapporto sull'attività economica ha evidenziato un calo dello 0,8% trimestre su trimestre nella domanda delle famiglie** nel 1° trimestre. Un altro segnale significativo della frenata della domanda interna è il crollo del 29% anno su anno nelle vendite di automobili di produzione brasiliana e del 44% nelle vendite di auto di importazione nel 1° trimestre.

-0,9%

I consumatori tedeschi stanno mandando segnali contrastanti. La progressione superiore alle attese dello 0,7% del PIL tedesco nel 1° trimestre è stata guidata dalla domanda interna (che ha più che compensato le fiacche esportazioni), mentre altre statistiche hanno mostrato una forte crescita del 2,3% nelle vendite al dettaglio da inizio anno a fine aprile. **Lo slancio dei consumatori potrebbe però rallentare, con le vendite al dettaglio scese dello 0,9% ad aprile e dell'1,4% a marzo, su base mese su mese.**

GBP 7 miliardi

Il PIL britannico è rallentato nei primi tre mesi di quest'anno (con un tasso di crescita in diminuzione allo 0,4% trimestre su trimestre), ma la spesa interna rimane un punto di forza. Nonostante le incertezze economiche che circondano il referendum sulla Brexit, **i consumatori britannici sembrano intenzionati a «fare acquisti fino allo stremo» e hanno speso una media di GBP 7 miliardi alla settimana ad aprile**, secondo l'Office of National Statistics. È un dato superiore del 4,3% rispetto allo stesso mese del 2015.

+1,5%

I dati dell'INSEE, l'ufficio di statistica francese, mostrano il più elevato tasso di crescita della spesa delle famiglie dal 2004. **L'INSEE ha rivisto decisamente al rialzo le sue stime della spesa per beni di consumo nel 2015 all'1,5%, mentre lo stesso aggregato è aumentato dell'1,7% nel 1° trimestre 2016.** Nel contempo, la fiducia dei consumatori nella seconda maggiore economia dell'eurozona è salita a 98 a maggio, il migliore livello da ottobre 2007.

65,3

La Cina rimane intenta nel passaggio da una economia dipendente dalle esportazioni a una economia guidata dai consumi interni.

Dopo quattro mesi di miglioramento, il **FTCR China Consumer Index, un sondaggio tra i consumatori cinesi, è però peggiorato a maggio.** Il sondaggio ha mostrato una diminuzione del reddito delle famiglie e della spesa per beni voluttuari rispetto ad aprile. A 65,3, il dato è comunque molto al di sopra della quota 50 che separa l'espansione dalla contrazione, ma anche molto al di sotto del quasi 80 che era stato registrato nel 2013.

+7,2%

I dati sull'economia indiana vanno presi con le pinze, ma la crescita del PIL del 7,9% nel 1° trimestre denota che l'India è attualmente una delle migliori economie tra i mercati emergenti. **L'effervescenza della spesa per consumi sta favorendo l'accelerazione della crescita, con le vendite di automobili, ad esempio, in aumento del 7,2% nel 1° trimestre.** Anche se i recenti aumenti del prezzo del petrolio si sono tradotti in un impatto netto negativo per l'India, l'imminente aumento degli stipendi dei dipendenti pubblici potrebbe continuare a sostenere la spesa per consumi.

-0,8%

La spesa per consumi rimane debole in Giappone. Nonostante gli sforzi delle autorità per stimolare l'economia, e nonostante la forza dello yen, che ha ridotto il prezzo delle importazioni, **le vendite al dettaglio ad aprile sono diminuite dello 0,8% rispetto all'anno precedente.** Il 1° giugno, il primo ministro giapponese ha annunciato il rinvio dell'aumento dell'imposta sui consumi in programma per il prossimo aprile, al fine di non indebolire una economia già fragile.

CLASSI DI ATTIVITÀ

I mercati imparano a convivere con un anticipo dell'aumento dei tassi da parte della Fed

Le azioni dei mercati sviluppati e le obbligazioni societarie europee sono state vincenti a maggio, mentre le attività dei mercati emergenti hanno segnato il passo e la forza del dollaro USA ha frenato i prezzi dei metalli preziosi. Ulteriori movimenti potenziali delle monete richiedono un attento monitoraggio mentre la Fed si appresta ad alzare i tassi.

Azioni

Rimbalzo dei profitti

Il Giappone guida il gruppo.

A maggio, l'indice MSCI World ha guadagnato lo 0,7% (in dollari USA), aiutato dal +1,8% dello S&P 500 e dal +2,7% dello Stoxx Europe 600 in moneta locale. Le dichiarazioni del FOMC a metà mese circa un possibile anticipo dell'aumento dei tassi si sono tradotte in un forte aumento delle previsioni di una stretta della politica monetaria americana nell'estate e un apprezzamento del dollaro USA. Di conseguenza, l'indice MSCI Emerging Markets ha registrato una performance mensile del -3,7% in dollari USA. In USD e a dividendi inclusi, nei primi cinque mesi del 2016 lo S&P 500 ha guadagnato il 3,6%, mentre il Giappone e l'Europa hanno perso l'1,8% e il 2,7%.

La performance positiva dei mercati sviluppati riflette gli utili societari pubblicati per il 1° trimestre 2016. Gli utili europei e americani hanno battuto le previsioni rispettivamente per l'11,2% e l'1,4%, mentre gli utili giapponesi le hanno mancate per ben il 37,5%.

Dopo tre anni consecutivi di revisioni al ribasso delle stime sugli utili, il 1° trimestre dovrebbe avere segnato un minimo importante per le stime di crescita dello S&P 500 e dell'Euro Stoxx 600. Il miglioramento è attribuibile in gran parte ai titoli dell'energia e ciclici, dove le revisioni degli utili seguono il miglioramento del prezzo del petrolio. Le valutazioni rimangono comunque elevate. Il rapporto prezzo/utile prospettico a fine maggio era di 17,6x negli Stati Uniti, di 15,3x in Europa e di 13,1x in Giappone. Il mercato non ha pertanto molto spazio per ulteriori rialzi.

Obbligazioni

Il ritorno della Fed

Il possibile anticipo dell'intervento della Fed ha fatto salire i tassi degli US Treasury e delle obbligazioni emergenti a maggio, mentre quelli europei sono scesi.

Nel verbale della riunione del FOMC di aprile e in varie dichiarazioni, la Fed ha fatto capire di essere pronta ad alzare nuovamente i tassi «nei prossimi mesi». Questo anticipo dei tempi ha sorpreso i mercati e li ha portati a scontare una nuova direzione della politica monetaria americana. Il mercato ha aumentato la sua stima della probabilità di un aumento dei tassi a giugno o a luglio a circa il 70%, e il tasso degli US Treasury biennali, che viene considerato come un indicatore della stretta monetaria, è aumentato di 10 punti base. Il tasso degli US Treasury a 10 anni è salito in minor misura, all'1,85%. In Europa, i tassi dei titoli di Stato sono scesi, con i Bund tedeschi a 10 anni che sono tornati allo 0,14% a fine maggio, dopo avere toccato lo 0,30% ad aprile. I tassi dei paesi periferici dell'eurozona sono anch'essi scesi con il ritorno della propensione per il rischio, grazie alla percezione di una minore incertezza riguardo al referendum sulla Brexit e all'accordo raggiunto in Grecia per l'erogazione di una seconda tranche di prestiti. I tassi sono diminuiti anche per l'intensificazione del QE della BCE e il calo delle emissioni nette. La divergenza delle politiche monetarie dovrebbe riflettersi anche sui tassi dei titoli di Stato, con quelli americani che saliranno più degli omologhi europei. L'apprezzamento dell'USD ha fatto salire i tassi sovrani dei mercati emergenti. I tassi di questi mercati dovrebbero aumentare ulteriormente in vista del rialzo dei *Fed funds* quest'estate.

Obbligazioni societarie

Rally delle obbligazioni societarie dopo un inizio di maggio turbolento

Il rialzo del petrolio, il contesto risk on in Europa e il calo delle emissioni hanno favorito un rally di fine mese.

Maggio è stato turbolento per le obbligazioni societarie, con i tassi in aumento all'inizio del mese per effetto del calo del prezzo petrolio, del maggiore flusso di emissioni e delle continue tensioni nel settore finanziario europeo. Tutti questi catalizzatori negativi hanno però cambiato direzione verso fine mese. Il petrolio si è apprezzato del 6% nel periodo, chiudendo il mese vicino a 50 dollari per barile e facendo scendere i tassi delle obbligazioni HY energetiche americane. I titoli di minore qualità creditizia hanno nettamente sovraperformato. L'HY statunitense ha guadagnato lo 0,7% e i tassi di rendimento sono scesi al 7,65%. L'HY europeo ha invece chiuso il mese con segno leggermente positivo poiché i timori riguardo alle banche sono stati controbilanciati dal rally favorito dal nuovo rally *risk on* per i titoli di Stato periferici, con i tassi ridiscesi al 4,74%.

L'IG europeo ha sovraperformato rispetto agli omologhi titoli americani nonostante gli ingenti volumi delle emissioni motivati dai bassi livelli dei tassi (1,06% a fine maggio). Il probabile anticipo della stretta della Fed ha fatto salire al 3,16% i tassi dell'IG statunitense, che hanno prodotto una performance del -0,1%. La divergenza delle politiche monetarie e dei tassi di default HY tra Europa e Stati Uniti dovrebbe favorire le obbligazioni europee e contenere la volatilità

Hedge fund**Restare o uscire?**

In vista del voto sulla Brexit, i gestori di hedge fund stanno coprendo i rischi delle loro posizioni.

Nella grande incertezza intorno al voto sulla Brexit, è meglio guardare ai bookmaker più che ai sondaggi. Questi dicono 50%-50%, mentre i bookmaker vedono una probabilità del 60-70% che il Regno Unito rimanga nell'UE. La maggior parte dei gestori di hedge fund ritiene che il Regno Unito sceglierà di rimanere in Europa.

Ma la Brexit viene ancora considerata come un potenziale «tail event» e gli impatti di un voto a favore dell'uscita dall'UE, anche se probabilmente di breve durata, non saranno trascurabili. In caso di Brexit, i gestori di hedge fund prevedono un indebolimento della sterlina, che favorirebbe le esportazioni, mentre gli importatori verrebbero penalizzati e i consumi interni rallenterebbero a causa dell'incertezza e dell'adeguamento alle prospettive di crescita del PIL. I gestori *long/short* stanno accettando questo rischio e non hanno modificato in modo significativo i loro book, salvo monitorare le loro esposizioni e diversificare le loro posizioni. Alcuni gestori global macro utilizzano invece strategie basate sulle opzioni *dual digital* per coprirsi dal rischio della Brexit. Queste opzioni beneficiano dell'indebolimento della GBP nei confronti dell'EUR, ma producono un payout positivo solo se l'EUR si deprezza nei confronti dell'USD (nell'idea che l'uscita del Regno Unito indebolisca il progetto dell'UE).

Considerata l'elevata volatilità, si tratta quindi di una forma di protezione opzionaria meno costosa.

Metalli preziosi**Penalizzati dalla forza dell'USD**

I metalli preziosi hanno sofferto a maggio, a causa del nuovo apprezzamento del dollaro USA.

Maggio non è stato un mese favorevole per i metalli preziosi. L'oro ha perso il 6,0% (in dollari USA), l'argento il 10,4%, il platino il 9,0% e il palladio il 12,2%. La rinnovata forza del dollaro USA è stata probabilmente uno dei principali motivi di questa sottoperformance.

Sfortunatamente per queste commodity, il miglioramento delle prospettive per la crescita americana nel 2° e nel 3° trimestre dovrebbe continuare a supportare un rafforzamento della moneta americana, che influirà negativamente sulla loro performance. Vale comunque la pena di ricordare che un miglioramento dell'economia americana è complessivamente positivo per i metalli legati alla domanda industriale, come il palladio (che segue l'andamento delle vendite di automobili negli Stati Uniti). L'oro, per cui non vi è quasi domanda industriale, è invece in una posizione diversa. Con la Fed pronta ad alzare i tassi nei prossimi mesi, per contrastare il rischio inflazionistico, le prospettive a breve termine per l'oro sono divenute meno incoraggianti. Inoltre, i mercati finora si sono adattati di buon grado alla prospettiva di un imminente aumento dei tassi da parte della Fed, per attenuare il rischio l'attrattività della domanda di oro inteso come bene rifugio. La forte domanda del settore della gioielleria e la riduzione della offerta delle miniere dovrebbero comunque limitare il potenziale ribasso del metallo giallo.

Cambi**Giugno, un mese potenzialmente volatile**

Alcuni importanti eventi monetari e politici sono in agguato per i mercati valutari.

L'indice Deutsche Bank FX Volatility a fine maggio vicino ai minimi dell'anno non lascia immaginare cosa aspetta i mercati cambi nelle prossime settimane.

Sul fronte politico, una eventuale approvazione della Brexit il 23 giugno avrebbe un impatto significativo sulla sterlina. Anche se le rilevazioni dicono che questo probabilmente non avverrà, vale la pena di ricordare quanto i sondaggi nel Regno Unito siano stati inaffidabili in passato. Inoltre, in Spagna vi è il rischio le elezioni politiche del 26 giugno portino a un governo più propenso a ribaltare le riforme economiche, con conseguente volatilità per l'euro. Sul fronte monetario, la Fed potrebbe decidere di alzare i tassi nella riunione del FOMC del 14-15 giugno. Un anticipo dei tempi farebbe apprezzare ulteriormente il dollaro USA, perché il mercato negli ultimi tempi non lo prevedeva. La forza dell'USD potrebbe riacutizzare le preoccupazioni sulla Cina. Lo yuan in effetti si è nuovamente indebolito nei confronti dell'USD, tornando ai livelli delle turbolenze di gennaio.

La Brexit, un governo spagnolo anti-riforme e una stretta della Fed a giugno non sono nelle nostre previsioni, ma il fatto che i mercati non si preoccupino particolarmente per questi rischi ci sembra strano.

TEMA DEL MESE - LE BANCHE EUROPEE

Le banche europee stanno diventando «giapponesi»?

Una serie di fattori, in particolare i tassi d'interesse sempre più bassi e persino negativi, sono indicativi delle difficoltà in cui si trovano le banche europee. Alcuni ritengono che potrebbe ripetersi ciò che è avvenuto alle banche in Giappone, dove anni di tassi d'interesse bassi hanno fatto precipitare le valutazioni. Ma il successo della BCE nel riflazionare l'economia europea potrebbe determinare un esito diverso per le banche europee.

Yann Goffinet, Financial Analyst, Portfolio Management & Equity Research, Pictet Wealth Management

Frederik Ducrozet, Senior European Economist, Asset Allocation & Macro Research, Pictet Wealth Management

📌 Dal 1° gennaio al 26 maggio, i titoli bancari sono stati il peggiore settore in termini di performance tra i 19 dell'indice Stoxx Europe 600. L'indice generale ha perso il 2%, ma la componente bancaria ha lasciato sul terreno ben il 12% in euro nello stesso periodo. La sottoperformance del settore bancario non è una novità.

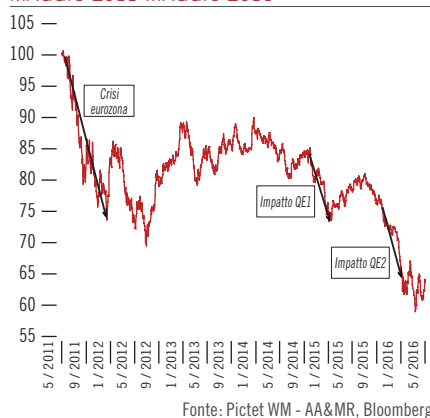
Le banche europee hanno sottoperformato notevolmente rispetto al mercato europeo negli ultimi cinque anni. In questo periodo, hanno perso il 22%, mentre l'indice Stoxx si è apprezzato del 23%. Solo i materiali di base hanno espresso una performance peggiore.

Nell'ultimo quinquennio vi sono stati tre lunghi periodi di sottoperformance delle banche (v. grafico 1). Il primo è stato nel 2011, durante la crisi dei titoli di Stato dell'eurozona, e il secondo a fine 2014/inizio 2015 a causa dell'impatto del primo programma di allentamento quantitativo (QE) della Banca centrale europea (BCE). Il terzo e più recente periodo di sottoperformance risale alla fine dell'anno scorso ed è dovuto principalmente, ma non esclusivamente, all'impatto del secondo programma di QE della BCE. A caratterizzare i recenti programmi di stimolo della BCE è stato il desiderio di ottenere tassi d'interesse più bassi e, sempre più, negativi sulla parte breve della curva, e tassi *risk free* più bassi sulla parte lunga.

Muoversi in un contesto tassi d'interesse assoluti bassi e negativi

È abbastanza semplice capire perché una curva dei rendimenti più piatta e tassi d'interesse negativi, che sono stati la conseguenza delle azioni della BCE, non siano favorevoli per le banche. Dato che le banche tipicamente sono indebitate sulla

GRAFICO 1: PERFORMANCE RELATIVA DELLE BANCHE EUROPEE RISPETTO ALL'INDICE STOXX EUROPE 600, MAGGIO 2011-MAGGIO 2016



parte a breve della curva dei tassi (i depositi a vista possono essere prelevati in qualsiasi momento) e prestano a scadenze più lunghe (circa la metà dei finanziamenti ipotecari nell'eurozona sono a tasso fisso con scadenza a diversi anni), una curva dei rendimenti più piatta riduce, a parità di altre condizioni, i margini delle banche. L'effetto dei tassi d'interesse negativi sui margini delle banche è un fenomeno più recente e pernicioso. Finora, nessun grande sistema bancario dell'eurozona ha trasferito i tassi d'interesse negativi sulla sua base di clienti al dettaglio. Questo sta riducendo il margine, ammesso che vi sia, che le banche guadagnano sui depositi. Se le banche non riescono a compensare questo effetto con altre parti del loro bilancio, in particolare tramite maggiori tassi sui prestiti, l'impatto complessivo è negativo.

Al di fuori dell'eurozona, le banche in Svezia, Danimarca e Svizzera sono state per lo più in grado di compensare il peggioramento dei margini sui depositi mediante margini più elevati sui finanziamenti ipotecari. Il settore bancario in questi tre paesi è

molto concentrato e le loro iniziative hanno avuto il supporto delle autorità di vigilanza bancarie e delle banche centrali, al fine di evitare una bolla del settore immobiliare causata dai tassi d'interesse negativi. Un esito simile è però improbabile nella maggior parte dei paesi dell'eurozona, dove il prezzo e i margini dei finanziamenti ipotecari sono solitamente parametrati contrattualmente all'Euribor. Di conseguenza, tassi Euribor più bassi significano minori interessi percepiti dalle banche.

L'ultima ondata di sottoperformance è stata provocata dall'impatto dei tassi più bassi sui margini delle banche, ma le prospettive delle banche sono offuscate anche per altri motivi:

- la volatilità e la tendenza al ribasso delle quotazioni hanno messo sotto pressione i ricavi collegati all'andamento dei mercati, in particolare nell'asset management e nell'investment banking
- il calo dei prezzi delle commodity, in particolare il prezzo del petrolio, sta provocando perdite sui prestiti nel settore dell'energia, creando preoccupazioni per una possibile inversione del ciclo delle obbligazioni societarie globali
- difficoltà iniziali con il nuovo Meccanismo di vigilanza unico (Single Supervisory Mechanism - SSM) guidato dalla BCE e concepito per regolamentare le banche dell'eurozona, hanno causato incertezza e fatto salire i costi di indebitamento delle banche all'inizio di quest'anno
- gli interventi della divisione di vigilanza della BCE hanno forse amplificato i problemi esistenti in alcuni settori bancari, come nel caso delle sofferenze delle banche italiane. Le stime sugli utili delle banche sono state pertanto riviste fortemente

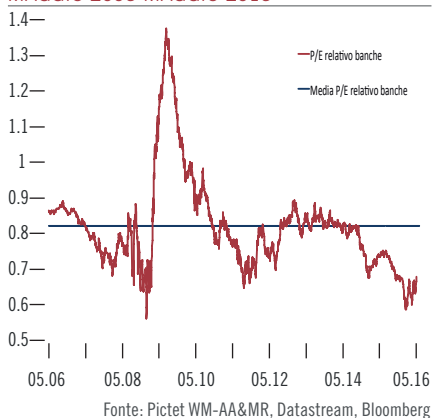
al ribasso: le stime sul rapporto prezzo/utile prospettico a 12 mesi sono scese del 16% nei primi cinque mesi del 2016, rispetto a una revisione al ribasso del 4% per il mercato azionario europeo. Anche le stime dei dividendi nel settore bancario sono state ridotte.

Da un punto di vista delle valutazioni, la sottoperformance e i downgrade degli utili delle banche europee negli ultimi trimestri hanno portato il settore a trattare con uno sconto inusuale rispetto al mercato. Il grafico 2 mostra il rapporto prezzo/utile (P/E) prospettico delle banche europee rispetto al principale indice azionario europeo negli ultimi 10 anni. Dal grafico si rileva che in media il settore ha trattato con uno sconto del 18% relativamente al mercato, rispetto all'attuale sconto di circa il 30%. A parte il culmine della crisi finanziaria globale del 2008, le banche non hanno mai trattato a un livello così basso rispetto al mercato negli ultimi 10 anni, neppure durante i momenti peggiori della crisi dell'eurozona del 2011/2012.

Le banche europee trattano a sconto rispetto al valore di libro, come le banche giapponesi

Sulla base dei rapporti prezzo/valore di libro (P/B), le banche europee stanno sempre più trattando a sconto rispetto al valore di libro, come si evince dal grafico 3. Le ultime volte che le banche hanno trattato a premio rispetto al valore di libro sono state prima della crisi finanziaria e per un breve periodo nel 2009 dopo un rimbalzo a breve termine. Da allora, lo sconto delle banche rispetto al valore di libro è continuamente aumentato. In un contesto di forte volatilità, tale sconto si è ampliato fino a circa il 30%, probabilmente con poche prospettive

GRAFICO 2: RAPPORTO PREZZO/UTILE (P/E) PROSPETTICO DELLE BANCHE EUROPEE RISPETTO ALL'INDICE STOXX EUROPE 600, MAGGIO 2006-MAGGIO 2016



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

di miglioramento per il resto dell'anno.

Lo sconto rispetto al valore di libro suggerisce che le banche europee non sono in grado di generare un rendimento tale da coprire il costo del capitale proprio. Attualmente, il loro ROE medio è di circa il 5%. Anche se il ROE medio dovesse migliorare al 7%-8% come previsto, sarebbe ancora un livello inferiore al costo del capitale proprio (che si aggira intorno al 10%, circa 2% in più del costo degli strumenti con rischio di credito più elevato, che rendono circa l'8%).

La situazione potrebbe peggiorare. Dopo avere evitato l'esperienza pericolosa dei tassi d'interesse negativi e con la previsione di tassi d'interesse della Fed più alti nei prossimi mesi, le banche americane trattano intorno al valore libro con un ROE dell'8%. Le banche giapponesi, dopo decenni di revisioni al ribasso dei multipli, trattano ora invece a circa la metà del loro valore di libro, con un sconto del 30% rispetto alle banche europee.

Le banche giapponesi operano da molti anni in un contesto di tassi d'interesse molto bassi. Mentre le

perdite sui crediti sono state limitate (come in Europa), i ROE delle banche giapponesi sono stati bassi per anni (3%-6% in media) a causa del loro margine netto da interessi impoverito da tassi d'interesse prima bassi e ora negativi. Il rendimento medio dei prestiti in Giappone è sceso all'1,2% sopra il tasso sui depositi, con un crollo del 35% negli ultimi 15 anni. Dato che il settore bancario europeo condivide alcune delle caratteristiche di quello giapponese, il timore è che stia prendendo la stessa strada. Il tasso medio sui prestiti in Europa è ancora pari a quasi il doppio di quello giapponese (circa il 2%-3% per i paesi core europei), ma sta scendendo.

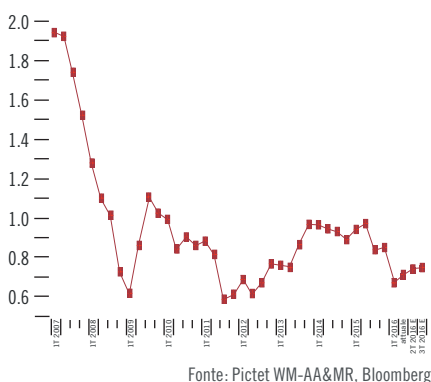
Vi è qualche modo per evitare che il settore bancario europeo contragga il «malessere giapponese», con valutazioni assolute (P/B) e relative (P/E) ancora più basse nei prossimi trimestri? Molto dipenderà, a nostro avviso, dal successo finale delle recenti politiche della BCE e dalla sostenibilità della ripresa. «L'Europa non è il Giappone» proclamano gli ottimisti ma, anche se siamo tendenzialmente d'accordo sotto molti punti di vista, in ultima analisi ciò che conta per il settore bancario è sapere se l'economia può tornare a un percorso di crescita nominale migliore, compresi dati e aspettative più elevati sull'inflazione. A questo riguardo, vediamo due possibili risultati per l'eurozona a medio termine.

La reflazione aiuterà le banche europee

Il nostro scenario principale è che la strategia della BCE per riflazionare l'economia avrà successo e che la reflazione fornirà un supporto alle banche europee. Mentre l'inflazione di base è rimasta bassa (sotto l'1% fino a

TEMA DEL MESE - LE BANCHE EUROPEE

GRAFICO 3: RAPPORTO PREZZO/VALORE DI LIBRO DELLE BANCHE EUROPEE, 1T 2007 - 3T 2016E



Fonte: Pictet WM-AA&MR, Bloomberg

poco tempo fa), la speranza della BCE è che gli effetti cumulativi delle varie misure non convenzionali che essa ha introdotto contribuiscano a riportare l'inflazione vicina al suo obiettivo del 2% sullo sfondo di un contesto generale più favorevole. Anche se i mercati finanziari non stanno attualmente scontando il successo delle politiche della BCE, la fiducia nelle banche centrali potrebbe aumentare più avanti. Nel contempo, le aspettative sull'inflazione trovano supporto nel rialzo dei prezzi delle commodity.

Alternativamente, le cose potrebbero peggiorare prima di migliorare. In questo scenario, la politica monetaria non riuscirebbe a fare risalire l'inflazione. La BCE difficilmente rinuncerà a cercare di aumentare i prezzi, ma qualcosa di nuovo dovrà essere tentato. Riteniamo che l'unica opzione credibile sarebbe l'inclusione di una risposta fiscale che potrebbe prendere diverse forme.

Va ricordato che il nuovo *fiscal compact* consente una maggiore flessibilità di bilancio durante i periodi economici particolarmente difficili. Qualsiasi risposta di bilancio di una certa entità non dovrebbe pertanto essere coordinata a livello comunitario. Potrebbe invece assumere la forma di una risposta di fatto da parte dei governi nazionali a un ulteriore peggioramento delle condizioni dell'economia che, unitamente ai continui acquisti di titoli di Stato e obbligazioni societarie da parte della BCE, potrebbe arrivare ad assomigliare molto a una forma di «helicopter money». In questo scenario alternativo la BCE potrebbe ancora ampliare il campo della sua politica monetaria esistente, inclusi gli acquisti di titoli e le TLTRO, ma l'elemento decisivo per una inversione nelle aspettative di mercato si baserebbe sulla politica di bilancio. Una combinazione di forte allentamento di bilancio e monetario potrebbe a nostro avviso produrre l'effetto di fare salire i prezzi.

In sintesi, anche se i tempi e la composizione della risposta di politica economica sono diversi a seconda dello scenario, prevediamo una graduale risalita dell'inflazione in entrambi i casi. Questa lenta e accidentata normalizzazione dei tassi d'inflazione probabilmente si tradurrà in curve dei rendimenti nominali più ripide, in particolare nei paesi *core* dell'eurozona, e questo dovrebbe avere un impatto netto positivo sui margini delle banche europee attraverso diversi canali di prezzi e di volumi.

Conclusioni

Nel complesso, l'attuale contesto di protratta bassa inflazione («low-inflation») e il precedente giapponese suggeriscono prudenza per quanto riguarda le prospettive a breve termine delle banche europee. Vi è una concreta possibilità di dovere convivere con tassi d'interesse bassi per un periodo prolungato, con continue pressioni sui margini delle banche e un ulteriore peggioramento delle loro stime sugli utili, accentuando i timori degli investitori circa la redditività. È pertanto raccomandabile un posizionamento prudente nel settore bancario, evitando la maggior parte dei nomi con ROE intorno al 5%-6%, che potrebbero rivelarsi trappole di valore. Le banche più attrattive sono i nomi di qualità o i player vincenti nelle rispettive aree, che hanno una redditività superiore alla media e bilanci solidi e sono in grado di distribuire con continuità generosi dividendi. Lloyds Banking Group, BNP Paribas e Intesa Sanpaolo potrebbero rientrare in questa categoria. A livello settoriale e dopo un lungo periodo di sottoperformance per le banche che le ha portate agli attuali multipli bassi rispetto alle serie storiche, siamo però anche del parere che gli investitori debbano essere pronti a reinvestire nel settore non appena l'inflazione dovesse risalire.

Contributori | Christophe Donay, Alexandre Tavazzi, Bernard Lambert, Jean-Damien Marie, Jacques Henry, Luc Luyet, Nadia Gharbi, Laureline Chatelain, Frederik Ducrozet **Redazione** | Aidan Manktelow, Kalina Moore, Isidore Ryan | Redazione terminata il 1° giugno 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.

DATI CHIAVE

Commodity e obbligazioni societarie in ripresa

Alcune delle caratteristiche più evidenti dell'anno sono state finora l'apprezzamento dello yen e il rimbalzo del prezzo del petrolio e di altre commodity. Anche la propensione per il rischio è tornata, con performance positive (in dollari USA) delle obbligazioni *high yield* statunitensi e dell'indice MSCI World.

I dati dei grafici e delle tabelle su questa pagina sono aggiornati al 31 maggio 2016

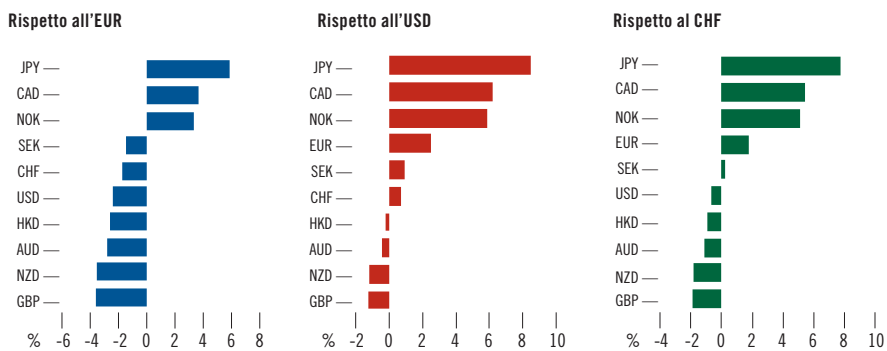
PRINCIPALI INDICATORI ECONOMICI

	Stime Pictet - (consenso*)			
Tassi di crescita del PIL	2014	2015	2016E	2017E
Stati Uniti	2.4%	2.4%	1.8% (1.8%)	2.0% (2.3%)
Eurozona	0.9%	1.5%	1.8% (1.6%)	1.7% (1.6%)
Svizzera	1.9%	0.9%	1.1% (1.1%)	1.6% (1.5%)
Regno Unito	2.9%	2.3%	1.9% (1.9%)	2.3% (2.2%)
Giappone	-0.1%	0.6%	0.6% (0.5%)	0.5% (0.5%)
Cina	7.3%	6.9%	6.5% (6.4%)	6.2% (6.2%)
Brasile	0.1%	-3.9%	-3.7% (-3.7%)	0.9% (0.7%)
Russia	0.5%	-3.3%	-1.6% (-1.3%)	1.2% (1.1%)

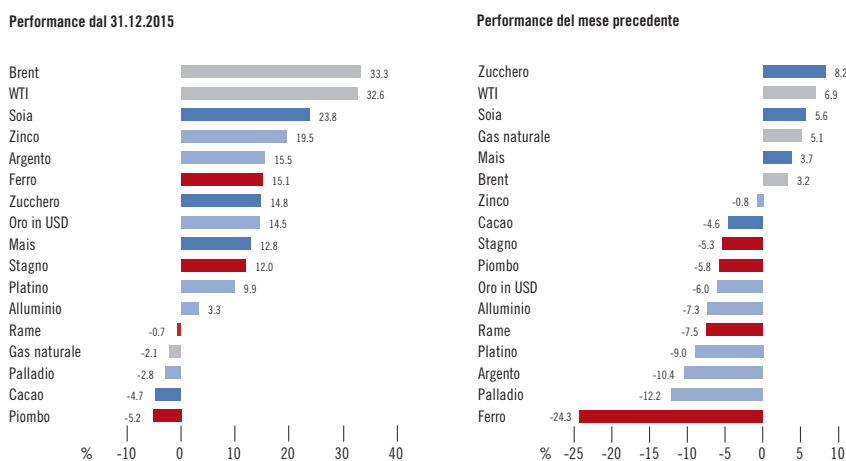
Inflazione (IPC) Media annuale (Brasile fine anno)	2014	2015	2016E	2017E
Stati Uniti	1.6%	0.1%	1.5% (1.2%)	2.4% (2.3%)
Eurozona	0.4%	0.0%	0.3% (0.2%)	1.4% (1.3%)
Svizzera	0.0%	-1.1%	-0.6% (-0.6%)	0.2% (0.2%)
Regno Unito	1.5%	0.0%	0.7% (0.7%)	1.8% (1.7%)
Giappone	2.7%	0.8%	0.2% (0.0%)	1.7% (1.5%)
Cina	2.0%	1.4%	2.2% (1.5%)	1.8% (1.7%)
Brasile	6.3%	9.0%	8.4% (7.0%)	5.5% (5.5%)
Russia	7.8%	15.5%	8.0% (7.5%)	5.9% (5.7%)

*Fonte: Consensus Economics Inc

VARIAZIONI DEI TASSI DI CAMBIO (DAL 31.12.2015)



COMMODITY

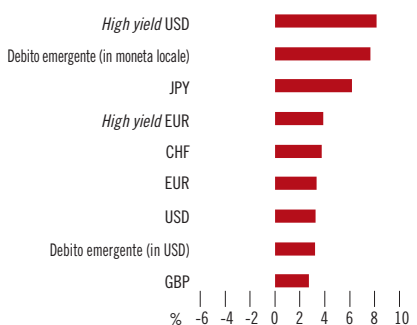


TASSI D'INTERESSE

	Breve termine (3 mesi)	Lungo termine (10 anni)
Stati Uniti	0.50%	1.8%
Eurozona	0.00%	0.2%
Svizzera	-0.75%	-0.3%
Regno Unito	0.5%	1.4%
Giappone	-0.1%	-0.1%
Cina	2.10% (1 anno)	2.4% (5 anni)
Brasile	14.25%	13.1%

MERCATI OBBLIGAZIONARI

Performance dal 31.12.2015



MERCATI AZIONARI

Performance dal 31.12.2015

	USD	EUR	CHF	GBP
MSCI World*	2.1%	-0.4%	1.4%	3.4%
S&P 500*	3.6%	1.1%	2.9%	4.9%
MSCI Europe*	-0.2%	-2.6%	-0.9%	1.0%
Tokyo SE (Topix)*	-2.3%	-4.6%	-2.9%	-1.0%
MSCI Pacific ex. Japan*	-0.4%	-2.8%	-1.1%	0.8%
SPI*	-1.6%	-4.0%	-2.3%	-0.4%
Nasdaq	-1.2%	-3.6%	-1.9%	0.1%
MSCI Em. Markets*	2.4%	-0.1%	1.7%	3.7%
Russell 2000	1.7%	-0.8%	1.0%	3.0%

* Dividendi reinvestiti

SETTORI

Performance dal 31.12.2015	Stati Uniti	Europa	Mondo
Industria	5.1%	1.5%	3.9%
Tecnologia	1.3%	-5.3%	0.6%
Materiali di base	7.3%	1.7%	7.3%
Telecomunicazioni	10.8%	-6.3%	5.5%
Salute	-1.8%	-8.6%	-3.3%
Energia	9.7%	3.8%	9.8%
Servizi di pubblica utilità	12.8%	-2.1%	6.8%
Finanza	-0.6%	-12.9%	-3.9%
Consumi di base	4.0%	1.0%	3.8%
Consumi voluttuari	0.8%	-8.3%	-2.0%

