

-9%

La flessione dei ricavi da attività di trading delle principali banche d'investimento nel 2015
Pagina 2

2,5%

Le nostre stime sulla crescita del PIL americano (trimestre su trimestre annualizzata) nel 3° trimestre
Pagina 4

+20,2%

Aumento anno su anno degli investimenti nelle infrastrutture in Cina ad agosto
Pagina 5

+1,7%

Rialzo (in USD) dell'indice MSCI Asia (ex Japan) a settembre
Pagina 7

240%

Rapporto debito pubblico/PIL del Giappone
Pagina 9

1,7%

La nostra previsione del livello a fine anno del tasso di rendimento degli US Treasury a 10 anni
Pagina 10

579 tonnellate

Domanda di ETF aventi come sottostante l'oro nel 1° semestre 2016
Pagina 11

USD 275 miliardi

Il programma di spesa nelle infrastrutture per i prossimi cinque anni proposto da Hillary Clinton
Pagina 12

Mentre le elezioni negli Stati Uniti si avvicinano, le differenze delle normative di vigilanza e delle politiche delle banche centrali continuano a dominare i mercati

Ottobre 2016

Prospettive

Le modifiche delle normative di vigilanza creano cambiamenti strutturali nei mercati



César Pérez Ruiz
Chief Investment Officer

Le modifiche delle normative di vigilanza stanno rendendo le banche più sicure, ma anche creando importanti cambiamenti strutturali, probabilmente compromettendo in ultima analisi la stabilità complessiva dei mercati finanziari. Dopo la crisi finanziaria del 2008-2009, la normativa di vigilanza delle banche è divenuta più stringente, in particolare con la regola Volcker che vieta alle banche taluni tipi di trading proprietario, e nuovi obblighi, come quelli contemplati nelle regole Basilea III, di maggiore patrimonializzazione per le banche. Le banche hanno pertanto dovuto ridurre le loro attività di trading. I ricavi del trading FICC (reddito fisso, cambi e commodity) delle 12 principali banche d'investimento mondiali hanno registrato una flessione del 9% nel 2015 a USD 70 miliardi, rispetto a USD 109 miliardi cinque anni prima.¹

Un importante imminente cambiamento che sta già avendo un impatto sui mercati è la riforma da parte della Securities and Exchange Commission (SEC) delle regole riguardanti i fondi monetari statunitensi, un mercato da USD 2,7 trilioni che rappresenta una fondamentale fonte di finanziamento in dollari. La riforma, che entrerà in vigore il 14 ottobre, è concepita per proteggere il settore da choc come quelli verificatisi dopo il collasso di Lehman Brothers, e porta gli Stati Uniti nella direzione dell'Europa per quanto riguarda le regole per i fondi di mercato monetario.

Innanzitutto, i *prime funds* (quelli che investono in vari asset) dovranno ora pubblicare il loro NAV sulla base del valore corrente degli asset che hanno in portafoglio. In altre parole, i prezzi fluttueranno a seconda delle condizioni di mercato, e potranno quindi tanto diminuire quanto aumentare.

Secondariamente, i fondi possono ora imporre *gates* (limiti sui rimborsi): più precisamente, potranno essere addebitate commissioni nel caso in cui gli asset del fondo scendano sotto determinate soglie. I fondi avranno inoltre la facoltà di imporre blocchi sui rimborsi per 10 giorni se tali soglie verranno superate.

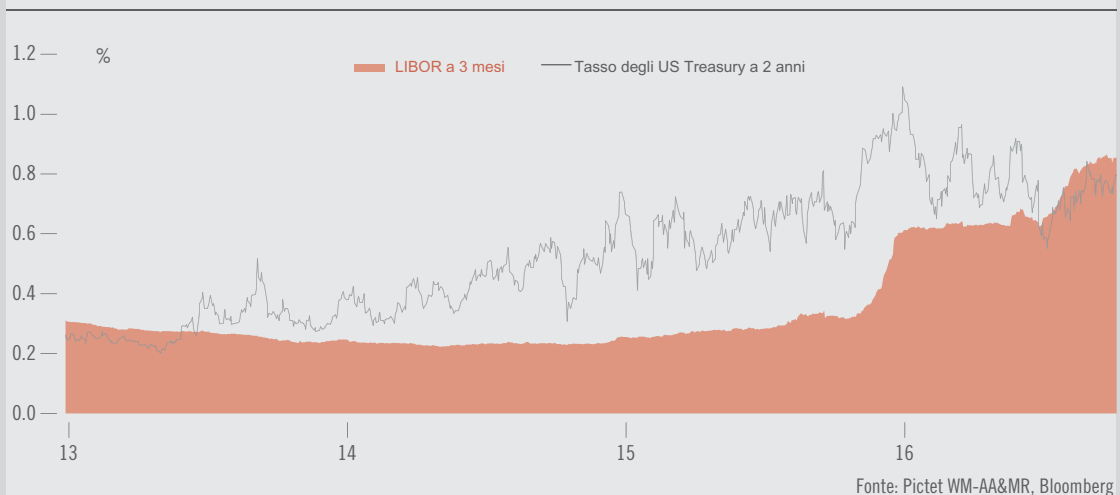
Di conseguenza, gli investitori si stanno spostando dai *prime funds* ai *government funds* (quelli che investono esclusivamente in titoli di Stato), al fine di evitare i maggiori rischi dell'investimento nei *prime funds* a seguito delle modifiche della normativa. Con un LIBOR a 3 mesi a 85 punti base, per ottenere un tasso di rendimento equivalente su un titolo di Stato, bisogna andare alla scadenza 2,5 anni, mentre per il LIBOR a 6 mesi è necessario passare agli US Treasury a 5 anni.

Oltre USD 700 miliardi si sono già spostati dai *prime funds* ai *government funds*, e i volumi di questi ultimi hanno superato quelli dei *prime funds* per la prima volta a marzo. Si tratta di capitali che difficilmente torneranno sui loro passi, a meno che gli spread non cambino in misura tale da determinare un rendimento aggiuntivo dei *prime funds* sufficiente a compensare gli svantaggi creati dalle nuove regole.

Questa modifica della normativa sta creando un cambiamento strutturale tra LIBOR e tassi degli US Treasury a breve termine, con il LIBOR che, in modo inconsueto, sta superando il livello dei tassi sugli US Treasury a 2 anni. Inizialmente, ciò è stato interpretato dai mercati come un segnale di aumento dell'avversione al rischio complessiva, ma in realtà siamo di fronte a un fenomeno tecnico.

¹ <http://www.reuters.com/article/us-banks-investment-trading-idUSKCN0VV007>

LIBOR A 3 MESI E TASSO DEGLI US TREASURY A 2 ANNI



Una delle conseguenze è una restrizione delle condizioni finanziarie, un parametro che viene tenuto sotto osservazione dalla Fed. I tassi d'interesse sui prestiti a breve termine contratti dalle banche, dalle imprese e dagli enti locali sono aumentati. Questo potrebbe spiegare perché la Fed non sta alzando i tassi aggressivamente: le condizioni finanziarie in realtà si stanno già restringendo, e questo è in linea con la nostra idea che i tassi della Fed saliranno solo gradualmente (continuiamo a prevedere un aumento da 25 punti base a dicembre, seguito da altre due strette sempre da 25 punti base nel 2017).

Ne dovrebbe risultare avvantaggiata anche la redditività delle banche, poiché queste ultime possono beneficiare dell'irripidimento della curva dei rendimenti. Una curva dei rendimenti relativamente piatta è stata infatti uno dei fattori che ha influito maggiormente in senso negativo sulle azioni bancarie. Questo è un altro motivo che ci porta a preferire le azioni delle banche americane rispetto a quelle europee, in aggiunta alle difficoltà generalmente maggiori delle banche europee, tra cui il contesto di tassi d'interesse negativi e la minore solidità dei bilanci.


Di maggiore interesse immediato per noi, le modifiche della normativa possono anche offrire una opportunità d'investimento. Abbiamo già ridotto le nostre posizioni sugli US Treasury e stiamo ora esplorando nuovi modi per beneficiare di queste modifiche della normativa relativa ai fondi di mercato monetario, tramite investimenti sul mercato LIBOR. Acquistare strumenti legati al LIBOR ci consentirà di ridurre una parte del rischio di duration.

In un mondo in cui le correlazioni tra le classi di attività sono sempre più elevate, e le normative sempre più stringenti, diventa ancora più importante sfruttare le inefficienze che rileviamo sui mercati. Dobbiamo rimanere disciplinati nel nostro approccio, ma anche cercare di beneficiare di questi cambiamenti strutturali.

La divergenza delle politiche delle banche centrali richiede una attenta osservazione

La resilienza dell'economia dell'eurozona a tre mesi dal voto sulla Brexit e il maggiore slancio dell'economia cinese sono incoraggianti, ma la divergenza delle politiche monetarie delle banche centrali sta divenendo un problema.

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

 *Viste come salvatrici dalla deflazione e dalla crescita debole (o peggio), oppure, sempre più, come istigatrici di pericolose bolle dei prezzi delle attività tramite aggressive mosse di politica monetaria, le banche centrali rimangono al centro dell'attenzione, ma stanno progressivamente fornendo risposte differenti alle sfide che si trovano ad affrontare.*

A settembre la Federal Reserve, la Banca centrale europea, la Bank of England e la Bank of Japan hanno tutte tenuto riunioni di politica monetaria. Nell'occasione, la Fed ha lasciato la sua politica invariata, anche se prevediamo che essa alzerà i tassi di un quarto di punto a dicembre. Pur di fronte a una crescita e ad aspettative sull'inflazione comparativamente basse, è degno di nota il fatto che la Fed abbia rivisto al ribasso le sue proiezioni mediane dei tassi d'interesse. L'economia britannica ha avuto un andamento migliore del previsto dopo il voto sulla Brexit. Il potenziale di un forte rallentamento, guidato da notevoli tagli negli investimenti, si profila però per il 2017. La BoE ha lasciato il suo principale tasso di riferimento invariato a settembre, indicando comunque che lo abbasserà nuovamente entro fine anno. Anche l'eurozona sembra avere assorbito senza grandi problemi il voto sulla Brexit. Analogamente alla BoE, prevediamo che la BCE agirà presto per cercare di fare salire le aspettative sull'inflazione e alleviare la potenziale scarsità di titoli di Stato ammissibili per il suo programma di acquisto.

Ma la BCE difficilmente cambierà il suo approccio di politica monetaria in modo così radicale come ha fatto la BoJ a settembre. Invece di tagliare ulteriormente i tassi di riferimento o espandere il suo programma di acquisto di titoli per un determinato importo, la BoJ ha annunciato la sua intenzione di mettere un cap allo 0% sui tassi dei JGB a 10 anni fino a quando l'inflazione non supererà il 2%. Riteniamo che questa mossa sia una ammissione dei punti di resistenza contro cui l'attuale programma di allentamento quantitativo della BoJ si è scontrato. Avvicinandosi a una forma di targeting dei prezzi delle attività, la BoJ ha adottato un nuovo stile di politica monetaria, che potenzialmente aggiunge ulteriore flessibilità all'approccio della banca andando oltre il precedente quadro di riferimento focalizzato sull'inflazione e concentrando la sua attenzione in modo più deciso sulla promozione della crescita. Riuscirà la BoJ ad avere successo? Molto dipenderà dal fatto che riesca a trovare il supporto di una politica di bilancio più incisiva. Dopo così tanti cambiamenti nel suo approccio monetario, la credibilità della BoJ è però scesa ai minimi termini. Se il mercato non considererà credibile l'obiettivo di tasso a zero della BoJ, lo metterà alla prova.

Più in generale, le mosse della BoJ sono caratteristiche di politiche monetarie che sono divenute sempre meno sincronizzate, meno omogenee e meno cooperative.

Stati Uniti: stretta della Fed nel 2016, allentamento nel 2017

Dopo i deludenti dati sul PIL nel 2° trimestre (+1,2% trimestre su trimestre annualizzato) la crescita americana dovrebbe ripartire nel 3° trimestre grazie a una accelerazione del ritmo di costruzione degli immobili, all'aumento del numero dei pozzi petroliferi in attività e a condizioni finanziarie più allentate. Sebbene la creazione di posti di lavoro sia rimasta abbastanza sostenuta a luglio-agosto, gli indici ISM manifatturiero e non manifatturiero sono peggiorati sensibilmente ad agosto, con dati sulle vendite al dettaglio sorprendentemente bassi. Ciononostante, prevediamo un rimbalzo della crescita del PIL al 2,5% nel 3° trimestre e al 2,0% nel 4° trimestre. Le nostre previsioni sulla crescita del PIL per l'intero anno rimangono invariate all'1,5% per il 2016 e al 2,0% per il 2017.

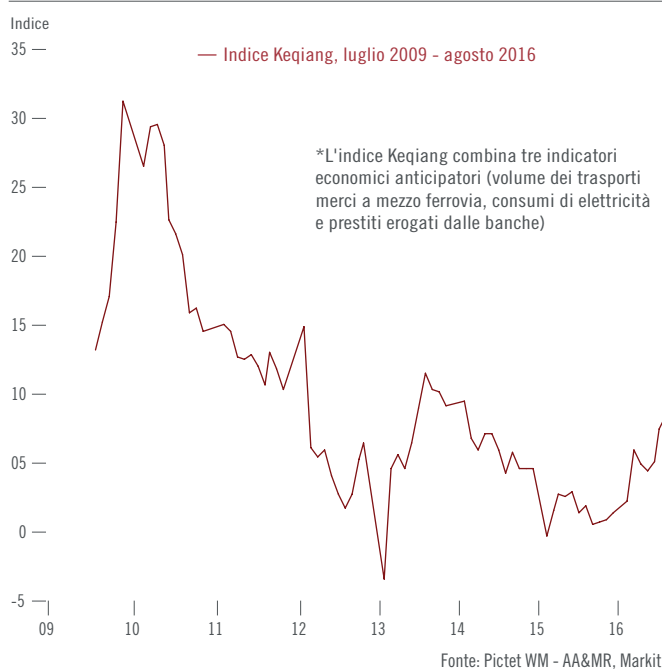
L'Open Market Committee della Fed (FOMC) non ha preso decisioni sui tassi d'interesse nella riunione di settembre, apparendo diviso ed esitante. Esso sembra comunque maggiormente orientato verso la stretta, almeno a breve termine. I responsabili della politica della Fed hanno reintrodotta nella loro dichiarazione una frase che dice che i rischi sono all'incirca bilanciati e affermato che l'ipotesi di un aumento dei

«Dopo così tanti cambiamenti nel suo approccio monetario, la credibilità della BoJ è scesa ai minimi termini»

tassi si sta rafforzando. Cosa significativa, tre membri votanti nel FOMC si sono espressi a favore di un immediato aumento dei tassi. È la prima volta da cinque anni che tre membri hanno dissentito per lo stesso motivo. Inoltre, 14 dei 17 membri del FOMC (l'82%) prevedono ancora uno o più aumenti dei tassi prima di fine 2016. La Fed sta chiaramente mantenendo un orientamento restrittivo e, a nostro avviso, la possibilità che non alzi i tassi a dicembre è pressoché nulla. Continuiamo pertanto a ritenere che lo scenario più probabile sia quello di un aumento dei tassi di un quarto di punto a dicembre. La Fed è però apparsa più accomodante per il medio termine. Le proiezioni dei tassi sui *Fed funds* sono state riviste nuovamente al ribasso, compreso il *terminal rate* a lungo termine. La Fed ora prevede «solo» due aumenti nel 2017 (invece di tre come indicato a giugno), in linea con il nostro scenario invariato per il prossimo anno.

I più recenti indicatori anticipatori dell'eurozona continuano a riflettere la resilienza della regione, a tre mesi dal voto sulla Brexit. Non vi sono segnali di imminente inversione della domanda interna, che rimane il principale motore della crescita, anche se i recenti dati quantitativi, come i flussi di credito, portano a pensare che il ritmo dell'espansione probabilmente rallenterà. Questo potrebbe essere compensato da un miglioramento dei commerci con l'estero, forse tramite

L'INDICE KEQIANG* EVIDENZA UNA RIPRESA DELL'ATTIVITÀ IN CINA



una maggiore domanda dagli Stati Uniti e dalla Cina, come suggeriscono alcuni indicatori anticipatori. Di conseguenza, manteniamo la nostra previsione sulla crescita del PIL dell'eurozona invariata all'1,5% per il 2016 e all'1,3% per il 2017, con i rischi di sorprese positive e negative ancora sostanzialmente bilanciati.

Nei prossimi mesi, l'attenzione si sposterà nuovamente sulla politica. Il referendum costituzionale italiano (il prossimo 4 dicembre) probabilmente sarà l'ultimo evento politico di rilievo del 2016 in Europa. Il voto sta attirando una attenzione crescente, soprattutto per le eventuali dimissioni del premier Matteo Renzi in caso di bocciatura della riforma. Ad oggi, i sondaggi di opinione indicano che il risultato è ancora molto incerto. Anche in caso di una vittoria del no, le elezioni anticipate sembrano comunque improbabili.

Nel contempo, l'inflazione in tutta l'eurozona è rimasta contenuta nonostante un piccolo effetto base positivo legato ai prezzi dell'energia, che dovrebbe accentuarsi nei prossimi mesi. L'inflazione di base (escludendo alimentari ed energia) rimane comunque bassa e la maggior parte degli indicatori di prezzi sottostanti è priva di slancio al rialzo. Di conseguenza, siamo sempre convinti che la BCE sarà costretta a estendere il suo programma di acquisto di titoli oltre la scadenza indicativa di marzo 2017 e che essa nella sua riunione di dicembre annuncerà alcune modifiche tecniche per risolvere il problema della scarsità di obbligazioni ammissibili.

Cina: possibili sorprese positive a breve termine, ma la nostra opinione a medio termine rimane invariata

Dopo un debole inizio del 2° semestre, gli ultimi dati macro dalla Cina hanno mostrato una accelerazione della dinamica economica, guidata da un rimbalzo degli investimenti in immobilizzazioni nei settori immobiliare e delle infrastrutture.

La crescita anno su anno degli investimenti in immobilizzazioni è aumentata all'8,2% ad agosto dal 3,9% del mese precedente, raggiungendo il suo massimo da aprile 2016. La crescita degli investimenti in infrastrutture è aumentata al 20,2% anno su anno ad agosto, rispetto al 16,4% del mese precedente, e quella degli investimenti immobiliari è aumentata al 6,2% rispetto all'1,4%.

Il rafforzamento degli investimenti in immobilizzazioni ha determinato un sensibile rimbalzo di diversi indicatori, come i consumi di energia elettrica e i trasporti merci a mezzo ferrovia. Negli ultimi mesi, anche la domanda di commodity industriali è aumentata. In termini di volumi, le importazioni cinesi di petrolio sono cresciute del 23,5% anno su anno ad agosto (rispetto a una media del 14,6% da maggio a luglio) e le importazioni di minerale di ferro del 18,3% (rispetto a una media dell'11,3% da maggio a luglio). Con l'aumento della domanda, i prezzi di diverse commodity industriali in Cina sono aumentati notevolmente negli ultimi mesi.

A nostro avviso, la performance migliore delle attese dell'economia cinese negli ultimi tempi è attribuibile: 1) alla ricostruzione seguita alle gravi inondazioni che hanno colpito vaste aree della Cina meridionale quest'estate; 2) ai forti stimoli di politica di bilancio del governo per i progetti infrastrutturali; e 3) a un boom immobiliare che si è esteso alle città secondarie. Anche la graduale ripresa della domanda globale può avere aiutato il settore manifatturiero cinese grazie all'espansione delle esportazioni. Con l'aumentare delle prove di questo miglioramento del *momentum*, riteniamo che l'economia cinese possa fornire sorprese positive nei prossimi 3-6 mesi, con una crescita del PIL probabilmente superiore al 6,5% nel 2° semestre 2016.

La nostra opinione sulle prospettive a medio termine per l'economia cinese rimane tuttavia sostanzialmente invariata. Prevediamo un nuovo rallentamento della crescita quest'anno quando gli investimenti in immobilizzazioni torneranno a scendere. A nostro avviso, la recente impennata dei prezzi degli immobili in tutta la Cina non è supportata dai fondamentali di mercato e ha fatto nascere forti timori nei responsabili della politica economica cinese, inducendo molte delle città più importanti a reintrodurre le restrizioni sull'acquisto di immobili che erano state revocate appena un anno fa. Con il mercato immobiliare che perderà slancio e il governo intento in politiche di riforma mirate a ridurre l'eccesso di capacità produttiva industriale, la crescita del PIL cinese dovrebbe diminuire intorno al 6,2% nel 2017.

I picchi di volatilità impongono agli investitori di rimanere vigili

Nelle prossime settimane, la stagione degli utili del 3° trimestre, le azioni delle banche centrali e le tendenze del prezzo del petrolio determineranno probabilmente la direzione della maggior parte delle classi di attività.

Christophe Donay, Jacques Henry, Luc Luyet e Alexandre Tavazzi

MERCATI FINANZIARI

Performance in % degli indici finanziari in moneta locale. Dati al 30.09.2016

	Indice	Dal 31.12.2015	Mese precedente
Azioni statunitensi*	USD S&P 500	7.8%	0.0%
Azioni europee*	EUR Stoxx Europe 600	-3.3%	-0.1%
Azioni mercati emergenti	USD MSCI Emerging Markets	16.4%	1.3%
US Treasury*	USD ML Treasury Master	5.3%	-0.2%
Obbligazioni societarie <i>investment grade</i> statunitensi*	USD ML Corp Master	9.1%	-0.3%
Obbligazioni societarie <i>high yield</i> statunitensi*	USD ML US High Yield Master II	15.3%	0.6%
Hedge fund	USD Credit Suisse Tremont Index Global**	0.0%	0.5%
Commodity	USD Reuters Commodities Index	5.8%	3.4%
Oro	USD Oncia troy oro	24.0%	0.5%

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

* Dividendi/cedole reinvestiti ** fine agosto 2016

🚩 *Le attività rischiose rimangono per ora sulla loro rotta nonostante la mancanza di visibilità politica e l'incertezza sulle politiche delle banche centrali*

Pur registrando alcune flessioni di breve periodo, le attività rischiose sono rimaste generalmente indenni dagli eventi di mercato a settembre. La calma che ha caratterizzato i mesi estivi è continuata ancora per un poco. Ma la calma dei mercati non è una scusa per abbassare la guardia. Vi sono, in effetti, diversi motivi per gli investitori per rimanere vigili nelle prossime settimane e nei prossimi mesi. La mancanza di coordinamento tra le maggiori banche centrali è uno di questi. La Bank of Japan (BoJ), la Banca centrale europea (BCE) e la Federal reserve statunitense (Fed) stanno ora tutte conducendo differenti stili di politica monetaria: la Fed è prossima ad alzare i tassi, la BCE rimane ferma sulla sua strategia di allentamento quantitativo e la BoJ ha deciso di perseguire il controllo della curva dei rendimenti. La divergenza tra le politiche delle banche centrali rende difficile valutare la loro direzione e impatto complessivo, traducendosi in una mancanza di visibilità per i mercati. La politica è una ulteriore

potenziale fonte di volatilità, con le elezioni presidenziali e del Congresso negli Stati Uniti all'inizio di novembre, la mancanza di un governo stabile in Spagna e il referendum costituzionale in Italia il 4 dicembre.

Tuttavia le azioni continuano ad apparire comparativamente attraenti per il momento. Le attuali valutazioni sono relativamente elevate, ma appaiono più ragionevoli se viste alla luce delle previsioni degli utili futuri. In un contesto di decente, anche se non particolarmente brillante, crescita del PIL negli Stati Uniti, la Fed mantiene un certo grado di credibilità tra gli investitori, spiegando la nostra relativa tranquillità nel detenere posizioni *long* sulle attività statunitensi. Ma gli interrogativi sulla credibilità della banca centrale, e i limiti delle sue azioni, sono emersi sia in Europa che in Giappone. Siamo pertanto sempre più preoccupati per la possibilità che le aspettative di mercato riguardo alla politica monetaria vengano deluse. Inoltre, i problemi del settore bancario europeo non sono venuti meno. Gli elevati livelli dei crediti in sofferenza nel sistema bancario italiano sono ormai noti, ma nelle ultime settimane i problemi di patrimonializzazione

persino del colosso Deutsche Bank hanno riempito i titoli delle notizie.

Pur essendo una opportunità di trading sulle opzioni, il rischio di un aumento della volatilità - a causa di fattori di mercato, della politica o della mancanza di visibilità delle politiche della banca centrale - suggerisce una ampia diversificazione dell'esposizione azionaria. Nonostante i tassi estremamente bassi, questi stessi fattori spiegano perché continuiamo a detenere titoli di Stato rifugio per finalità di protezione dei portafogli. La mancanza di visibilità ha anche implicazioni per i mercati obbligazionari, che finora hanno beneficiato degli acquisti di obbligazioni societarie da parte della banca centrale, nonché della recente diminuzione degli spread nel settore finanziario.

Azioni: una stagione degli utili del 3° trimestre cruciale

Negli ultimi due trimestri, sia le società americane che quelle europee hanno pubblicato utili superiori alle attese. Con il senno di poi, il 1° trimestre ha segnato un minimo in termini di delusioni sugli utili. Per una coincidenza, tale trimestre è corrisposto a una inversione nei prezzi dei metalli industriali e dell'energia. L'indice Bloomberg Industrial Metals ha recuperato il 20% rispetto ai suoi minimi di gennaio, mentre il prezzo del petrolio ha guadagnato oltre l'80%. Questi miglioramenti sono alla base delle notevoli performance registrate da inizio anno dagli indici MSCI EM (+13,7% in USD a fine settembre), MSCI US Energy (+15%) e MSCI Europe Materials (+14%). I settori che avevano deluso maggiormente per la crescita degli utili nel 2014, 2015 e 2016 (unitamente ai titoli finanziari) hanno pertanto iniziato a mostrare revisioni al rialzo.

La prossima stagione degli utili del 3° trimestre sarà importante nel momento in cui gli investitori iniziano a guardare al 2017. Come abbiamo spesso menzionato in queste pagine, le attuali valutazioni sono attestate sulla fascia alta del loro range storico. Una accelerazione della crescita degli utili potrebbe consentire ai mercati azionari di muoversi al rialzo. In Europa, recentemente l'EBIT prospettico a 12 mesi ha toccato un minimo al 10% e ora è all'11%. Negli Stati Uniti, gli EBIT sono rimbalzati dal 14,8% di febbraio all'attuale livello di circa il 15,2%. Le società americane e giapponesi sono pertanto in grado di generare una maggiore quantità di utili a parità di volumi di vendite. Gli investitori esamineranno probabilmente con grande attenzione i dati del 3° trimestre per trovare conferma di questa tendenza. In caso affermativo, i mercati azionari dovrebbero avere ancora un potenziale di rialzo.

La bassa volatilità favorisce le attività rischiose

Nonostante alcune fluttuazioni nella volatilità a settembre, il trading, come evidenziato dai nostri modelli, rimane bloccato in un regime di bassa volatilità. A fine settembre, il VIX era a 14 e il VSTOXX a 20, nonostante le recenti tensioni causate da Deutsche Bank. Questo contesto è stato favorevole per le attività rischiose a settembre, in particolare per le azioni. Le azioni dei mercati emergenti hanno ottenuto il loro più elevato rendimento mensile (l'indice MSCI Asia ex Japan ha registrato un rendimento del +1,7% in USD e l'MSCI Eastern Europe del +1,5%). Questo contesto non dovrebbe cambiare fino a fine anno. L'usuale correlazione tra i mercati azionari sviluppati e i titoli di Stato a 10 anni è

rimasta largamente negativa a settembre, con una leggera flessione della performance dello S&P 500 e dello Stoxx Europe 600 e un leggero aumento della performance degli US Treasury a 10 anni e dei Bund tedeschi decennali.

L'azione della BoJ sostiene le azioni

La decisione della Bank of Japan nella sua riunione di politica monetaria di settembre di non abbassare ulteriormente il tasso sui depositi ha favorito le banche giapponesi, che a fine mese trattavano sulla fascia superiore del loro range da gennaio. Gli investitori esteri hanno continuato a vendere le azioni giapponesi, ma gli acquisti della BoJ tramite ETF a un ritmo annuale di USD 30 miliardi hanno più che compensato questa tendenza. La BoJ a settembre ha modificato il suo programma di acquisti per limitare le distorsioni sui titoli con prezzi più elevati e in futuro acquisterà circa il 70% degli ETF sul TOPIX. La correlazione tra TOPIX e tasso di cambio JPY/USD è diminuita da luglio. A settembre, il TOPIX ha guadagnato lo 0,3% in moneta locale, ignorando l'apprezzamento dell'1% dello yen. La tendenza positiva a breve termine per le azioni giapponesi ha ancora spazio per continuare, ma a più lungo termine gli utili saranno fondamentali. Le revisioni al ribasso degli utili per il momento sono diminuite, ma la crescita attesa del 9,3% per il 2017 è legata a un indebolimento dello yen.

La politica influisce sui cambi

Diversi eventi politici avranno probabilmente un impatto sui mercati dei cambi nei prossimi mesi. Le elezioni americane dovrebbero avere un moderato ma positivo influsso sull'USD, dato che entrambi i candidati alla presidenza sono

favorevoli a una qualche forma di stimolo della politica di bilancio. Nel Regno Unito, le incertezze politiche riguardo alla natura dei suoi negoziati sulla Brexit con l'Unione europea probabilmente peseranno sulle prospettive per la crescita, e quindi sulla sterlina. Nell'eurozona, il referendum costituzionale italiano a inizio dicembre potrebbe portare a una crisi politica, indebolendo l'euro.

Infine, la Bank of Japan sta cercando di fare salire le aspettative sull'inflazione al fine di fare scendere i tassi d'interesse reali, un compito che sarà molto difficile per la sola banca centrale. Un maggiore coordinamento delle politiche monetaria e di bilancio e/o riforme strutturali più incisive in Giappone saranno probabilmente necessari per fare scendere i tassi d'interesse reali in modo significativo e quindi diminuire l'attrattiva dello yen.

Mancano dettagli sul tetto alla produzione del greggio

In una riunione informale ad Algeri a fine settembre, l'OPEC ha deciso di limitare la produzione di greggio a 32,5-33 milioni di barili al giorno. Anche se i dettagli e le quote di produzione a livello paese saranno stabiliti soltanto in una riunione ufficiale dell'OPEC a Vienna a fine novembre, l'accordo di Algeri è un fattore positivo a breve termine per i produttori di petrolio e dovrebbe rafforzare la soglia minima per il prezzo del petrolio. A più lungo termine, l'accordo apre la strada a un rimbalzo della produzione del petrolio di scisto americano, indicando che le prospettive per l'offerta globale di petrolio stanno cambiando al rialzo.

Debito sovrano: migliore quello dei mercati emergenti

Il debito pubblico nei paesi sviluppati è esploso durante la crisi finanziaria e la crisi del debito sovrano, passando dal 53% del PIL nel 2007 a circa l'80% a fine 2012, secondo il Fondo monetario internazionale (FMI)¹. Pur mostrando segnali di stabilizzazione dopo di allora in alcuni paesi ricchi, i livelli del debito pubblico da qualche tempo stanno salendo (anche se spesso da valori bassi) nei principali paesi dipendenti dalle commodity, per il tentativo dei governi di colmare il divario lasciato dai bruschi cali dei prezzi delle commodity, come il petrolio.

71%

Il trattato di Maastricht del 1992 ha impegnato i futuri membri dell'eurozona a mantenere sane politiche di bilancio, con un debito limitato al 60% del PIL e deficit annuali non superiori al 3% del PIL. **Neppure la Francia e la Germania, le due principali economie della regione, riescono comunque a rispettare i criteri relativi all'indebitamento.** Il rapporto debito/PIL tedesco era al 71% alla fine del 1° trimestre⁶.

106%

Il debito pubblico lordo degli Stati Uniti si è attestato al 106% del PIL alla fine del 2015, secondo il FMI². **Tale rapporto è aumentato rapidamente durante la crisi finanziaria del 2008-2010. Come termine di confronto, il rapporto debito pubblico/PIL era al 34% nel 1974.**

69,5%

In parallelo con l'aggravarsi dei suoi problemi economici e politici, anche il debito pubblico del Brasile è aumentato. Dopo essere riuscito a tenere il debito pubblico appena sopra il 50% del PIL nei primi quattro anni di questo decennio, un forte deficit di bilancio ha fatto impennare il rapporto debito pubblico generale lordo/PIL dal 2014, fino a raggiungere il 69,5% a luglio 2016⁹.

17%

A settembre Moody's ha confermato il rating emittente A2 e l'outlook stabile per il Botswana, da tempo considerato come uno dei paesi subsahariani di maggior successo, citando le sue «abbondanti riserve di bilancio e il livello dell'indebitamento estremamente basso». Il rapporto debito pubblico/PIL del Botswana, un paese ricco di diamanti, è appena al 17%¹¹.

¹ «When Should Public Debt Be Reduced» IMF discussion paper, giugno 2015, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn1510.pdf>

² Fondo monetario internazionale, World Economic Outlook, aprile 2016, p. 180, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/pdf/text.pdf>

³ Eurostat, 22 luglio 2016, <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/7573561/2-22072016-AP-EN.pdf/16cdaec5-3f1c-4cab-a8cf-954b917e04a9>

⁴ Fitch Ratings, 13 giugno 2016, <https://www.fitchratings.com/site/pr/1005944>

⁵ Eurostat, General government gross debt by Member State, settembre 2016, <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=teina230&plugin=1>



135%

Al 135% alla fine del 1° trimestre, il rapporto debito pubblico lordo/PIL dell'Italia era il secondo più elevato nell'area dell'euro dopo la Grecia. **Tale dato ha superato il 133% di fine 2015³, avendo Bruxelles ha concesso al governo italiano un ulteriore margine di flessibilità sulla spesa** nel tentativo di fare ripartire una economia da tempo stagnante.

45%

Il rapporto debito pubblico lordo/PIL della Cina è aumentato negli ultimi anni, pur mantenendosi ad un ancora gestibile 45% nel 1° trimestre 2016⁷.

Questo dato non tiene però conto degli ingenti volumi di debito pubblico locale classificati come prestiti societari. Il ritmo di crescita del «total credit outstanding» della Cina è divenuto una fonte di preoccupazione, essendo salito dal 148% del PIL a fine 2007 a circa il 255% alla fine del 1° trimestre 2016⁸.

240%

Il Giappone è il paese più indebitato al mondo, con un debito pubblico lordo pari a oltre il 240% del PIL secondo il FMI. Ad aprile, l'agenzia di rating Fitch ha abbassato il rating creditizio del Giappone, riducendo poi l'outlook da stabile a negativo a giugno, nel timore che il debito pubblico del paese potesse superare il picco del 247% che l'agenzia aveva in precedenza previsto per il 2020⁴.

14,7%

L'Arabia Saudita continua a disporre di ampie risorse finanziarie, ma i forzieri sono meno colmi di una volta anche a causa degli effetti del forte calo del prezzo del petrolio nello scorso anno. Con le autorità saudite che hanno dovuto aumentare la spesa pubblica per sospendere l'economia, l'agenzia di rating Fitch prevede che il rapporto debito pubblico/PIL dell'Arabia Saudita aumenterà al 14,7% quest'anno, rispetto all'1,6% nel 2014.¹⁰

176%

Il già enorme debito pubblico della Grecia ha raggiunto il 176% del PIL nel 1° trimestre 2016 rispetto al 170,5% di un anno prima⁵. **Nonostante i tassi d'interesse preferenziali concessi dai suoi creditori europei, vi sono state diffuse richieste di concedere alla Grecia uno sgravio sul debito.**

⁶ Eurostat, 22 luglio 2016, <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/7573561/2-22072016-AP-EN.pdf/16cdaec5-3f1c-4cab-a8cf-954b917e04a9>

⁷ Banca dei regolamenti internazionali, 16 settembre 2016, <http://stats.bis.org/statx/srs/table/13.1>

⁸ *ibid.* http://www.bis.org/statistics/tables_f.pdf

⁹ Banco Central do Brasil, 14 settembre 2016, <http://www.bcb.gov.br/pt-br/#!/busca/gross%20government%20debt%20GDP>

¹⁰ Fitch Ratings, 1° settembre 2016, <https://www.fitchratings.com/site/pr/1011101>

¹¹ Moody's Investor Service, 13 settembre 2016, https://www.moody.com/research/Moodys-Botswanas-rating-balances-large-fiscal-reserves-and-low-debt--PR_354994

Un'estate indiana per le attività rischiose

I mercati azionari hanno espresso un'altra buona performance a settembre e anche gli hedge fund hanno chiuso il 3° trimestre in tono positivo. Nonostante l'azione radicale della Bank of Japan, la forza dello yen rimane un problema per le attività rischiose giapponesi. Le prospettive a breve termine per il prezzo dell'oro appaiono incerte.

Azioni

Continuano a brillare

Rendimenti positivi per mercati emergenti e Asia.

Dopo un agosto molto sostenuto, le performance dei mercati azionari sono state positive anche a settembre. L'indice MSCI World ha ottenuto un rendimento complessivo dello 0,6% (in USD). Il maggior contributo alla performance azionaria è venuto dal Giappone, con il TOPIX che ha guadagnato l'1,3% (sempre in USD). Nella sua ultima riunione, la Bank of Japan ha deciso di non modificare i tassi, creando così le condizioni per un rimbalzo del settore bancario. Lo S&P 500 è rimasto invariato, mentre lo Stoxx 600 ha perso lo 0,1%. I mercati emergenti hanno proseguito la loro performance positiva da agosto. L'indice MSCI EM ha registrato un rendimento complessivo dell'1,3% in USD, grazie all'1,7% dell'Asia ex-Japan e all'1,5% dell'EM Europe. La ripresa delle materie prime globali e il recente rialzo del prezzo del petrolio (aiutato dall'accordo OPEC su un tetto alla produzione) hanno chiaramente favorito la performance dei paesi emergenti.

La volatilità è rimasta bassa, a una media mensile del 14,2% negli Stati Uniti e al 19,8% in Europa. Sicuramente gli eventi politici e, in minor misura, quelli economici hanno portato a picchi di volatilità, che però tendenzialmente sono stati di breve durata.

La prossima stagione degli utili sarà molto importante, poiché negli ultimi due trimestri gli utili sono stati migliori del previsto. Una conferma del miglioramento del ciclo degli utili aumenterà la fiducia degli investitori e allevierà gli attuali timori circa le valutazioni elevate. Per il 2017, i rapporti P/E stimati sono di 16,3x negli Stati Uniti, 14,4x in Europa e 12,9x in Giappone.

Titoli di Stato

I tassi dei titoli di Stato rifugio rimangono bassi

L'atteggiamento accomodante delle banche centrali ha lasciato bassi i tassi dei titoli di Stato rifugio.

La Fed ha segnalato di prevedere un ritmo più lento di aumenti dei tassi a partire dal 2017, ma che avrebbe comunque alzato i tassi ancora una volta nel 2016. Il tasso degli US Treasury a 10 anni si è stabilizzato all'1,59% a settembre, dopo essere arrivato all'1,73% prima della riunione della Fed. Il tasso dei Bund decennali è sceso di 5 pb, al -0,12%, continuando a essere dominato dall'allentamento quantitativo della BCE. La sorpresa è venuta dalla Bank of Japan (BoJ), che ha introdotto il controllo della curva dei rendimenti, ancorando il tasso dei JGB a 10 anni intorno allo 0%. Questa misura di targeting dei prezzi delle attività potrebbe allentare ulteriormente la politica monetaria della BoJ qualora le aspettative sull'inflazione dovessero salire, abbassando i tassi reali.

Nei paesi periferici dell'eurozona, gli spread dei titoli di Stato decennali spagnoli rispetto ai Bund tedeschi si sono ristretti dopo le elezioni regionali tedesche e l'annuncio delle dimissioni del leader del partito socialista è stato interpretato come una maggiore possibilità per il centro destra di formare un governo di minoranza. Gli spread dei titoli di Stato italiani e portoghesi si sono invece allargati. DBRS, l'ultima agenzia a mantenere una valutazione *investment grade* per il debito sovrano del Portogallo, riasaminerà questo rating il 21 ottobre. Un downgrade escluderebbe il Portogallo dal programma di QE della BCE. Manteniamo il nostro target di un tasso a fine anno dell'1,7% per gli US Treasury decennali e dello 0,08% per i Bund a 10 anni. I titoli di Stato spagnoli dovrebbero continuare a sovraperformare rispetto agli omologhi italiani.

Obbligazioni societarie

High yield in euro in terreno negativo

A causa della sua esposizione più elevata verso le banche, l'high yield in euro ha sotto-performato rispetto all'high yield in USD.

Il BOFAML* US dollar high yield è stato l'unico segmento obbligazionario a esprimere buone performance a settembre (+0,5%) grazie a un rimbalzo del 9% del prezzo del petrolio e all'atteggiamento accomodante della Fed. Gli spread sono diminuiti di 13 pb, mentre sono aumentati di 30 pb per l'high yield in euro. Quest'ultimo ha perso lo 0,5%, a causa dell'esposizione verso le banche. La multa da USD 14 miliardi inflitta dal Dipartimento di giustizia americano alla Deutsche Bank ha creato tensioni, poiché la banca potrebbe non essere in grado di pagare la cedola sulle sue obbligazioni *contingent convertible* («coco», un tipo di debito subordinato). Le cedole non devono essere pagate se l'importo distribuibile è insufficiente e le «coco» vengono convertite in azioni o svalutate se il capitale Tier 1 scende al di sotto dei livelli regolamentari. I timori riguardo alla capacità della banca di pagare le cedole «coco» hanno determinato un allargamento dello spread dei CDS sulle banche europee più deboli. La performance dell'*investment grade* è diminuita leggermente nel corso del mese, con un allargamento degli spread creditizi in dollari USD (+4 pb) e in EUR (+8 pb), ma i tassi sono rimasti invariati. I fondamentali delle obbligazioni rimangono deboli e prevediamo entro fine anno un modesto allargamento degli spread creditizi e un rialzo dei tassi, in linea con il nostro scenario di tassi più alti per i titoli di Stato rifugio.

* Le performance BofAML (Bank of America Merrill Lynch) sono espresse in termini di rendimento complessivo.

Hedge fund

Un trimestre tutto sommato positivo

Gli hedge fund hanno ottenuto buoni risultati nel 3° trimestre, in particolare con le strategie equity e credit.

Il trimestre era iniziato bene per le strategie hedge fund, dato che i timori provocati dal voto sulla Brexit non si sono materializzati. I gestori *tactical trading* hanno superato con successo il periodo del voto sulla Brexit del 23 giugno, nonostante i bassi livelli di rischio nei portafogli. Luglio è stato redditizio anche per le strategie *long/short equity*, con i gestori che hanno iniziato a ricostituire le loro esposizioni. Verso metà trimestre, i mercati, oscillando in un range ristretto, hanno creato condizioni favorevoli per lo stock picking. Questo contesto di bassa volatilità e le inversioni di tendenza hanno però creato condizioni più difficili per i gestori CTA, che hanno sofferto sulle loro posizioni *long* sul reddito fisso e sull'oro e *short* sull'energia. Sul fronte *credit*, i mercati molto sostenuti con abbondanti afflussi di capitali hanno dato soddisfazioni ai gestori *event driven*, *distressed* e *relative value*. I gestori *distressed debt* hanno visto chiudersi con esito positivo operazioni in corso da tempo come la ristrutturazione di Caesar's Entertainment e TXU Energy, mentre altri nomi collegati all'energia hanno incrementato il rendimento grazie al rialzo del prezzo del petrolio.

Il trimestre, positivo per i book dei gestori *event driven special situation*, è stato invece più contrastato per le strategie M&A anche a causa della volatilità su operazioni come SAB/Anheuser Busch e dell'azione legale dell'autorità antitrust americana contro le transazioni nei settori della salute e delle assicurazioni come Humana/Aetna.

Metalli preziosi

Possibili delusioni dall'oro nel breve periodo

Il forte aumento della domanda di investimenti nell'oro nel 1° semestre accentua il rischio di delusioni per gli investitori.

La domanda di ETF aventi come sottostante l'oro ha raggiunto 579,2 tonnellate nel 1° semestre 2016, rispetto a una domanda totale di poco meno di 620 tonnellate da metà 2013 a fine 2015. L'impennata della domanda è dovuta prevalentemente ai timori riguardo all'economia globale, alla decisione degli elettori britannici di uscire dall'Unione europea, alla persistente prudenza della Fed e alle politiche sempre più accomodanti delle banche centrali.

Per il futuro, le prospettive di crescita degli Stati Uniti rimangono sostenute e l'economia cinese non dovrebbe rallentare significativamente nei prossimi mesi. Inoltre, dopo la riunione della Fed di settembre, un aumento dei tassi a dicembre è molto probabile. Infine, anche se le elezioni americane potrebbero fare aumentare l'incertezza a breve termine, entrambi i candidati presidenziali stanno proponendo politiche di bilancio più favorevoli (in particolare Trump) che potrebbero leggermente rafforzare le prospettive di crescita degli Stati Uniti.

Di conseguenza, i prezzi dell'oro potrebbero trovare resistenza all'aumento, con possibili delusioni tra gli investitori su un orizzonte di breve periodo. A più lungo termine, il contesto di bassi tassi nei paesi sviluppati e il sempre maggiore interesse delle banche centrali per politiche mirate a superare il loro target di inflazione dovrebbero sostenere la domanda di investimento nell'oro.

Cambi

Probabile una persistente pressione rialzista sullo yen

L'impatto del nuovo quadro di riferimento monetario della BoJ dipende da fattori al di fuori della sua portata.

Il 21 settembre, la Bank of Japan (BoJ) ha introdotto un nuovo quadro di riferimento di politica monetaria basato sul controllo della curva dei rendimenti. Esso prevede non solo di fissare il tasso d'interesse di riferimento a breve termine, attualmente al -0,1%, ma anche di mantenere un tasso sui titoli di Stato a 10 anni al suo attuale livello intorno allo 0%.

Il nuovo quadro di riferimento ha scarse probabilità di riuscire a frenare la forza dello yen. Gli ostacoli ad un ulteriore allentamento della BoJ rimangono elevati, poiché l'attuale politica di tassi d'interesse negativi tende ad avere un impatto negativo sugli istituti finanziari, rallentando la velocità della moneta. Inoltre, la BoJ non è più vincolata a incrementi precisi della base monetaria (in precedenza fissati a JPY 80 trilioni all'anno), che potrebbero aprire la strada a un graduale *tapering* dei suoi acquisti di titoli.

Data la relazione tra cambio e tasso d'interesse reale, l'impatto sullo yen delle aspettative sull'inflazione è destinato ad aumentare ulteriormente. Il nuovo impegno della BoJ a superare il target d'inflazione rappresenta un tentativo di fare salire le aspettative sull'inflazione, un risultato difficilmente ottenibile considerato che l'inflazione osservata è molto lontana dal target del 2%. Se le politiche di bilancio non riusciranno ad assumere un maggiore ruolo nel sospingere la crescita, lo yen probabilmente rimarrà forte. Quanto meno, il nuovo quadro di riferimento monetario della BoJ sembra favorire un più stretto coordinamento tra politica di bilancio e politica monetaria.

Le politiche del prossimo presidente probabilmente saranno più favorevoli per la crescita

Le prossime elezioni del presidente e del Congresso degli Stati Uniti sono piene di incertezze. Anche se al momento in cui scriviamo una vittoria di Hillary Clinton è ancora lo scenario più probabile, un successo di Donald Trump rimane una possibilità concreta. In entrambi i casi, il risultato dovrebbe essere una politica di bilancio più favorevole per la crescita. Nel caso di vittoria di Trump e di un mantenimento della maggioranza dei repubblicani in entrambe le camere del Congresso, il risultato potrebbe essere una svolta in senso più marcatamente espansionistico della politica di bilancio.

Le elezioni presidenziali statunitensi si svolgeranno l'8 novembre. Anche se Hillary Clinton rimane davanti a Donald Trump nei sondaggi di opinione, il divario si sta riducendo mentre scriviamo (metà settembre). Il risultato delle elezioni presidenziali è pertanto tutt'altro che scontato. Entrambi i candidati hanno tassi di fiducia popolare molto bassi, e Hillary Clinton, pur continuando attualmente a essere favorita, si trova in una posizione fragile. I problemi di salute e/o le nuove accuse di abuso di potere potrebbero danneggiare la sua candidatura, mentre Donald Trump potrebbe riuscire a rassicurare gli elettori apparendo più «presidenziale». Le probabilità di vittoria di Trump non sono affatto nulle. Quali sono le principali proposte dei due candidati in materia di politica economica? Quali di esse hanno una probabilità di essere realizzate? Quale impatto avranno le prossime elezioni sull'economia e sui mercati finanziari?

La prima cosa da dire è che le elezioni di novembre non riguardano solo la scelta del prossimo presidente. Verrà eletto anche il Congresso, per tutti i 435 membri con diritto di voto nella



Bernard Lambert
Macro Research / Chief Economist
Pictet Wealth Management

Camera dei rappresentanti e per 34 dei 100 seggi del Senato. Questo è importante, poiché i reali cambiamenti della politica economica, quelli con effetti duraturi, solitamente devono essere approvati dal Congresso. Questo è vero in particolare per le questioni di bilancio, meno per le questioni commerciali.

L'attuale presidente degli Stati Uniti, il democratico Barack Obama, deve convivere con una Camera dei rappresentanti e un Senato entrambi con maggioranza repubblicana, una spiegazione importante del prolungato stallo politico negli Stati Uniti. Questa situazione si risolverà a novembre?

Dei 34 seggi da rinnovare in Senato, 24 sono attualmente detenuti dai repubblicani. Per raggiungere la maggioranza, i democratici devono solo guadagnare quattro seggi netti (cinque se Trump vince la presidenza). Questo risultato sembra a portata di mano. In effetti, riteniamo che lo scenario più probabile sia che la maggioranza del Senato vada al partito che si aggiudicherà la Casa Bianca. Per la Camera dei rappresentanti, ai democratici serve un guadagno netto di 30 seggi per raggiungere la maggioranza. I sondaggi attualmente indicano che dovrebbero guadagnarne 4, con un distacco ristretto in ulteriori 16 seggi. Le probabilità che i democratici ottengano la maggioranza nella Camera dei rappresentanti sono pertanto basse. L'esito più probabile rimane che questo ramo del Congresso vada ai repubblicani.

I due candidati presidenziali hanno idee politiche molto differenti su vari temi come l'immigrazione e l'ambiente, la regolamentazione finanziaria, la salute, la sicurezza sociale e la supervisione della Fed, solo per citarne alcuni (v. tabella). Sebbene tutti questi temi abbiano la loro rilevanza, ci focalizzeremo qui sui due più importanti per il futuro corso

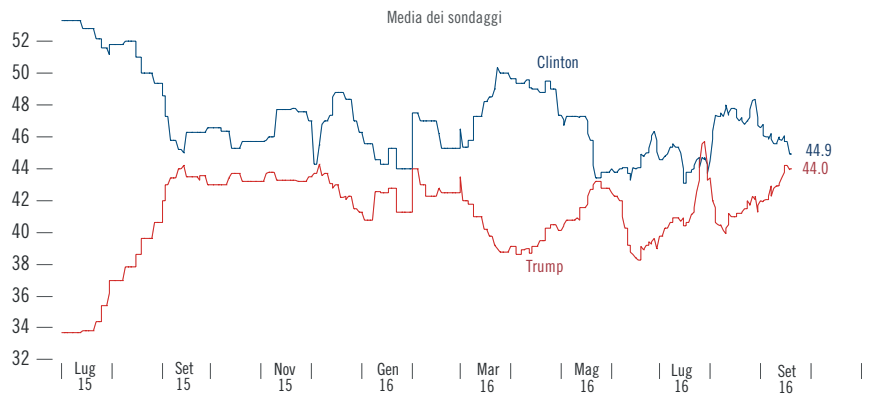
dell'economia americana, ovvero la politica di bilancio e la politica commerciale.

Sia Clinton che Trump sono favorevoli a politiche di bilancio espansionistiche

Entrambi i candidati hanno formulato proposte che aumenterebbero la spesa pubblica in generale e la spesa per infrastrutture in particolare. Clinton ha proposto USD 275 miliardi di spesa in infrastrutture sull'arco di cinque anni, con una leva (sotto forma di prestiti, garanzie su prestiti, ecc.) in grado potenzialmente di aumentare questo importo di USD 500 miliardi. Trump finora è stato meno specifico, ma sembra intenzionato a fare anche di più. Anche se entrambi i candidati concordano sulla necessità di una maggiore spesa per infrastrutture, sul fronte dell'imposizione fiscale le loro proposte sono molto divergenti quando si tratta di dire come questa spesa dovrebbe essere finanziata. Clinton ha proposto di aumentare le imposte sulle imprese per finanziare il suo programma di spesa nelle infrastrutture. Pur non essendo stata molto precisa su questo argomento, ricavi più elevati potrebbero venire in particolare dai profitti esteri delle multinazionali americane, che attualmente sono tassati solo quando vengono rimpatriati. Clinton ha anche proposto di aumentare le tasse a carico dei percettori di redditi più elevati. Da parte sua, Trump ha essenzialmente proposto di finanziare la spesa per infrastrutture ricorrendo al debito pubblico. Inoltre, egli prevede un taglio dell'aliquota massima societaria dal 35% al 15% e dell'aliquota massima per le persone fisiche dal 39,6% al 33%.

In effetti, sembra che alcuni importanti artefici dell'economia *supply side* e dei consulenti di Ronald Reagan negli anni 1980 stiano contribuendo al programma di politica di bilancio di

PREFERENZA PRESIDENZIALI: CLINTON E TRUMP



Fonte: Pictet WM - AA&MR, RealClearPolitics.com

Donald Trump. Vi è un interessante parallelo tra le proposte di Trump e la «Reaganomics». Alcuni commentatori stanno addirittura chiamando il candidato repubblicano «Ronald Trump». Ovviamente, anche se Trump venisse eletto, non è affatto scontato che il Congresso accetti politiche tali da fare incrementare in modo sostanziale il debito pubblico. I membri del Congresso sono comunque più aperti al «deficit spending» rispetto al passato, essendo il deficit federale

diminuito dal 9,8% del PIL nell'esercizio fiscale 2009 al 2,5% nel 2015.

Aumenterà il protezionismo commerciale?

Entrambi i candidati hanno promesso maggiore fermezza riguardo alla politica commerciale. Tutti e due sono contrari alla Trans-Pacific Partnership (TPP) e vorrebbero rinegoziare il North American Free Trade Agreement (NAFTA). Trump ha anche promesso di dichiarare la Cina un «manipolatore

dei cambi» e ha chiesto dazi doganali più elevati per i beni venduti da Cina e Messico. Sebbene su posizioni più moderate, anche Clinton sembra intenzionata a incrementare la pressione sulla Cina. Vi è chiaramente il rischio di un marcato aumento del protezionismo commerciale chiunque vinca, in particolare se verrà eletto Trump. Questo potrebbe portare a una riduzione della crescita delle importazioni statunitensi, una maggiore inflazione importata e potenziali misure di ritorsione da parte dei partner commerciali, nel caso peggiore fino a una guerra commerciale dichiarata, che riteniamo comunque uno scenario estremo.

A nostro avviso è improbabile che la TPP venga ratificata dal Congresso e che i negoziati per la Transatlantic Trade and Investment Partnership (TTIP) vengano interrotti, mentre probabilmente assisteremo ad un qualche aumento delle barriere alle importazioni. Riteniamo comunque che l'impatto delle elezioni presidenziali sul commercio estero in generale e sulla crescita statunitense in

Tematiche	Margine d'azione del Presidente	Proposte Clinton	Proposte Trump	Probabile risultato Impatto sull'economia
Politica di bilancio: spesa pubblica	Basso	- Aumentare la spesa per infrastrutture di USD 275 mld in 5 anni - Incrementare quest'importo di USD 500 mld tramite la leva finanziaria - Spesa finanziata da un aumento delle imposte a carico dei percettori di redditi più elevati	- Aumentare la spesa per infrastrutture/militare di un importo non specificato (USD 1 000 mld?)	Modesto slancio economico Maggiore con Trump e un Congresso repubblicano
Politica di bilancio: imposte	Basso	- Riforma fiscale completa - Aumentare le imposte sui redditi elevati e i capital gain - Regole più stringenti per impedire le «tax inversion», imposizione di una «exit tax»	- Ridurre l'aliquota massima delle imposte societarie dal 35% al 15% - Scoraggiare le «tax inversion» applicando una imposta del 10% sugli utili offshore	Neutrale in caso di vittoria Clinton Notevole slancio della crescita con Trump in particolare con un Congresso repubblicano
Politica commerciale	Elevato	- A favore del libero commercio, ma è divenuta più protezionista - Non sostiene la TPP nella sua forma attuale - Rinegoziazione del NAFTA	- Dichiarare la Cina un «manipolatore dei cambi», imporre dazi elevati per Cina e Messico - Accantonamento della TPP, rinegoziazione del NAFTA	Qualche incremento del protezionismo commerciale, in particolare con Trump Nessun impatto economico significativo nel 2017-2018
Immigrazione	Medio	- Generalmente favorevole a una espansione dell'immigrazione negli Stati Uniti - Riforma della legislazione, semplificare l'accesso alla cittadinanza per gli immigrati irregolari	- Applicazione rigida delle leggi sull'immigrazione, proteggere i confini - Posizione dura: vorrebbe costruire un muro sul confine messicano e deportare gli immigrati irregolari	Restrizioni significative con Trump A lungo termine può fare rallentare la crescita e aumentare l'inflazione Nessun impatto economico significativo nel 2017
Federal reserve	Basso	- Apportare maggiore diversità alla Fed	- A favore di un Congresso che «effettua un audit» sulla Fed - Non rinnoverebbe il mandato della presidente Yellen a febbraio 2018	Nessun impatto macroeconomico significativo nel 2017-2018
Regolamentazione finanziaria	Basso	- Vuole un rafforzamento delle riforme Dodd-Frank - Favorevole al ripristino del Glass-Steagall Act	- Ha chiesto una revisione del Dodd-Frank Act - Favorevole al ripristino del Glass-Steagall Act	Nessun impatto macroeconomico significativo nel 2017-2018
Politica della salute	Basso	- Difende l'ACA (Obamacare) e vorrebbe espanderne la copertura - Giro di vite sull'aumento dei prezzi per i farmaci con prescrizione medica	- Vuole cancellare Obamacare - Sostituzione con riforme che seguono i «principi di mercato»	Nessun impatto macroeconomico significativo nel 2017-2018

particolare rimarrà piuttosto limitato. Vi sono buone probabilità che un presidente Trump si riveli nella realtà molto più moderato del candidato Trump, e non solo relativamente alle politiche commerciali.

Le conseguenze economiche dei diversi esiti delle elezioni

L'arrivo di un nuovo presidente unitamente ai potenziali cambiamenti della maggioranza in entrambe le camere del Congresso significano che varie combinazioni politiche sono possibili, ciascuna con implicazioni diverse per l'economia americana. Ad esempio, una vittoria di Clinton con una maggioranza democratica in entrambe le camere del Congresso è possibile. Per semplicità, ci concentriamo qui su solo due dei possibili esiti: 1) lo scenario elettorale che consideriamo più probabile, ovvero una vittoria Clinton con una maggioranza democratica nel Senato ma una maggioranza repubblicana nella Camera dei rappresentanti; 2) una vittoria Trump con i repubblicani che mantengono la maggioranza in entrambe le camere del Congresso. Quest'ultimo scenario non è necessariamente il più probabile, ma non può neanche essere scartato del tutto. Al momento in cui scriviamo, i bookmaker danno una probabilità del 30% a una vittoria presidenziale di Trump e un Congresso dominato dai repubblicani. Questo risultato avrebbe le implicazioni di più vasta portata per l'economia americana.

Cosa succederà se il nostro primo, e forse più probabile, scenario elettorale diverrà una realtà (una vittoria Clinton con un Congresso diviso)? In primo

luogo, diminuzione dell'incertezza preelettorale fornirebbe un leggero sostegno ai mercati delle attività rischiose nel breve periodo, a seconda dell'elevatezza dei livelli di incertezza raggiunti precedentemente. A più lungo termine, un governo diviso significherebbe però una prosecuzione dell'attuale stallo politico. Si potrebbe trovare un accordo per un programma infrastrutturale e per alcune modifiche della normativa fiscale, ma l'espansione complessiva del bilancio probabilmente rimarrebbe limitata. Sul fronte commerciale, sia la TPP che l'equivalente europeo, la TTIP, non verrebbero ratificate, ma un nuovo presidente Clinton probabilmente cercherebbe di evitare un confronto troppo duro con i principali partner commerciali degli Stati Uniti. Nel complesso, un simile esito è probabilmente leggermente favorevole per l'economia e abbastanza neutrale per i mercati finanziari.

Una vittoria di Trump con i repubblicani che mantengono la maggioranza in entrambe le camere del Congresso creerebbe una situazione diversa. Trump ha formulato alcune promesse accattivanti, ma non si sa ancora cosa farà se dovesse davvero divenire presidente. In caso di elezione di Trump, l'incertezza potrebbe aumentare, con timori soprattutto per la politica commerciale e l'approccio riguardo all'immigrazione. Pertanto, in questo scenario alternativo, i mercati delle attività rischiose subirebbero un influsso negativo a breve termine mentre verrebbero sostenuti gli US Treasury e il dollaro (salvo nei confronti di altre monete rifugio come l'euro e lo yen). Dopo qualche tempo, i mercati

finanziari potrebbero però capire che Trump e un Congresso dominato dai repubblicani sarebbero forieri del ritorno di una economia *supply side*, potenzialmente, di un importante cambiamento della politica di bilancio. Ciò potrebbe portare a previsioni di crescita più elevate e ad un rialzo dei tassi d'interesse. Una crescita più elevata creerebbe un contesto più favorevole a medio termine per le azioni e il dollaro.

In conclusione, qualunque sia l'esito delle elezioni di novembre, si dovrebbero ottenere almeno politiche di bilancio moderatamente più favorevoli per la crescita e un governo meno propenso a una ulteriore liberalizzazione commerciale. L'agenda politica suggerisce comunque che qualsiasi aumento del budget federale dopo le elezioni difficilmente riuscirà ad avere un impatto sulla crescita economica nel migliore dei casi prima della seconda metà del 2017.

Ad oggi, siamo ancora nel regno delle stime grossolane anziché delle previsioni realistiche quando si tratta di misurare l'impatto delle elezioni statunitensi. A nostro avviso, se Clinton dovesse vincere senza che i democratici riescano a ottenere la maggioranza nella Camera dei rappresentanti, lo stimolo di bilancio aggiuntivo sarebbe modesto, nell'ordine di 0,2-0,4 punti percentuali del PIL nel 2017-2018. In caso di vittoria di Trump e di un mantenimento della maggioranza in entrambi i rami del Congresso da parte dei repubblicani, dovremmo assistere a uno stimolo di bilancio più significativo, equivalente a 0,5-1,0 punti percentuali del PIL nel 2017-2018.

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

Ottime performance del debito dei mercati emergenti e dell'high yield statunitense

Il debito dei mercati emergenti in moneta locale e l'high yield statunitense hanno messo a segno ottime performance dall'inizio dell'anno. Sul fronte valutario, la sterlina britannica ha continuato a perdere terreno dopo il voto sulla Brexit del 23 giugno, mentre lo yen si è apprezzato notevolmente nonostante gli sforzi delle autorità giapponesi per contenere la sua forza.

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

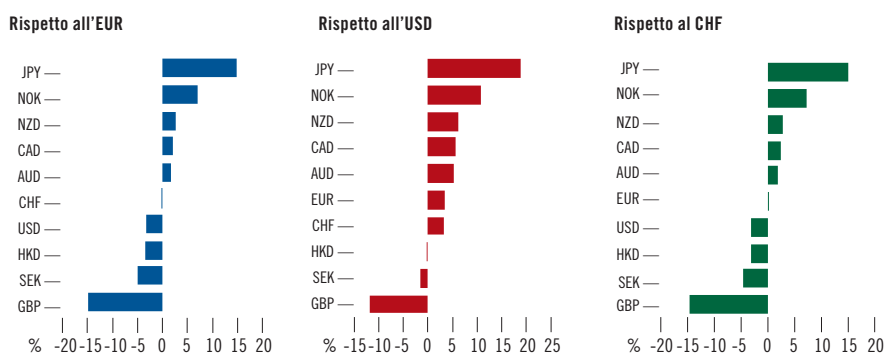
PRINCIPALI INDICATORI ECONOMICI

Tassi di crescita del PIL	Stime Pictet - (consenso*)			
	2014	2015	2016E	2017E
Stati Uniti	2.4%	2.6%	1.5% (1.5%)	2.0% (2.3%)
Eurozona	0.9%	1.6%	1.5% (1.5%)	1.3% (1.3%)
Svizzera	1.9%	0.9%	1.5% (1.2%)	1.3% (1.3%)
Regno Unito	3.1%	2.2%	1.8% (1.7%)	0.9% (0.7%)
Giappone	-0.1%	0.6%	0.6% (0.6%)	0.6% (0.8%)
Cina	7.3%	6.9%	6.5% (6.6%)	6.2% (6.3%)
Brasile	0.1%	-3.9%	-3.2% (-3.2%)	0.8% (1.1%)
Russia	0.5%	-3.3%	-0.7% (-0.6%)	1.3% (1.2%)

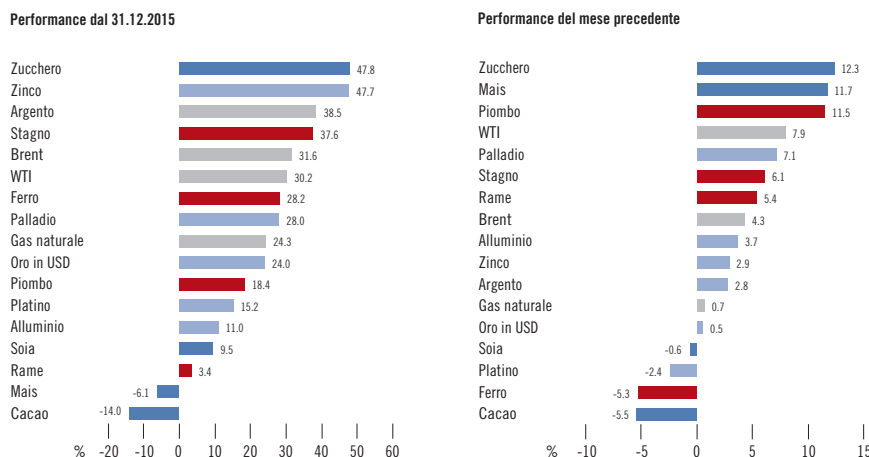
Inflazione (IPC) Media annuale (Brasile fine anno)	2014	2015	2016E	2017E
Stati Uniti	1.6%	0.1%	1.3% (1.2%)	2.4% (2.2%)
Eurozona	0.4%	0.0%	0.2% (0.2%)	1.3% (1.3%)
Svizzera	0.0%	-1.1%	-0.3% (-0.4%)	0.4% (0.3%)
Regno Unito	1.5%	0.0%	0.9% (0.7%)	2.2% (2.3%)
Giappone	2.7%	0.8%	-0.3% (-0.2%)	0.4% (0.4%)
Cina	2.0%	1.4%	1.8% (2.0%)	1.8% (1.9%)
Brasile	6.3%	9.0%	8.8% (7.3%)	5.5% (5.3%)
Russia	7.8%	15.5%	6.8% (6.3%)	5.6% (5.4%)

* Fonte: Consensus Economics Inc

VARIAZIONI DEI TASSI DI CAMBIO (DAL 31.12.2015)



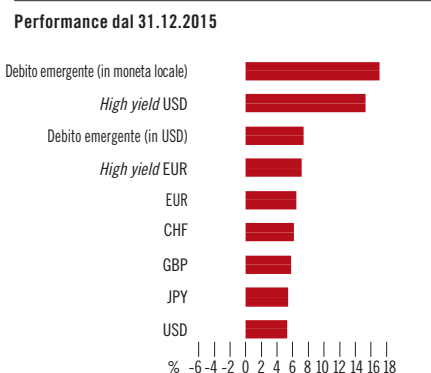
COMMODITY



TASSI D'INTERESSE

	Breve termine (3 mesi)	Lungo termine (10 anni)
Stati Uniti	0.50%	1.6%
Eurozona	0.0%	-0.1%
Svizzera	-0.75%	-0.6%
Regno Unito	0.25%	0.8%
Giappone	0.0%	-0.1%
Cina	2.10% (1 anno)	4.8% (5 anni)
Brasile	14.25%	11.6%

MERCATI OBBLIGAZIONARI



MERCATI OBBLIGAZIONARI

Performance dal 31.12.2015

	USD	EUR	CHF	GBP
MSCI World*	6.1%	2.5%	2.7%	20.3%
S&P 500*	7.8%	4.2%	4.4%	22.4%
MSCI Europe*	0.6%	-2.8%	-2.6%	14.1%
Tokyo SE (Topix)*	3.7%	0.2%	0.4%	17.6%
MSCI Pacific ex. Japan*	12.8%	9.1%	9.2%	28.0%
SPI*	0.9%	-2.5%	-2.3%	14.5%
Nasdaq	6.1%	2.6%	2.7%	20.4%
MSCI Em. Markets*	16.4%	12.5%	12.7%	32.0%
Russell 2000	10.2%	6.5%	6.7%	25.0%

* Dividendi reinvestiti

SETTORI DI ATTIVITÀ

Performance dal 31.12.2015

	Stati Uniti	Europa	Mondo
Industria	10.0%	3.4%	8.7%
Tecnologia	11.0%	3.4%	10.2%
Materiali di base	9.6%	14.4%	17.0%
Telecomunicazioni	14.1%	-16.1%	4.7%
Salute	-0.1%	-11.6%	-2.8%
Energia	15.0%	7.2%	15.1%
Servizi di pubblica utilità	13.1%	-4.8%	7.0%
Finanza	0.0%	-19.0%	-4.1%
Consumi di base	5.5%	2.1%	6.0%
Consumi voluttuari	2.6%	-10.1%	-0.2%

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

