

20%

La percentuale del reddito totale percepito dagli americani più ricchi (l'1% della popolazione)
Pagina 3

1,5%

La nostra stima per la crescita dell'eurozona quest'anno, rivista al ribasso rispetto all'1,8% come conseguenza del voto sulla Brexit
Pagina 4

7,4%

Crescita anno su anno degli investimenti fissi cinesi a maggio, che era stata sopra il 10% nei quattro mesi precedenti
Pagina 5

+7,9%

La performance dell'indice MSCI UK Large Cap a giugno
Pagina 6

102

Tasso di cambio dello yen contro dollaro USA a fine giugno, in rialzo dell'8% nel corso del mese
Pagina 7

8,8%

Il surplus delle partite correnti tedesche in rapporto al PIL
Pagina 9

+12,7%

Il rendimento complessivo dei Bund tedeschi trentennali a giugno
Pagina 10

-0,52%

Premio a termine degli US Treasury a 10 anni a metà giugno
Pagina 12

Il voto sulla Brexit porta a un cambiamento negli scenari. La strategia quantitativa dimostra la sua validità per la ricerca di rendimenti degli investimenti
Luglio 2016

Prospettive

La Brexit evidenzia i pericoli di polarizzazione politica



Cesar Perez Ruiz
Chief Investment Officer
Pictet Wealth Management

Il voto del Regno Unito a favore dell'uscita dall'Unione europea (UE) ha scosso i mercati a fine giugno, rivelando un paese profondamente diviso. Il principale meccanismo di trasmissione verso il resto dell'Europa è politico. Gli euroscettici in altri paesi UE hanno trovato incoraggiamento nel voto britannico, con i partiti populistici in Francia, Italia e nei Paesi Bassi che chiedono nuovi voti sulla permanenza nell'UE. Anche se l'UE27 deciderà probabilmente di tenere una linea di fermezza con il Regno Unito per scoraggiare altri paesi dal seguire la stessa strada, vi è chiaramente un rischio che la Brexit possa portare a una ulteriore frammentazione dell'UE.

È importante capire come siamo arrivati a una simile crisi. Le ragioni naturalmente sono molteplici (politiche, storiche, istituzionali). Unitamente all'opposizione all'immigrazione incontrollata, un tema comune sottostante all'aumento del populismo in tutto il mondo occidentale è la disuguaglianza, abbinata all'idea che i ricchi stanno diventando più ricchi, mentre i redditi dei poveri ristagnano. Vi sono dati a supporto di questa tesi. Gli economisti Thomas Piketty e Emmanuel Saez hanno calcolato che gli americani più ricchi (1% della popolazione) percepivano il 10% del reddito totale alla fine degli anni 1970, percentuale salita al 20% nel 2013. Le statistiche segnalano invece, nel migliore dei casi, una stagnazione dei redditi mediani negli Stati Uniti dalla fine del ventesimo secolo.

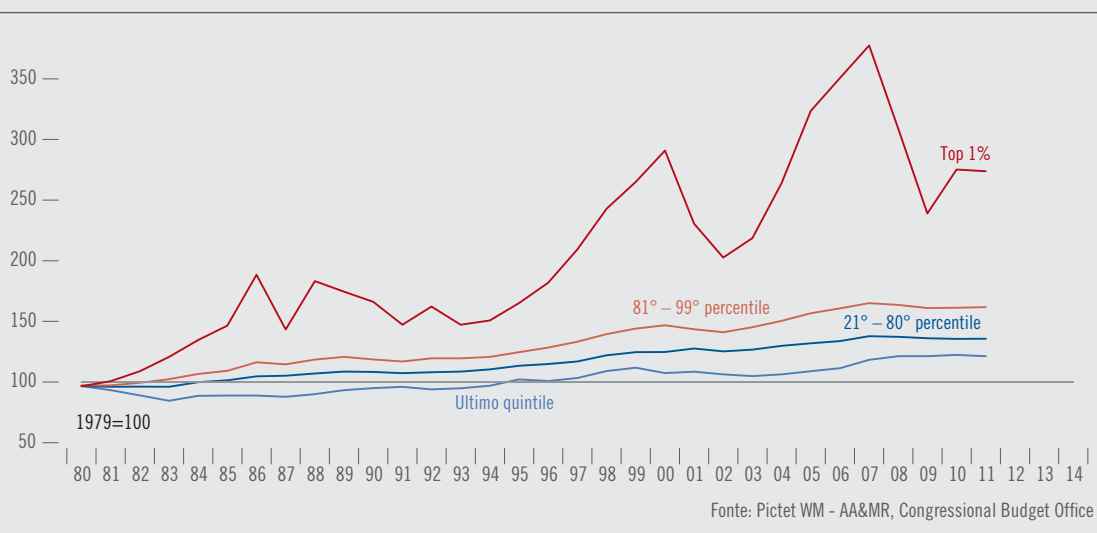
Si può dire che la situazione sia migliore in Europa? I dati pubblicati dall'agenzia statistica francese INSEE mostrano ad esempio che il reddito mediano in Francia è diminuito dell'1,1% tra il 2008 e il 2013, mentre il reddito delle famiglie con i redditi più bassi (10% della popolazione) è sceso del 3,5%. Non sorprende che le aree dell'Inghilterra (ma non della Scozia) con i redditi mediani più bassi sono state quelle più decisamente a favore della Brexit, mentre quelle con i redditi mediani più alti hanno votato altrettanto convintamente per rimanere nell'UE.

Prima delle importanti elezioni in Francia e Germania l'anno prossimo, l'Austria e l'Italia saranno il nuovo terreno di prova per l'aumento del populismo. Il primo ministro Matteo Renzi ha promesso di dimettersi se il referendum di ottobre da lui organizzato sulla riforma elettorale e l'abolizione della camera alta eletta del parlamento non dovesse passare. Il 1° luglio la corte suprema austriaca ha annullato i risultati delle elezioni presidenziali di maggio, che quindi dovranno essere ripetute (probabilmente a inizio autunno). Anche le elezioni presidenziali negli Stati Uniti a novembre destano preoccupazioni, con il demagogico Donald Trump che fa leva su sentimenti anti establishment simili a quelli che hanno animato la campagna sulla Brexit.

Il voto sulla Brexit potrebbe però anche rivelarsi un segno del livello di piena per il populismo, considerato il senso di presagio negativo che grava ora sull'economia britannica. Il messaggio proveniente dalla ripetizione delle elezioni generali spagnole il 26 giugno è infatti che il populismo non sta necessariamente guadagnando terreno. Il partito Popolare in carica ha aumentato il numero dei seggi rispetto alle inconcludenti elezioni di dicembre, mentre la formazione populista Podemos è rimasta al palo.

In ogni caso, l'attuale contesto di visibilità politica gravemente ridotta sta rendendo più difficili le decisioni d'investimento. Non sappiamo quale strada prenderà il Regno Unito. I governanti britannici non sembrano avere fretta di chiedere l'applicazione dell'ormai famoso «articolo 50» del Trattato europeo, che sancirà formalmente l'inizio del processo di uscita del Regno Unito dall'UE. La visibilità potrebbe migliorare se dovesse divenire chiaro che la Brexit alla fine non avverrà, o se, al contrario, si conosceranno presto un calendario preciso dell'uscita del

REDDITO MEDIO STATUNITENSE IN TERMINI REALI DOPO LE TASSE: ANDAMENTO PER GRUPPO REDDITUALE, 1975-2011



Regno Unito e i punti salienti delle sue future relazioni con l'UE. Per questo servirà una leadership politica. Tra l'altro, dipenderà da chi sarà il prossimo primo ministro britannico e dalla capacità di quest'ultimo/a di tenere unito il partito conservatore ed evitare elezioni politiche anticipate. Seguiremo con grande attenzione lo svolgersi degli sviluppi politici per vedere se avranno un impatto significativo sul nostro scenario macro, e agiremo opportunamente. Abbiamo già tratto vantaggio dall'aumento della volatilità dopo il voto sulla Brexit per monetizzare parte dei guadagni sulle opzioni *put* che avevamo aggiunto ai portafogli a maggio.

Considerato che il Regno Unito rappresenta solo il 4% del PIL mondiale, si tratta più che altro di una crisi del Regno Unito e dell'UE e non di una crisi globale. La Brexit sta indebolendo, ma non sconvolgendo, le prospettive di crescita dell'UE - abbiamo tagliato la nostra previsione di crescita del PIL per l'eurozona nel 2016 dall'1,8% all'1,5%. La crescita americana, molto meno legata alla Brexit e con migliori fattori demografici sottostanti rispetto all'Europa, sarà più resiliente. I problemi relativi alla disuguaglianza sono però lunghi dall'essere risolti anche lì. Per gran parte dell'attuale ciclo economico, la crescita della produttività negli Stati Uniti è stata molto bassa, proprio come in Europa, spiegando la debole dinamica dei salari negli ultimi anni e infondendo in molte persone la sensazione di essere stati lasciati indietro dalla ripresa economica. Un simile sviluppo può fare apparire credibili le facili soluzioni dei populisti.

Iniziano a venire avanzate idee di vasta portata per risolvere i problemi legati alla disuguaglianza. Ad esempio, la proposta di un reddito minimo di CHF 2500 pagato dallo Stato a tutti i cittadini sottoposta a referendum popolare in Svizzera a giugno, che ha raccolto solo il 24% dei consensi. Probabilmente altre iniziative di questo tipo seguiranno nei prossimi anni nel nord Europa.

Ma vi potrebbe essere ancora spazio per modi «tradizionali» di affrontare il problema della bassa crescita e della stagnazione che ha incoraggiato l'aumento del populismo nelle sue varie forme. Dopo anni di austerità nel mondo occidentale, si potrebbe indubbiamente fare di più per modernizzare l'istruzione, incoraggiare lo spirito imprenditoriale e l'innovazione e aumentare la spesa per investimenti (sia nel settore pubblico che in quello privato). L'Europa, per ottenere una inversione della tendenza verso il populismo, deve risolvere il problema della mancanza di crescita del reddito tra i segmenti che guadagnano meno.

Il voto britannico porta incertezza, ma per il momento non rischio sistemico

Il voto sulla Brexit del 23 giugno ha provocato turbolenze sui mercati finanziari. Le banche centrali sono però pronte a smorzare le tensioni e le economie cinese e americana, scarsamente esposte verso il Regno Unito, continuano la loro evoluzione relativamente positiva.

Christophe Donay, Bernard Lambert, Nadia Gharbi, Frederik Ducrozet e Dong Chen

🚩 Anche se la Brexit ci ha indotti a rivedere al ribasso le nostre stime sulla crescita britannica ed europea, non pensiamo che si tratti di una riedizione di un «momento Lehman».

Comprensibilmente, giugno è stato dominato dal referendum sulla Brexit nel Regno Unito. I mercati sono crollati non appena è divenuto chiaro che i votanti britannici avevano deciso di uscire dall'Unione europea, mentre le conseguenze politiche continuano ad appalesarsi. Di conseguenza, abbiamo rivisto al ribasso la nostra previsione di crescita per il Regno Unito quest'anno dall'1,8% all'1,3%. Riteniamo che l'inflazione britannica salirà allo 0,9% anziché allo 0,7%, poiché con la debolezza della sterlina aumenta l'inflazione importata. Siamo però dell'avviso che tutte le conseguenze della Brexit si vedranno solo nel 2017, quando l'economia britannica dovrebbe crescere appena dello 0,9%, molto meno della nostra stima precedente del 2,2%. Gli investimenti esteri nel Regno Unito probabilmente ristagneranno fino a quando la situazione non si chiarirà, e la spesa dei consumatori subirà un duro contraccolpo. Anche l'Unione europea risentirà degli effetti della Brexit. Invece di una crescita dell'1,7% nel 2017, ora pensiamo che l'UE crescerà del 1,3%.

Ma la Brexit non è assimilabile al tipo di rischio sistemico che aveva quasi fatto implodere il sistema finanziario globale nel 2008. Dato che l'economia britannica, in termini di parità dei poteri di acquisto, rappresenta solo il 2% dell'economia mondiale, il voto sulla Brexit dovrebbe avere un modesto impatto a livello globale, anche se riuscirà a frenare ulteriormente una crescita globale già priva di smalto (ora prevediamo una crescita del PIL mondiale dell'ordine del 3% sia nel 2016 che nel 2017, anziché del 3,2%). La Brexit non dovrebbe praticamente avere effetti sull'economia americana, per la quale continuiamo a prevedere una crescita dell'1,8% quest'anno e del 2% nel 2017.

La Brexit comunque probabilmente si tradurrà in una

duratura pressione al rialzo sulle condizioni finanziarie statunitensi, convincendo la Fed a divenire ancora più prudente riguardo alla stretta dei tassi. La Brexit ha determinato anche un apprezzamento dello yen, rendendo ancora più probabili ulteriori interventi della Bank of Japan per stabilizzare la moneta. Prevediamo che tutte le maggiori banche centrali del mondo interverranno per attenuare la volatilità nelle prossime settimane (un altro motivo per cui riteniamo che la Brexit non possa essere considerata l'equivalente di un «momento Lehman»), tramite ulteriori iniezioni di liquidità, nuove forme di allentamento monetario o acquisti di monete estere.

L'economia americana non dovrebbe risentire particolarmente dello choc della Brexit

Dopo il voto sulla Brexit, sono tornati i timori di una recessione negli Stati Uniti. I future sui *Fed funds* di conseguenza hanno reagito drasticamente. Al 29 giugno, il mercato stava in effetti scontando una probabilità del 10%-15% di un taglio dei tassi

«Nonostante le incertezze, restiamo relativamente tranquilli per il momento sulle nostre previsioni per l'economia americana»

della Fed a settembre. Tuttavia non siamo eccessivamente preoccupati. Il Regno Unito assorbe meno del 4% delle esportazioni americane e i paesi dell'UE circa il 18%, l'equivalente del 2,3% del PIL statunitense. Anche un forte rallentamento nell'UE avrebbe solo un limitato impatto diretto sulla crescita economica americana. Bisogna però ammettere che tramite il canale di trasmissione di una stretta delle condizioni monetarie e finanziarie, le implicazioni per l'economia statunitense potrebbero potenzialmente essere molto rilevanti. Fortunatamente, la restrizione delle condizioni finanziarie negli Stati Uniti è stata finora piuttosto modesta. Dal 23 giugno (appena prima che venissero annunciati i risultati del referendum sulla Brexit) al 29 giugno, il dollaro USA *trade weighted* si è apprezzato in termini reali di circa il 2,0%, pur rimanendo al di sotto del valore registrato mediamente nel 1° trimestre. La restrizione delle condizioni monetarie e finanziarie negli Stati Uniti è stata complessivamente contenuta.

Ciononostante, con un peggioramento delle prospettive economiche europee e probabilmente alcune risposte di politica economica da parte delle banche centrali europee, la pressione al rialzo delle condizioni finanziarie statunitensi potrebbe rivelarsi un fenomeno duraturo. In questo nuovo contesto, la Fed probabilmente agirà in modo ancora più prudente che in precedenza. Continuiamo a prevedere un

BREXIT: CAMBIAMENTI NELLO SCENARIO PRINCIPALE PICTET RIGUARDO ALLA CRESCITA E ALL'INFLAZIONE

	Regno Unito		Eurozona	
	Prima della Brexit	Dopo la Brexit	Prima della Brexit	Dopo la Brexit
PIL IN TERMINI REALI				
2016	1,8%	1,3%	1,8%	1,5%
2017	2,2%	0,9%	1,7%	1,3%
INFLAZIONE				
2016	0,7%	0,9%	0,3%	0,1%
2017	1,7%	1,9%	1,3%	1,1%

Fonte: Pictet WM - AA&MR

aumento di 25 pb quest'anno, che però potrebbe avvenire più probabilmente a dicembre anziché a settembre. Per il 2017 abbiamo rivisto le nostre previsioni da tre aumenti di 25 pb a due.

Le attuali incertezze creano rischi di ribasso per la crescita e l'inflazione negli Stati Uniti. Restiamo comunque relativamente tranquilli per il momento sulle nostre previsioni per l'economia americana. Continuiamo a prevedere una crescita media del PIL statunitense dell'1,8% nel 2016 e del 2,0% l'anno prossimo. Anche le nostre previsioni sull'inflazione rimangono invariate. L'inflazione core PCE anno su anno dovrebbe chiudere all'1,9% nel 2016 e al 2,2% nel 2017.

I politici e la BCE detteranno le sorti dell'eurozona

Abbiamo rivisto le nostre previsioni economiche per l'eurozona dopo il voto sulla Brexit, abbassando la stima sulla crescita del PIL per i prossimi due anni all'1,5% nel 2016 e all'1,3% nel 2017. Focalizzandosi sull'impatto diretto tramite i collegamenti commerciali e finanziari, il nostro modello macroeconomico in-house indica una flessione dell'attività simile a quella menzionata dalla BCE (circa lo 0,50% nei prossimi tre anni). I rischi al ribasso a nostro avviso prevalgono, incluso un contagio politico ad altri stati membri, a seconda della forma che prenderanno gli eventuali futuri negoziati tra il Regno Unito e l'Unione europea, nonché fattori relativi a singoli paesi. In Spagna, un governo di minoranza di centro destra sembra mediamente più probabile dopo le elezioni generali del 26 giugno, anche se una terza tornata elettorale non può essere esclusa. In Italia, il premier Renzi ha dichiarato di essere pronto a dimettersi in caso di bocciatura delle sue riforme costituzionali nel referendum a ottobre. Gli ultimi sondaggi indicano un margine molto ristretto per il risultato, mentre il settore bancario italiano rimane estremamente fragile.

Alla fine, lo scenario più favorevole per i mercati finanziari europei sarebbe una nuova spinta verso l'integrazione europea e, se possibile, alcune misure di bilancio mirate. Purtroppo non vi sarà molta propensione politica per grandi iniziative in vista delle elezioni generali in Francia, Germania e nei Paesi Bassi il prossimo anno. Questo potrebbe portare a una situazione di grave tensione finanziaria.

Una crisi di liquidità bancaria sembra però improbabile, grazie al supporto della BCE. In definitiva, la banca centrale dovrebbe rispondere a segnali che le condizioni finanziarie stanno restringendosi e i dati sull'attività economica indebolendosi. L'intervento della BCE dovrebbe essere inizialmente verbale prima di passare più formalmente a una estensione del QE oltre la scadenza indicativa di marzo 2017 e all'annuncio di aumentare i limiti per gli emittenti, un ampliamento dell'universo per gli acquisti di titoli o una limitata revisione

del criterio «capital key». Condizioni TLTRO più convenienti sono anche probabili in caso di una pressione sostenuta sul settore bancario.

I responsabili della politica economica cinese alzano il piede dall'acceleratore

Nonostante il permanere di molte incertezze, l'impatto diretto della Brexit sull'economia reale della Cina sarà probabilmente limitato, dato che il Regno Unito rappresenta solo il 2,5% delle esportazioni totali cinesi e poco più dell'1% delle importazioni. Oltre al canale commerciale, si deve prestare attenzione al possibile contagio finanziario tramite la moneta e i flussi di capitale. L'impatto della Brexit sull'Asia emergente, Cina inclusa, finora però è stato modesto. La recente ondata di deprezzamento dello yuan rispetto a un paniere di monete di partner commerciali non ha provocato turbolenze finanziarie simili a quelle osservate alla fine dello scorso anno. I flussi di capitale in uscita dalla Cina sono diminuiti notevolmente negli ultimi mesi, indicando che le decisioni di inasprimento dei controlli sui capitali sono efficaci e che gli investitori si stanno gradualmente adattando al nuovo regime di tassi di cambio.

Dopo la brusca decelerazione della crescita lo scorso anno, le autorità cinesi avevano aumentato progressivamente gli stimoli all'economia. Ora vi sono segnali che i responsabili della politica economica hanno alzato nuovamente il piede dall'acceleratore. L'espansione dei prestiti delle banche è chiaramente rallentata. Nei primi due mesi del 2° trimestre, i nuovi prestiti delle banche sono scesi a un tasso annuale del 4,2% rispetto all'incremento del 25,5% nel 1° trimestre. I cambiamenti nel *total social financing*, una misura più completa della dinamica del credito, sono ancora più allarmanti. L'attività economica è diminuita in parallelo con il rallentamento dell'espansione del credito. La crescita anno su anno degli investimenti fissi è diminuita al 7,4% a maggio dopo essere stata sopra il 10% per quattro mesi consecutivi. Anche gli investimenti negli immobili hanno iniziato a perdere slancio.

Riteniamo che le politiche monetarie rimarranno prudenti per il resto dell'anno, lasciando alle politiche monetarie un ruolo maggiore per sostenere la crescita. Il budget governativo di quest'anno ha proposto un deficit di bilancio equivalente al 3% del PIL, rispetto al 2,4% del 2015. Se includiamo l'emissione aggiuntiva di obbligazioni degli enti locali, i prestiti tramite le «policy bank» e l'aumento delle vendite di terreni, l'effettivo deficit di bilancio potrebbe essere pari a circa il 10% del PIL.

Complessivamente, prevediamo che l'economia cinese continuerà sul suo percorso per il resto dell'anno, grazie al supporto della politica economica. Manteniamo pertanto la nostra stima di crescita del PIL in termini reali del 6,5% nel 2016.

Le incognite della Brexit enfatizzano l'esigenza di restare reattivi

Il referendum sulla Brexit ha aperto un periodo di incertezza per i mercati rischiosi. In tale contesto, i titoli di Stato rifugio svolgono il loro tradizionale ruolo di protezione, mentre il dollaro USA e lo yen subiscono una pressione rialzista.

Christophe Donay, Jacques Henry, Luc Luyet e Alexandre Tavazzi

MERCATI FINANZIARI

Performance in % degli indici finanziari in moneta locale. Dati al 30.06.2016

	Indice	Dal 31.12.2015	Mese precedente
Azioni statunitensi*	USD S&P 500	3.8%	0.3%
Azioni europee*	EUR STOXX Europe 600	-7.4%	-4.8%
Azioni mercati emergenti*	USD MSCI Emerging Markets	6.6%	4.1%
US Treasury*	USD ML Treasury Master	5.7%	2.3%
Obbligazioni societarie <i>investment grade</i> statunitensi*	USD ML Corp Master	7.6%	2.2%
Obbligazioni societarie <i>high yield</i> statunitensi*	USD ML US High Yield Master II	9.3%	1.1%
Hedge fund	USD Credit Suisse Tremont Index global**	-1.5%	0.4%
Commodity	USD Reuters Commodities Index	9.3%	3.4%
Oro	USD Oncia troy oro	24.4%	8.8%

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

* Dividendi/cedole reinvestiti ** fine maggio 2016

La Brexit pone numerosi interrogativi per i responsabili delle strategie d'investimento. La diversificazione di portafoglio assume nuova importanza in un contesto condizionato dall'evoluzione della situazione politica in Europa.

Il momento di rimanere in attesa

Gli *strategist* di mercato devono aspettarsi un periodo di ridotta visibilità dopo il referendum sulla Brexit del 23 giugno nel Regno Unito. L'impatto immediato della vittoria dei Brexiteers non si è fatto attendere. Le attività rischiose di ogni tipo sono immediatamente crollate - in particolare le azioni e le obbligazioni societarie *high yield* europee e i titoli di Stato della periferia dell'eurozona - prima che i segnali di intervento delle banche centrali contribuissero a un loro recupero. Tutte le attività rifugio - come gli US Treasury e i Bund a più lunga scadenza, lo yen, l'oro fisico e il franco svizzero - hanno messo a segno guadagni a breve termine come risultato della volatilità provocata dalla Brexit.

Ma non bisogna dimenticare che oltre all'Unione europea vi è tutto il mondo. Le obbligazioni e le monete dei mercati emergenti al di fuori dell'Europa hanno reagito con relativa calma ai risultati del

referendum sulla Brexit. Prevediamo che l'impatto del voto britannico sulla crescita globale sarà modesto. Nella stessa Europa vi sono segnali che, dopo lo choc iniziale, le attività rischiose possano stabilizzarsi per qualche tempo mentre i partecipanti dei mercati cercheranno di capire quali forme prenderà la Brexit. Ma quale sarà il loro andamento futuro rimane una domanda aperta, cui solo i politici possono rispondere.

Naturalmente la visibilità migliorerebbe se divenisse chiaro che grazie a qualche provetta manovra politica l'uscita del Regno Unito dall'UE alla fine non avverrà affatto. Le attività rischiose reagirebbero positivamente a un simile sviluppo. Se però, come tutti i fronti sono convinti nell'affermare, il Regno Unito finirà con l'uscire dall'UE, allora i mercati si focalizzeranno sulla forma di tale uscita. Le attività rischiose sarebbero colpite in modo particolare in caso di una uscita «hard», che non lasciasse alcun accesso preferenziale delle esportazioni del Regno Unito all'UE. Anche se non in modo entusiastico, le attività rischiose potrebbero reagire meno negativamente in caso di una uscita «soft», con qualche accesso preferenziale all'UE per le

esportazioni britanniche in cambio di qualche concessione significativa.

Semplicemente non sappiamo quale di questi scenari si verificherà. Non è nemmeno chiaro che un «lieto fine» nella forma di una permanenza del Regno Unito nell'UE possa creare un contesto risk on di tipo duraturo, poiché i mercati tornerebbero presto a concentrare la loro attenzione sui fattori di rischio già esistenti (ad es. la mancanza di slancio nella crescita degli utili e del PIL). In sintesi, la nostra idea è che i partecipanti dei mercati dovranno semplicemente rimanere in attesa fino a quando la nebbia non si dissolverà. Non sappiamo quanto tempo servirà. In queste condizioni, la diversificazione di portafoglio assume un nuovo significato, comportando una costante ricerca delle tipologie di attività che siano al tempo stesso liquide e il più possibile decorrelate dalle principali fonti di rischio, in modo da assicurare che i portafogli siano pronti per sopportare ulteriori choc politici.

Azioni: non c'è tempo per pensare

Il risultato del referendum sulla Brexit ha aperto un periodo di incertezza per i mercati azionari. Prima del voto, le valutazioni di mercato avevano raggiunto livelli vicini ai loro precedenti picchi (circa 18x negli Stati Uniti e 16x in Europa), divenendo pertanto vulnerabili alle cattive notizie. I mercati finanziari sono stati rapidi nella scelta tra vincitori e perdenti per la Brexit. Tra i primi, le grandi aziende britanniche, che dovrebbero beneficiare del cambio molto competitivo (a giugno la sterlina ha perso il 9% nei confronti dell'USD) e della loro esposizione internazionale. L'indice MSCI UK Large Cap ha guadagnato il 7,9% a giugno, mentre l'indice Small Cap

(che dipende dall'economia interna) ha perso il 6,8% (performance in GBP).

I mercati hanno adottato un posizionamento negativo sulle economie dei paesi periferici dell'eurozona e i loro settori finanziari. Le banche greche, italiane e spagnole hanno fatto sprofondare l'indice del settore bancario generale del 17% nel corso del mese. In assenza di un chiaro processo politico, le performance dell'indice generale mascherano pertanto una realtà molto polarizzata.

Nelle prossime settimane, gli analisti adegueranno le loro stime al nuovo contesto (minore crescita europea, sterlina debole e tassi d'interesse a lungo termine più bassi). Escludendo il Regno Unito, il rapporto P/E dell'indice Stoxx Europe 600 è sceso da 16x a 15,6x e il suo tasso di crescita degli utili per azione migliora dal 2,5% al 5,6%. Considerata l'attuale incertezza, gli investitori comunque difficilmente accetteranno questi numeri acriticamente, ma continueranno invece a monitorare attentamente le decisioni politiche e, in particolare, le mosse delle banche centrali. In momenti come questi è necessario restare reattivi.

Gli US Treasury proteggono il portafoglio

Il ruolo dei titoli di Stato considerati più sicuri per la protezione dei portafogli in tempi di turbolenza dei mercati finanziari non è venuto meno nonostante i bassi tassi d'interesse.

A giugno, gli US Treasury a 10 anni hanno prodotto una performance del 3,3%, sovraperformando i Bund tedeschi a 10 anni (+2,6%). Anche i JGB a 10 anni hanno guadagnato l'1,3% (tutte le performance in moneta locale). In tempi di rischio accentuato, quanto più lunga la

duration, tanto migliore la performance: nel mese gli US Treasury a 30 anni e i Bund tedeschi trentennali hanno guadagnato rispettivamente il 7,1% e il 12,7%. Il rialzo dell'oro è stato simile (+8,8% a giugno). Le attività con ruolo di protezione hanno messo a segno rendimenti molto elevati nel primo semestre 2016: rispettivamente +24,4%, +16,3% e +29,6% per l'oro, gli US Treasury a 30 anni e i Bund tedeschi trentennali.

Il Giappone risente della forza dello yen

La stretta correlazione tra il tasso di cambio dello yen contro USD e il TOPIX è rimasta valida a giugno. Il TOPIX ha pertanto largamente sottoperformato nel mese, perdendo il 9,6% rispetto al -4,8% dello Stoxx Europe 600 e al modesto +0,3% dello S&P 500 (tutti i rendimenti in moneta locale). La caduta del TOPIX è spiegata soprattutto dagli effetti cambio. In termini di USD, il TOPIX ha infatti perso «solo» il 2,3%. Lo yen ha raggiunto quota 102 contro USD a fine giugno, un ulteriore apprezzamento dell'8% nel mese, con metà di questo apprezzamento dovuto al voto sulla Brexit e alla conseguente corsa degli investitori verso gli investimenti rifugio, compreso lo yen. L'attuale livello dello yen è una fonte di preoccupazione, poiché la maggior parte degli analisti e delle aziende ha utilizzato 105 come base per la previsione degli utili 2016. A giugno gli analisti hanno rivisto al ribasso le loro stime sugli utili del 2,2% per l'indice TOPIX. Questa tendenza sfavorevole potrebbe peggiorare ulteriormente in mancanza di una inversione dei mercati dei cambi, mettendo a rischio la previsione di una crescita degli utili del 15% per quest'anno.

La Fed rimarrà prudente

Dopo i deludenti dati sull'occupazione statunitense a maggio, la riunione del Federal Open Market Committee del 14-15 giugno non ha sortito decisioni significative. Dopo la Brexit, è probabile che la Fed aspetti più a lungo prima di alzare i tassi. Le nostre previsioni di un miglioramento dei dati americani rendono un aumento dei tassi a dicembre relativamente probabile, un evento che non veniva affatto scontato dai mercati a fine giugno. Nel contempo lo yuan cinese ha continuato a deprezzarsi contro un paniere *trade weighted* di monete (la variazione da inizio anno è stimata nel -5,9%), indipendentemente dalla performance del dollaro USA. Questo è in contrasto con l'asserzione della People's Bank of China di volere tenere lo yuan abbastanza stabile nei confronti del suo paniere di monete, ma indica dove le autorità cinesi vorrebbero che lo yuan andasse. I fattori a supporto della forza del dollaro USA sono pertanto numerosi.

Nuvole scure sulla domanda di petrolio

Lo scorso mese avevamo evidenziato la natura sempre più volatile dell'offerta di petrolio considerati i livelli strutturalmente più elevati delle interruzioni di fornitura. Ora, al passaggio tra giugno e luglio, l'accentuazione dell'incertezza dopo il voto sulla Brexit nel Regno Unito pone un rischio sulla domanda globale di petrolio. Se si tiene conto anche del nostro scenario di un apprezzamento del dollaro USA nei prossimi mesi e delle numerose posizioni *long* sul petrolio in essere, la probabilità di una correzione temporanea del prezzo del petrolio è notevolmente aumentata.

Miglioramento del saldo delle partite correnti in molti paesi

Grazie in particolare al calo del prezzo del petrolio, il conto corrente della bilancia dei pagamenti di molti paesi importatori di commodity è migliorato. Questo è molto importante per i mercati emergenti, per cui un saldo favorevole delle partite correnti viene considerato di aiuto per accumulare riserve di valute estere e migliorare la capacità di sopportare la volatilità dei mercati dei capitali, ad esempio in caso di un rialzo dei tassi d'interesse americani. Al notevole surplus delle partite correnti della Germania viene invece attribuita la colpa di ridurre la domanda in tutta Europa e accentuare le pressioni deflazionistiche.

+9,9%

Secondo il Dipartimento del commercio statunitense, **il deficit delle partite correnti degli Stati Uniti è aumentato del 9,9% nel 1° trimestre 2016, a USD 124,7 mld, il più alto livello da oltre sette anni**, con un calo delle esportazioni di beni e un declino degli investimenti dall'estero. L'ammontare di tale aggregato nel 1° trimestre ha rappresentato il 2,7% del PIL americano, ben al di sotto del massimo record del 6,3% raggiunto nel 4° trimestre 2005.

USD 412 mln

Ad aprile il Brasile ha registrato il suo primo surplus delle partite correnti da sette anni. Il saldo del conto corrente è stato pari al controvalore di +USD 412 mln, rispetto a un deficit di USD 857 mln nel mese precedente e un deficit di USD 6 mld ad aprile 2015. Questo miglioramento riflette il forte calo nella domanda di importazioni in un Brasile attanagliato nella recessione e l'impulso alle esportazioni fornito dal deprezzamento del real brasiliano.

- USD 2,96 mld

Il deficit delle partite correnti della Turchia è diminuito per il nono mese consecutivo ad aprile, a USD 2,96 mld ad aprile rispetto a USD 3,86 mld dell'anno precedente. Questo miglioramento è stato interamente dovuto al calo dei prezzi dell'energia importata. Se si escludono l'oro e l'energia, il saldo non è migliorato rispetto all'anno precedente. **Il deficit delle partite correnti della Turchia è diminuito dal 9,6% del PIL nel 2011 al 4,5% a fine 2015.**

6,9%

In base ai dati dell'Office for National Statistics, **il deficit delle partite correnti britanniche ha registrato un livello record di GBP 32,7 mld (equivalente al 7,2% del PIL) nell'ultimo trimestre del 2015**, con un peggioramento rispetto ai GBP 20,1 mld del trimestre precedente. Anche se i dati dei primi tre mesi del 2016 mostrano un netto miglioramento nella bilancia commerciale del Regno Unito (il deficit è sceso al 6,9% del PIL), il conto corrente della bilancia dei pagamenti del paese è stato costantemente in deficit negli ultimi 15 anni.

EUR 25,6 mld

Il saldo commerciale della Germania ha toccato EUR 25,6 miliardi ad aprile, in rialzo rispetto a EUR 21,8 mld di un anno prima. Le esportazioni sono aumentate del 3,8% rispetto all'anno precedente, mentre le importazioni sono rimaste virtualmente invariate. Secondo i dati della Commissione europea, **nel 2015 il conto corrente della Germania ha raggiunto un controverso massimo dell'8,8% del PIL.**

USD 48,1 mld

Il surplus delle partite correnti cinesi è diminuito da un preliminare USD 85,3 mld nel 4° trimestre 2015 a USD 48,1 mld nel 1° trimestre 2016. **Il conto corrente della Cina aveva raggiunto un massimo record di USD 1331 mld nel 4° trimestre 2008, ma è poi generalmente sceso come percentuale del PIL (2,7% nel 2015 rispetto al 9,3% nel 2008)** con lo spostamento dell'attenzione dei responsabili della politica economica sul rafforzamento dell'economia domestica.

7,7%

I dati pubblicati a giugno hanno mostrato che il surplus delle partite correnti coreane collegato ai commerci con le economie cinese e americana in decelerazione è diminuito di circa il 20% rispetto all'anno precedente. **La Corea ha comunque avuto generalmente surplus delle partite correnti per tutto il decennio: nel 2015 il saldo è salito a USD 105,9 mld (7,7% del PIL)** grazie al calo dei prezzi dell'energia a livello globale

2,9%

Ad aprile il Giappone ha registrato un surplus delle partite correnti per il 22° mese consecutivo. Il saldo (+JPY 1,8 trilioni, USD 17,9 mld) è stato superiore del 42% rispetto all'anno precedente. Il surplus giapponese è arrivato al 2,9% del PIL nel 2015, il suo livello più elevato dal 2010, grazie anche al calo dei prezzi delle commodity.

0,1%

Il saldo delle partite correnti dell'India è passato a un deficit di USD 7,1 mld nel 4° trimestre 2015 a USD 0,3 mld nel 1° trimestre 2016 (0,1% del PIL). Questo miglioramento rischia comunque di essere annullato dal rialzo del 40% del prezzo del petrolio. L'ultima volta che l'India ha registrato un surplus delle partite correnti è stata nel 1° trimestre 2007.

I mercati alle prese con le ricadute del voto sulla Brexit

Nonostante il recupero dei listini azionari a fine mese, il voto a favore dell'uscita dall'UE ha determinato un notevole incremento della volatilità - sia prima che dopo il referendum. Gli investimenti rifugio come i titoli di Stato più sicuri, l'oro fisico e le monete come lo yen, il franco svizzero e il dollaro USA hanno tutti registrato un rialzo a giugno.

Azioni

Il mondo «B»

I mercati si adattano a una nuova realtà.

Il risultato del referendum nel Regno Unito sulla Brexit ha colto i mercati di sorpresa. L'ampiezza dei movimenti di mercato nei giorni successivi è stata eccezionale e ciò si è riflesso nei rendimenti mensili di giugno. In moneta locale, lo Stoxx Europe 600 ha perso il 4,8%, mentre lo S&P 500 è riuscito a guadagnare lo 0,26%. Le performance dei mercati italiani (-9,5%), spagnolo (-9,06) e greco (-15%) sono una chiara indicazione che la principale sfida della Brexit è una ulteriore integrazione dell'UE. Gli investitori hanno venduto le azioni delle banche, percepite come fragili in un mondo di tassi obbligazionari ultra bassi e di rinnovate tensioni europee. L'indice Stoxx Euro 600 Banks ha perso il 17,6% in euro.

Grazie a una flessione della sterlina del 9%, l'indice FTSE100 ha guadagnato il 4,7% (in GBP) a giugno. Una moneta debole è un chiaro vantaggio per le componenti dell'indice, che generano l'87% del loro fatturato fuori dal Regno Unito. L'indice MSCI Emerging Market ha guadagnato il 4% nel mese, come riflesso del rialzo del 4% dei prezzi delle commodity. La volatilità europea è aumentata, arrivando a toccare il 39,9% prima di chiudere il mese al 26%. Negli Stati Uniti, l'indice VIX ha raggiunto un massimo del 25% e a fine giugno si è attestato al 15%.

Le previsioni macroeconomiche si adegueranno alla nuova realtà, così come le previsioni sugli utili. Rispettivamente a 15,5x e 17,9x a inizio luglio, i multipli europei rimangono vicini ai massimi registrati in precedenza. I livelli delle valutazioni rimarranno instabili fino a quando le stime non rifletteranno la nuova realtà. Il periodo di incertezza è appena iniziato.

Obbligazioni

Corsa verso i titoli di Stato rifugio

I titoli di Stato più sicuri hanno sovraperformato rispetto agli omologhi dei paesi periferici, in un contesto di accresciuta incertezza.

Il voto a favore della Brexit ha causato una corsa verso la sicurezza sui mercati finanziari. In questo contesto risk off, i titoli rifugio come gli US Treasury e i Bund tedeschi hanno messo a segno complessivamente una performance positiva a giugno - con un guadagno del 12,7% nel caso del Bund tedesco trentennale. Dopo il referendum britannico, il tasso degli US Treasury a 10 anni è diminuito di 38 pb all'1,47% mentre quello dei Bund a 10 anni è passato in territorio negativo, raggiungendo il -0,13%.

Il timore che la Brexit possa portare a una implosione dell'UE ha fatto allargare di 20 pb lo spread dei titoli di Stato decennali italiani e portoghesi rispetto ai Bund a giugno. Gli spread dei titoli di Stato spagnoli si sono ampliati solo di poco grazie al risultato relativamente gradito dal mercato nelle elezioni generali del 26 giugno. L'incertezza politica dovrebbe comunque continuare a pesare sulla performance dei bond periferici, che potrebbero registrare un allargamento degli spread nel corso dell'estate. Per una inversione della recente sottoperformance dei bond periferici rispetto alla Germania, servono i seguenti miglioramenti: una decisione sul problema dei crediti in sofferenza che assilla le banche italiane, la vittoria del referendum del governo italiano sulle riforme costituzionali a ottobre e la formazione di uno stabile governo di minoranza di centro destra in Spagna. Fino ad allora, i tassi sui titoli di Stato rifugio come gli US Treasury e i Bund tedeschi dovrebbero rimanere bassi e offrire agli investitori una protezione efficace, in un contesto di volatilità elevata.

Obbligazioni societarie

La Brexit colpisce le emissioni europee

*Con la Brexit le obbligazioni societarie in euro hanno sottoperformato rispetto alle omologhe in USD.**

A fine giugno la Brexit ha provocato turbolenza sui mercati finanziari, determinando la sottoperformance dell'*high yield* (HY), il segmento obbligazionario più rischioso. Nel mese, l'HY in euro ha sottoperformato rispetto all'HY in dollari in termini di rendimento complessivo (-0,3% rispetto a +1,1%), a causa della maggiore esposizione dell'Europa verso il settore bancario (22% nell'HY euro rispetto al 5% per l'HY USD) e le società britanniche (11% nell'HY in euro rispetto al 3% nell'HY in USD), due segmenti che hanno preoccupato gli investitori a fine giugno. Da notare anche che i titoli finanziari rappresentano il 45% del debito nel segmento HY finanziario in euro. Le banche italiane hanno sottoperformato rispetto alle loro omologhe a causa dell'elevata incidenza dei crediti in sofferenza (12%). Nel complesso, le banche europee hanno sofferto per l'appiattimento della curva dei rendimenti tedesca (con la discesa dei tassi a lungo termine) e la previsione di un rallentamento dell'economia europea legato alla Brexit.

Il segmento *investment grade* (IG) ha beneficiato della diminuzione dei tassi sui titoli di Stato, con l'IG in dollari sceso di 27 pb al 2,9%. Anche l'IG americano ha sovraperformato rispetto all'IG europeo in termini di rendimento complessivo, chiudendo al +2,2% contro il +1% per l'indice in euro. Guidati dalla politica europea, i mercati finanziari potrebbero rimanere volatili nel corso dell'estate, con le obbligazioni societarie in USD che sovraperformeranno rispetto alle omologhe in euro. L'HY in euro potrebbero continuare a sottoperformare fino a quando le prospettive finanziarie per le banche europee non miglioreranno.

* Dati basati sugli indici Bank of America Merrill Lynch

Hedge fund

Resilienza nella confusione post Brexit

Mentre i britannici votavano a favore dell'uscita dall'UE, i gestori di hedge fund hanno dimostrato resilienza e fornito protezione contro i ribassi.

Prima del referendum sulla Brexit, i gestori di hedge fund si erano per lo più posizionati in modo risk off. Nelle settimane precedenti al voto i sondaggi di opinione hanno infatti continuato a oscillare tra una vittoria del «remain» e una vittoria del «leave», e viceversa. Appena prima del voto i mercati e i bookmaker puntavano su una vittoria del «remain» e la Brexit veniva considerata come un potenziale evento estremo. Visto l'esito binario, i gestori hanno adottato un atteggiamento di prudenza senza prendere rischi importanti nei loro portafogli. Secondo i primi indicatori di performance, sembra che la maggior parte dei gestori di hedge fund non abbia subito perdite eccessive oltre le aspettative strategiche dopo l'annuncio della vittoria del fronte del «leave». I gestori *global macro*, CTA e *relative value* sono infatti riusciti a cavalcare l'accresciuta volatilità dei mercati con successo, grazie a posizionamenti tattici. In particolare i gestori CTA *trend following*, posizionati long sia sul reddito fisso che sul dollaro USA hanno mediamente messo a segno forti guadagni il 24 giugno, il giorno dell'annuncio dei risultati del referendum. I gestori *global macro* hanno tratto vantaggio dalla debolezza dei cambi, registrando modesti guadagni e anche i gestori *relative value* con profili *long volatility/long convexity* hanno ottenuto performance positive. I gestori azionari e obbligazionari basati sui fondamentali sono stati invece penalizzati dalla turbolenza, anche se i loro drawdown sono stati inferiori rispetto a quelli dei mercati.

Metalli preziosi

Supportati dalle incertezze

Le incertezze collegate alla Brexit hanno fatto aumentare la domanda di metalli preziosi motivata dalla sicurezza.

Le performance dei metalli preziosi a giugno sono state significativamente influenzate dal referendum britannico sull'UE. La previsione di un risultato di misura aveva in effetti creato una domanda di investimenti rifugio come l'oro e l'argento anche prima di conoscere l'esito del voto. Con la decisione del Regno Unito di uscire dall'UE è probabile che le incertezze persisteranno per diverso tempo, supportando ulteriormente la domanda di questi due metalli preziosi.

La Brexit è però più che altro un evento europeo e difficilmente avrà effetti significativi sull'economia globale, in particolare sugli Stati Uniti. È vero che la Brexit potrebbe incoraggiare politiche monetarie più accomodanti, specialmente in Europa, ma continuiamo a pensare che la Fed aumenterà i tassi quest'anno sull'onda del miglioramento dei dati americani. Inoltre, a fine giugno le posizioni nette *long* sull'oro (tenendo conto degli open interest) erano ai massimi dall'inizio della serie nel 1999. Le aspettative rialziste riguardo all'oro appaiono pertanto esagerate, facendo capire che un ulteriore potenziale di rialzo a breve termine è limitato.

Nel lungo periodo dobbiamo però riconoscere che la Brexit avrà probabilmente conseguenze politiche durature che sosterranno la domanda di oro come bene rifugio.

Cambi

I mercati dei cambi digeriscono la Brexit

Giugno è stato un mese di grande tensione per gli investitori a causa del referendum sulla Brexit.

Le conseguenze a lungo termine della Brexit sui mercati dei cambi dipenderanno in gran parte dalle condizioni politiche del divorzio tra il Regno Unito e l'UE, che potrebbero rimanere sconosciute per molto tempo. Il forte incremento dell'incertezza va a scapito della propensione per il rischio. Le monete «sicure», come vengono per lo più definite quelle dei paesi che hanno un saldo positivo delle partite correnti, dovrebbero pertanto apprezzarsi. Lo yen giapponese e il franco svizzero probabilmente subiranno una ulteriore pressione rialzista, costringendo le loro banche centrali ad agire. La Banca nazionale svizzera ha già annunciato che sta intervenendo sui mercati valutari per frenare l'apprezzamento del CHF, mentre la BoJ dovrebbe annunciare ulteriori misure di allentamento monetario a luglio.

L'euro è in una posizione interessante in quanto supportato da un saldo positivo delle partite correnti in costante aumento. Tuttavia, la Brexit farà probabilmente diminuire le prospettive di crescita per l'eurozona e aumentare il rischio di un suo dissolvimento finale. Anche il referendum italiano a ottobre e le elezioni presidenziali francesi ad aprile-maggio 2017 potrebbero pesare sulla performance dell'euro.

Sebbene il saldo delle partite correnti degli Stati Uniti sia negativo, il dollaro USA viene ritenuto sicuro in quanto moneta di riserva del mondo. Considerando anche il miglioramento dei dati americani, il dollaro USA mantiene la sua attrattività.

Da che parte soffia il vento - prevedere i cambiamenti nelle fonti di rendimento

L'analisi quantitativa può aiutare a prevedere le potenziali fonti di rendimento, sia a breve che a lungo termine. Questo articolo esamina le varie fonti di rendimento ed evidenzia il ruolo crescente dell'intelligenza artificiale nella gestione degli investimenti.

Edgar van Tuyll van Serooskerken, Head of Quantitative Strategy, Pictet Wealth Management

Attualmente gli investitori hanno l'ossessione dei bassi rendimenti. Le performance sono precipitate con il rallentamento della crescita, mentre l'inflazione contenuta e i tassi d'interesse bassi (talvolta persino negativi) stanno incoraggiando taluni possibili investitori a tenere il loro denaro sotto il materasso. Che cosa ci può quindi dire l'analisi quantitativa sulle fonti di rendimento passate, presenti e future?

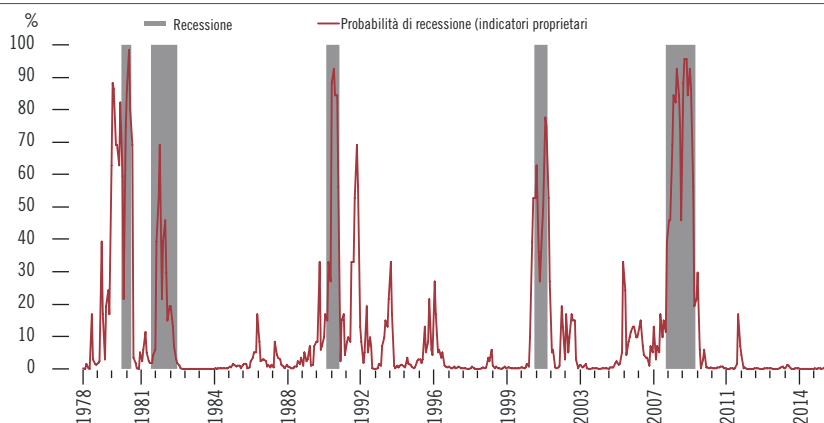
La scarsità, o il paradosso dell'acqua e dei diamanti

Secondo il paradosso del valore, o paradosso dell'acqua e dei diamanti, si evince che sebbene l'acqua (a differenza dei diamanti) sia essenziale per la sopravvivenza, l'offerta limitata fa sì che il prezzo dei diamanti sia più alto di quello dell'acqua. L'offerta determina il prezzo delle attività reali, dai metalli preziosi e dalle commodity ai terreni. L'offerta di molte commodity ha raggiunto un picco nell'ultimo trimestre del 2015, proprio mentre i prezzi scendevano a un minimo. Mentre il rimbalzo dei prezzi delle commodity verrà interrotto dalla successiva recessione, la dinamica



Edgar Van Tuyll Van Serooskerken
Pictet WM - Head of Quantitative Strategy

GRAFICO 1: % DI PROBABILITÀ DELLE RECESSIONI GLOBALI, SULLA BASE DI INDICATORI PROPRIETARI



Fonte: NBER, Bloomberg, Datastream, Pictet WM-Quantitative Strategy

dell'offerta lascia attualmente intravedere un mercato rialzista a lungo termine per le commodity. Nel contempo, un indicatore del livello dei prezzi degli immobili - il rapporto prezzo/reddito - segnala che i prezzi degli immobili sono attualmente sottovalutati in molte regioni periferiche europee e sopravvalutati in diversi paesi produttori di commodity.

Il viaggio nel tempo non paga più

Mediante il calcolo del valore attuale dei flussi di cassa futuri, o la capitalizzazione dei rendimenti correnti nel futuro, i tassi d'interesse consentono una forma di viaggio nel tempo. Il premio a termine (che utilizza il calcolo di Adrian, Crump & Muench della Fed di New York) misura il rendimento aggiuntivo che gli acquirenti richiedono per detenere un bond a 10 anni anziché una serie di note a breve termine successive. Questo premio è stato positivo per la maggior parte degli ultimi 50 anni, ma a metà giugno era pari al -0,52% per gli US Treasury a 10 anni. Dall'inizio dell'anno il premio a termine si è infatti trasformato in uno sconto. Il viaggio nel tempo pertanto non paga

più. In questo momento non vi è alcuna ricompensa a immobilizzare capitali nei bond a 10 anni invece di investire in una serie successiva di note a breve termine per 10 anni. Perché il viaggio nel tempo (l'acquisto di bond a lungo termine) torni a essere vantaggioso, serve una ripresa dell'inflazione, che solitamente si verifica a questo punto del ciclo economico.

La sottile relazione tra volatilità e rendimenti

Per la maggior parte del tempo, le classi di attività più volatili, come le azioni, generano rendimenti migliori di quelle meno volatili, come i titoli di Stato rifugio. Durante le recessioni (che sono associate con i mercati azionari ribassisti) i titoli di Stato rifugio producono però rendimenti più elevati. È possibile che alcuni degli elementi per una inversione al ribasso siano già presenti, ma non in misura sufficiente per innescare una recessione immediata. Ad esempio, il modello Wu-Xia Shadow Federal Funds rate della Fed di Atlanta, che integra decenni di dati storici e tiene conto delle recenti misure di

allentamento quantitativo per ottenere una misura complessiva dell'impatto delle politiche della Fed - in passato sarebbe dovuto passare dal suo attuale livello dello 0,25%-0,50% a circa il 2,2% (ovvero l'1,5% sopra il tasso a 2 anni) prima dell'inizio di una recessione. La bassa probabilità di recessione suggerita da questa analisi dovrebbe per il momento favorire le azioni.

Le classi di attività con maggiore volatilità generalmente premiano gli investitori pagando loro un rendimento più elevato. Ma non vi è alcun premio per la volatilità elevata nell'ambito di ciascuna classe di attività. È vero anzi il contrario: nell'ambito della classe di attività azionaria, la bassa volatilità porta sistematicamente a rendimenti più elevati. In modo abbastanza logico, le azioni difensive (o meno volatili) sovraperformano per lo più rispetto alle azioni cicliche durante le recessioni. Nell'arco di diversi cicli economici completi, le azioni difensive sovraperformano anche rispetto al mercato in generale. Questo perché, sebbene i fattori determinati della performance siano simili per tutte le azioni, le azioni difensive perdono meno durante i mercati ribassisti e quindi rimane più valore per la capitalizzazione composta dei rendimenti.

Ritorno verso la media - Le salite sono seguite da discese

Osservando che in un arco di tempo di 7-10 anni gli scostamenti dai fondamentali tendono a correggere, Benjamin Graham nel suo libro *Security Analysis* del 1934 ha indicato un modo molto efficace per individuare le società sottovalutate. Pertanto (e sulla base della magistrale opera *A History of Interest Rates* di Sidney Homer e Richard Sylla, i tassi

TABELLA 1: ALTERNANZA TRA FAVORITI DEI MERCATI E RECESSIONI, 1973-2016

1973-1975	Recessione
1975-1980	Tecnologia
1980-1982	Doppia recessione
1982-1990	Giappone
1990-1991	Recessione
1991-2000	Tecnologia
2001	Recessione
2002-2007	Mercati emergenti
2007-2009	Recessione
2009-2016	Tecnologia

Fonte: NBER, Bloomberg, Datastream, Pictet WM Quantitative Strategy

d'interesse sono al loro livello più basso da 5000 anni a questa parte) i titoli di Stato sono divenuti estremamente sopravvalutati dopo 35 anni di forti performance, mentre le azioni e le obbligazioni dei mercati emergenti sono sottovalutate. Da notare che il ritorno verso la media può essere osservato anche su periodi di tempo molto brevi (v. «*La tendenza è vostra amica...*»).

Dimensione o qualità? Nessuna necessità di scegliere

Le azioni di qualità, indipendentemente dalla loro capitalizzazione, tende a ottenere performance migliori nel lungo periodo. Ma la qualità (redditività elevata e stabile oltre a basso indebitamento) oggi tende a essere un attributo delle aziende tecnologiche più grandi che vogliono essere l'unico fornitore di ogni prodotto o servizio immaginabile. Le aziende più piccole e più agili vengono spesso considerate in grado di offrire rendimenti potenziali migliori rispetto alle aziende più grandi, ma dal 2000 in poi hanno registrato rialzi eccezionali e

sono ora relativamente care in rapporto ai fondamentali.

Geografia o innovazione?

Almeno negli ultimi due secoli, le aspettative di rapida crescita sono state alternativamente abbinata ai mercati emergenti (o più in generale, ai temi collegati alla geografia) o alla tecnologia (o a temi in generale collegati all'innovazione). I mercati emergenti hanno guidato il rialzo del 2003-2007, mentre la tecnologia ha preso il timone dalla fine dell'ultima recessione nel 2009. L'analisi di questi modelli del passato suggerisce che i mercati emergenti torneranno a essere i favoriti dei mercati in un nuovo ciclo economico. La tecnologia potrebbe però continuare a esprimere buone performance anche nel prossimo ciclo, alla luce della nuova rivoluzione industriale iniziata intorno al 2012, incentrata sull'Internet of Things (IoT), sull'intelligenza artificiale e sull'editing genetico.

La tendenza è vostra amica, fino a quando non cambia

Con disappunto dei gestori «attivi», la ricerca accademica supporta la tesi che le strategie *trend following* (o *momentum investing*) sono in realtà la fonte di rendimento più importante¹. Per questo fenomeno sono state proposte molte spiegazioni, tra cui il «rischio di carriera» cui sono esposti gli asset manager attivi che non riescono a

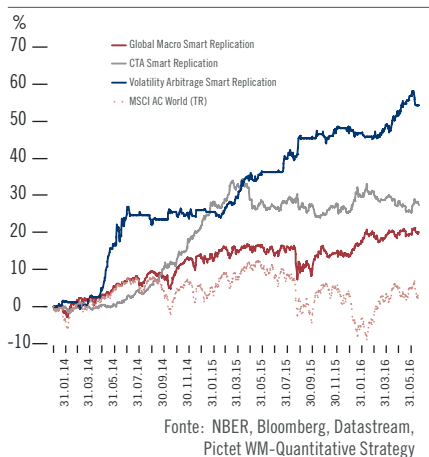
¹ *Dissecting Anomalies*, Eugene F. Fama and Kenneth R. French, *Journal of Finance*, vol. 63, n. 4, agosto 2008

Two Centuries of Trend Following, Y. Lempérière, C. Deremble, P. Seager, M. Potters, J. P. Bouchaud, *Capital Fund Management*, aprile 2014

A Century of Evidence on Trend-Following Investing, B. Hurst, Y. Ooi, L. Pedersen, AQR White Paper, settembre 2014

Two Centuries of Price Return Momentum, C. Geczy, M. Samonov, *Financial Analysts Journal*, di prossima pubblicazione

GRAFICO 2: PERFORMANCE DI STRATEGIE ALTERNATIVE SELEZIONATE (IN USD) DAL 2013



seguire trend d'investimento importanti.

Un altro approccio d'investimento consiste nel tentare di anticipare il mercato prevedendo i punti d'inversione. I «market timer» utilizzano eventi come le inversioni di mercato a breve termine per aprire o chiudere le loro transazioni. In una variazione di questo tema, i responsabili dell'asset allocation puntano sugli indicatori anticipatori che cambiano prima dei dati ufficiali (prevenendo anziché seguire i trend). Questi indicatori anticipatori sono l'ingrediente segreto di alcuni hedge fund *global macro*. A titolo d'esempio, dato che il prezzo del petrolio non è ancora raddoppiato su una finestra mobile di 12 mesi, come avviene spesso prima delle recessioni, taluni gestori di fondi ritengono che in questo momento le prospettive siano più favorevoli per le azioni che per le obbligazioni.

Nei periodi caratterizzati dalla volatilità, sia l'approccio *trend following* che quello *market timing* possono fare aumentare il rendimento corretto per il rischio dei portafogli bilanciati, calcolato mediante l'indice di Sharpe (rendimento aggiuntivo rispetto alla liquidità in rapporto alla volatilità). Ciò porta a pensare che mandati bilanciati dovrebbero includere le strategie CTA *trend following*, *global macro* e le strategie alternative rivali.

Gli investitori possono vendere volatilità, ad esempio tramite le strategie azionarie *market neutral* tanto in voga. Queste ultime contemplano l'assunzione di posizioni long sulle azioni ritenute sottovalutate e posizioni *short* sulle azioni ritenute sopravvalutate. Le strategie *carry* prevedono l'indebitamento a tassi bassi e l'investimento a tassi più elevati, mentre un'altra strategia alternativa punta a beneficiare dei premi di illiquidità pagati dagli investimenti di *private equity*. Strategie alternative come queste possono aumentare i rendimenti nelle fasi di rialzo dei mercati ma rivelarsi più volatili durante le fasi di ribasso. Tali strategie hanno prodotto buone performance in passato fintanto che le azioni hanno continuato a salire. (Nota: secondo la nostra batteria di indicatori, le azioni dovrebbero continuare per il momento la loro tendenza positiva).

Conclusione - i computer come partner

Grazie agli effetti di correlazione, una combinazione delle strategie soprammenzionate può produrre

rendimenti corretti per il rischio più elevati di quelli di ciascuna strategia singolarmente presa. Le ponderazioni di portafoglio che si discostano dalle ponderazioni basate semplicemente sulla capitalizzazione di mercato aprono un mondo di nuove opportunità, ad esempio utilizzando la leva finanziaria per costruire una combinazione ottimale di attività con differenti volatilità (*risk parity*).

Per combinare varie fonti di rendimento in un portafoglio è però necessario sviluppare un mix di tecniche di analisi informatiche, finanziarie e macroeconomiche. Nel corso degli anni, Pictet ha investito convintamente in quest'area, costruendo l'architettura tecnologica che le consente di effettuare il backtesting e di fare girare in modo automatico qualsiasi combinazione di strategie. Oltre a effettuare il backtesting, i computer in Pictet stanno già gestendo automaticamente alcuni portafogli o individuando pattern nei mercati finanziari (intelligenza artificiale) sotto la guida di esperti umani. I computer non sono (ancora) in grado di pensare autonomamente. Vi sono però già evidenze che i computer, insieme con gli esperti umani, possono trovare nuove fonti di rendimento nettamente diverse da quelle che stanno attualmente logorando i nervi di numerosi professionisti degli investimenti.

Contributori | Christophe Donay, Alexandre Tavazzi, Bernard Lambert, Dong Chen, Jean-Damien Marie, Jacques Henry, Luc Luyet, Nadia Gharbi, Laureline Chatelain, Frederik Ducrozet
Redazione | Aidan Manktelow, Kalina Moore, Isidore Ryan | Redazione terminata il 4 Luglio 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.

Revisione al ribasso delle stime sulla crescita post-Brexit

Il voto britannico ci ha portati a rivedere al ribasso le nostre stime sulla crescita di alcune economie per quest'anno e il 2017. Questo in particolare per il Regno Unito, dove la nostra previsione è molto al di sotto del consenso. Da notare la forte performance dello yen da inizio anno a questa parte (con rammarico delle imprese esportatrici giapponesi) e del debito emergente in moneta locale.

I dati dei grafici e delle tabelle su questa pagina sono aggiornati al 30 giugno 2016

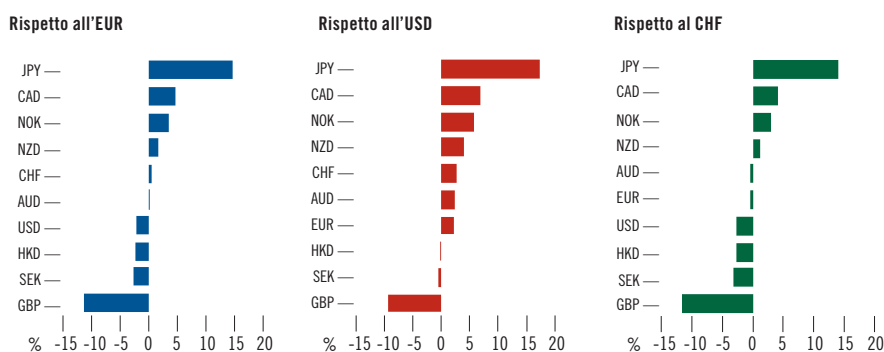
PRINCIPALI INDICATORI ECONOMICI

Tassi di crescita del PIL	Stime Pictet - (consenso*)			
	2014	2015	2016E	2017E
Stati Uniti	2.4%	2.4%	1.8% (1.9%)	2.0% (2.3%)
Eurozona	0.9%	1.5%	1.5% (1.6%)	1.3% (1.6%)
Svizzera	1.9%	0.9%	0.9% (1.1%)	1.5% (1.5%)
Regno Unito	2.9%	2.3%	1.3% (1.9%)	0.9% (2.1%)
Giappone	-0.1%	0.6%	0.6% (0.5%)	0.5% (0.9%)
Cina	7.3%	6.9%	6.5% (6.4%)	6.2% (6.2%)
Brasile	0.1%	-3.9%	-3.8% (-3.7%)	0.9% (0.7%)
Russia	0.5%	-3.3%	-1.6% (-1.3%)	1.2% (1.1%)

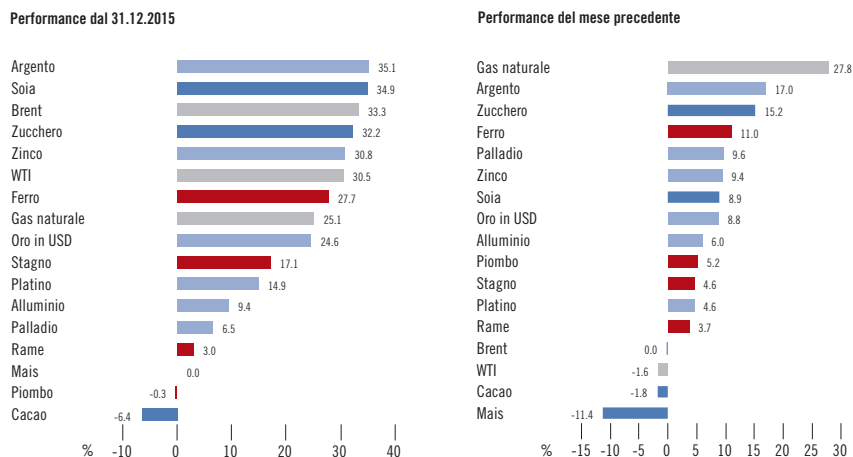
Inflazione (IPC) Media annuale (Brasile fine anno)	2014	2015	2016E	2017E
Stati Uniti	1.6%	0.1%	1.4% (1.3%)	2.4% (2.3%)
Eurozona	0.4%	0.0%	0.1% (0.2%)	1.1% (1.3%)
Svizzera	0.0%	-1.1%	-0.5% (-0.6%)	0.3% (0.2%)
Regno Unito	1.5%	0.0%	0.9% (0.6%)	1.9% (1.6%)
Giappone	2.7%	0.8%	0.1% (-0.1%)	1.1% (0.9%)
Cina	2.0%	1.4%	2.2% (1.5%)	1.8% (1.7%)
Brasile	6.3%	9.0%	8.6% (7.0%)	5.7% (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)



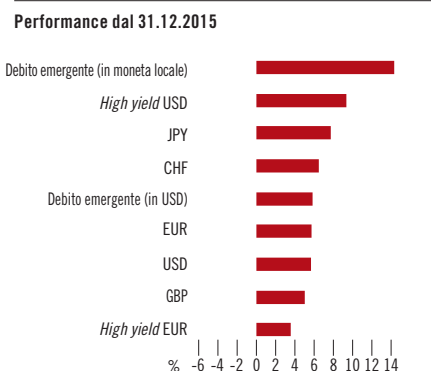
COMMODITY



TASSI D'INTERESSE

	Breve termine (3 mesi)	Lungo termine (10 anni)
Stati Uniti	0.50%	1.5%
Eurozona	0.00%	-0.1%
Svizzera	-0.75%	-0.6%
Regno Unito	0.5%	1.0%
Giappone	0.0%	-0.2%
Cina	2.10% (1 anno)	4.8% (5 anni)
Brasile	14.25%	12.1%

MERCATI OBBLIGAZIONARI



MERCATI AZIONARI

Performance dal 31.12.2015	USD	EUR	CHF	GBP
MSCI World*	1.0%	-1.2%	-1.7%	11.4%
S&P 500*	3.8%	1.5%	1.1%	14.5%
MSCI Europe*	-4.6%	-6.7%	-7.2%	5.2%
Tokyo SE (Topix)*	-4.5%	-6.6%	-7.0%	5.3%
MSCI Pacific ex. Japan*	2.3%	0.1%	-0.4%	12.8%
SPI*	-2.2%	-4.3%	-4.8%	7.9%
Nasdaq	-3.3%	-5.4%	-5.9%	6.6%
MSCI Em. Markets*	6.6%	4.2%	3.7%	17.5%
Russell 2000	1.4%	-0.8%	-1.3%	11.8%

* Dividendi reinvestiti

SETTORI DI ATTIVITÀ

Performance dal 31.12.2015	Stati Uniti	Europa	Mondo
Industria	6.4%	-4.3%	2.8%
Tecnologia	-1.3%	-10.5%	-2.2%
Materiali di base	5.9%	1.0%	7.1%
Telecomunicazioni	21.0%	-13.1%	8.1%
Salute	-1.1%	-7.4%	-2.6%
Energia	13.2%	12.6%	14.4%
Servizi di pubblica utilità	21.1%	-2.2%	11.6%
Finanza	-4.1%	-25.7%	-9.7%
Consumi di base	8.9%	2.5%	7.1%
Consumi voluttuari	-0.6%	-16.9%	-5.7%

