

<2%

Potenziale di crescita a lungo termine del
PIL annuale degli Stati Uniti
Pagina 2

1,5%

La nostra previsione sulla crescita del PIL
nell'eurozona quest'anno
Pagina 4

+26%

Aumento delle vendite di automobili in
Cina a settembre rispetto allo stesso mese
del 2015
Pagina 5

+13,9%

La revisione al rialzo delle stime sugli utili
2017 per le azioni delle risorse di base
europee
Pagina 6

+17%

Rimbalzo dell'indice azionario TOPIX
giapponese da giugno (in yen)
Pagina 7

-3,3%

La variazione del PIL in termini reali
brasiliiano attesa dalla banca centrale
quest'anno
Pagina 8

+50 pb

Rialzo dei tassi dei Gilt britannici
decennali nel mese di ottobre
Pagina 10

-2,9%

Calo del prezzo dell'oro a ottobre
(in dollari USA)
Pagina 11

La crescita priva di smalto richiede nuovi approcci di
politica monetaria e misure di politica di bilancio

Novembre 2016

Prospettive

La necessità di nuove politiche economiche

Politiche economiche più costruttive dovrebbero aiutare le banche centrali e i governi a risolvere il loro attuale dilemma



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

La direzione della politica economica è indubbiamente il punto cruciale delle prospettive per l'economia e i mercati finanziari nel 2017 e oltre, e sta divenendo ancora più importante visto che le politiche monetarie adottate da tutte le maggiori banche centrali del mondo stanno mostrando una perdita di efficacia. I governi negli Stati Uniti, in Europa e in Giappone sono stati costretti ad aumentare massicciamente il loro indebitamento dopo la crisi finanziaria al fine di contrastare il rischio di una profonda depressione economica. Tra il 2008 e il 2015, il rapporto debito pubblico/PIL in diversi Paesi sviluppati è balzato dal 60% a oltre il 100%. Questo sviluppo ha costituito un vincolo importante sulla loro capacità di introdurre politiche di bilancio keynesiane più tradizionali. Di

conseguenza, il supporto delle politiche governative alle economie nel migliore dei casi è stato solo moderatamente positivo.

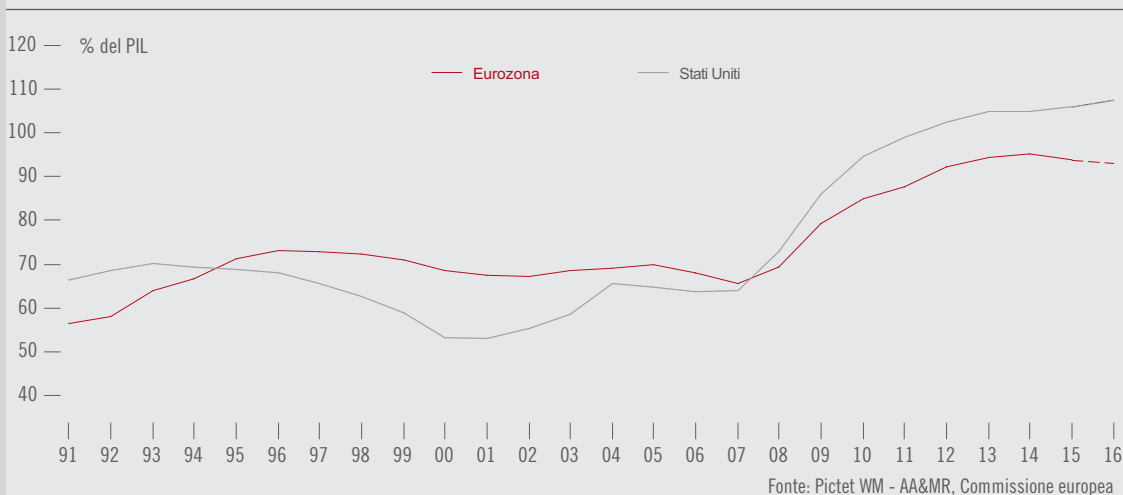
Gli economisti sono concordi sulle numerose sfide che i governi nel mondo sviluppato dovranno affrontare nei prossimi mesi. Vi è l'esigenza di eliminare il rischio di una spirale deflazionistica e di ancorare la crescita a livelli più elevati e sostenibili rispetto a quelli attuali, riducendo nel contempo le disuguaglianze nella distribuzione del reddito e della ricchezza. Secondo stime ufficiali la crescita del PIL in termini reali potenziale dei Paesi sviluppati è diminuita negli ultimi anni ed è ora di poco superiore al 2% all'anno negli Stati Uniti, all'1% in Europa e probabilmente vicina allo 0% in Giappone.

Il principale problema è che negli ultimi venticinque anni le politiche di bilancio keynesiane tradizionali non sono riuscite a ripristinare un ciclo di crescita economica virtuoso. Difficilmente i pacchetti di spesa infrastrutturale ipotizzati dai due candidati alle elezioni presidenziali americane di quest'anno saranno sufficienti a colmare il divario tra l'attuale livello dell'attività economica e il livello tendenziale sulla base delle serie storiche.

Una politica di bilancio efficiente richiede un effetto di moltiplicatore fiscale superiore a 1, ovvero che ciascuna unità di spesa pubblica generi più di una unità aggiuntiva di attività economica. I moltiplicatori fiscali funzionano anche in direzione inversa. Quando i moltiplicatori fiscali sono bassi, i Paesi possono ridurre la spesa più rapidamente o aumentare maggiormente le tasse senza danni eccessivi a breve termine. Ottenere l'effetto di moltiplicatore fiscale sbagliato (persino il Fondo monetario internazionale ha ammesso di avere sottostimato questo moltiplicatore fiscale) può aiutare a spiegare sia l'eccezionale aumento dell'indebitamento nei Paesi sviluppati dal 2008 in poi sia i danni a breve termine alla crescita causati dai programmi di austerità troppo rigidi.

Le spiegazioni per l'inefficacia delle vecchie ricette keynesiane sono essenzialmente tre. Primo, l'apertura delle economie moderne e la tendenza di alcune spese governative a trascinare nel settore esterno tramite le importazioni diminuiscono l'effetto del moltiplicatore. Secondo, la spesa per infrastrutture è

RAPPORTO DEBITO PUBBLICO/PIL IN %, 1991-2016E



normalmente meno efficace della spesa produttiva privata. Terzo, la teoria della «equivalenza ricardiana», elaborata dall'economista Robert Barro a metà anni 1970, indica che i deficit di bilancio creano attese di futuri aumenti della tassazione, spingendo le famiglie a risparmiare anziché a spendere i redditi generati dalla spesa pubblica aggiuntiva.

Per risolvere le sfide che incombono sul governo saranno sicuramente necessarie nuove politiche economiche, visto in particolare che quelle attuate ormai da diversi anni non sono state efficaci. Oltre al forte aumento del debito pubblico, vi sono comunque altri grossi ostacoli all'adozione di politiche economiche favorevoli alla crescita.

Il primo di questi è di tipo concettuale. Per potere assumere il comando dell'economia dopo anni di allentamento quantitativo orchestrato dalle banche centrali, i governi e i loro consulenti economici devono individuare nuovi modelli teorici sufficientemente solidi per convincere i banchieri centrali sui vantaggi di un approccio di politica monetaria diverso. L'argomento è trattato in maggior dettaglio in questa edizione di Prospettive. In sintesi, si può però dire che non vi sono quadri di riferimento concettuali accettabili che possano essere adottati dalle banche centrali in tempi brevi.

Il secondo ostacolo per nuove politiche economiche è di natura politica. Le politiche di bilancio dal 2008 si sono rivelate un mezzo fiasco per quanto riguarda il supporto alla crescita sostenibile e alla spesa. Lo dimostra la tendenza della crescita a rallentare ogniqualvolta i governi tentano di frenare la spesa pubblica. Non si può negare che l'intervento delle banche centrali e dei governi abbia avuto un ruolo essenziale nell'impedire una depressione al culmine della crisi finanziaria. Una volta ottenuto questo risultato, sarebbero state però necessarie politiche di bilancio mirate a ravvivare gli investimenti e la capacità produttiva, in definitiva l'unica vera speranza di creare crescita sostenibile e incrementare l'occupazione.

Gli indicatori di crescita rimangono generalmente positivi, ma i dubbi permangono

Le sorprese positive sulla crescita nel Regno Unito, negli Stati Uniti e in Cina hanno determinato miglioramenti marginali, ma la crescita globale rimane priva di slancio

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

📈 I forti dati sul PIL del 3° trimestre ci hanno portati automaticamente a rivedere al rialzo la nostra previsione sulla crescita della Cina nel 2016. Anche le economie americana e britannica hanno battuto le aspettative a breve termine, e gli indicatori anticipatori in Europa e in Giappone puntano a una ripresa dell'attività. Manca però ancora un salto di qualità decisivo per le prospettive di crescita globali.

Dopo un 2° trimestre deludente, la crescita economica americana si è ripresa considerevolmente nel terzo. Hillary Clinton, la probabile vincitrice delle elezioni presidenziali, ha promesso un incremento della spesa pubblica per risolvere il problema delle infrastrutture obsolete negli Stati Uniti, un potenziale contributo alla crescita complessiva. Lo stimolo fiscale sta divenendo sempre più di attualità in Giappone, nel Regno Unito e in Cina. È anche probabile una ulteriore azione da parte della Banca centrale europea sotto forma di estensione e ampliamento del suo programma di allentamento quantitativo a dicembre.

I recenti miglioramenti delle maggiori economie rimangono marginali. La Cina continua la sua transizione verso una economia maggiormente incentrata sulla domanda interna, ma la crescita dovrebbe rallentare al 6,2% l'anno prossimo. Il rimbalzo sorprendentemente marcato del 3° trimestre negli Stati Uniti potrebbe rivelarsi temporaneo e pertanto non ci ha indotti a modificare le nostre previsioni per l'economia americana per il 2016 e il 2017. La crescita oltre Oceano dovrebbe rimanere molto al di sotto dei livelli che si erano visti a questo punto dei cicli precedenti. Lo stimolo fiscale richiederà tempo per dispiegare i suoi effetti e la spinta sulla crescita potrebbe essere molto modesta. Con la fine del periodo elettorale negli Stati Uniti, l'attenzione si sposterà nuovamente sul problema della bassa produttività e dell'aumento dei tassi da parte della Fed.

In Europa, le tensioni che circondano il referendum costituzionale italiano il 4 dicembre probabilmente saranno oscurate dall'avvio dei negoziati sulla Brexit all'inizio dell'anno prossimo, che creeranno incertezza sulle prospettive del Regno Unito. Nel 2017 sono anche in calendario elezioni importanti in Francia, Germania e Paesi Bassi. La crescita dell'eurozona rimane fragile, come evidenziato dalla bassa inflazione e dalla mancanza di slancio per la domanda di credito.

Ovunque, le banche centrali sono sottoposte a importanti test di credibilità, come ad esempio la Bank of Japan, impegnata nell'attuazione di misure monetarie sempre più sofisticate. Le recenti sorprese positive dai dati economici sono benvenute, ma non segnalano un aumento decisivo dello slancio della crescita globale, che rimane modesto.

Stati Uniti: accelerazione del PIL nel 3° trimestre grazie soprattutto all'impennata temporanea delle esportazioni alimentari
Il PIL statunitense ha messo a segno un +2,9% trimestre su trimestre annualizzato nel 3° trimestre, superiore alle previsioni

di consenso del +2,6%. La spesa per consumi è stata però deludente e la crescita della domanda interna finale ha registrato in effetti un rallentamento dal 2,4% nel 2° trimestre all'1,4% nel 3° trimestre. La crescita del 3° trimestre è attribuibile prevalentemente alla ricostituzione delle scorte e alla forte crescita delle esportazioni (+10,0%) sull'onda dell'impennata delle esportazioni dei semi di soia, da considerarsi probabilmente di natura temporanea. Anche se le esportazioni dovrebbero diminuire nel 4° trimestre, le condizioni finanziarie negli Stati Uniti rimangono favorevoli, i fondamentali per la spesa dei consumatori e il settore immobiliare sono positivi e si profila una ripresa degli investimenti nel settore petrolifero. Restiamo pertanto ragionevolmente favorevoli sulla crescita degli Stati Uniti. Le nostre proiezioni di una crescita annua del PIL statunitense in termini reali dell'1,5% nel 2016 e del 2,0% nel 2017 rimangono invariate. A causa del probabile arretramento delle esportazioni di semi di soia, stiamo però rivedendo al ribasso la nostra previsione sulla crescita per il 4° trimestre 2016 dal 2,0% trimestre su trimestre annualizzato all'1,5%.

Da inizio anno a questa parte, l'inflazione *core PCE* si è mossa in senso laterale. Continuiamo a ritenere che essa salirà solo leggermente nei prossimi mesi. La nostra previsione che essa raggiungerà l'1,9% anno su anno entro fine 2016 rimane invariata

«Le recenti sorprese positive dai dati economici sono benvenute, ma non segnalano un aumento decisivo dello slancio della crescita globale, che rimane modesto»

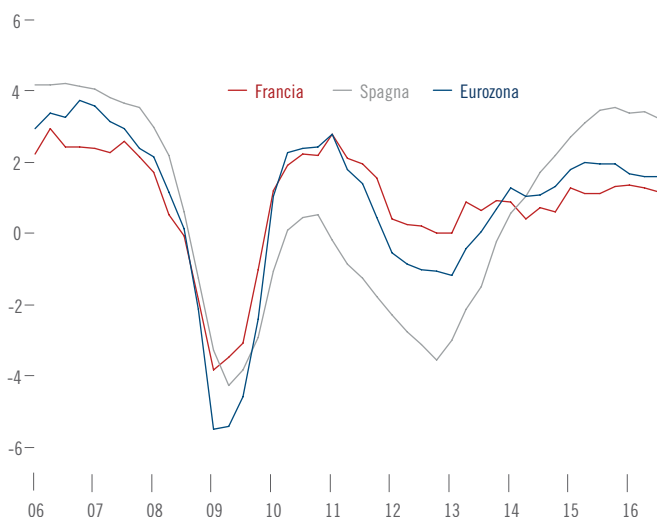
e la nostra prima stima per dicembre 2017 è del 2,1%. Continuiamo a prevedere che la Fed aumenterà i tassi di 25 punti base a dicembre, con due ulteriori aumenti di 25 pb nel 2017.

Eurozona: rischi sostanzialmente bilanciati

Gli ultimi sondaggi sulle imprese hanno confermato un buon inizio del 4° trimestre. I principali indicatori anticipatori segnalano che la crescita del PIL probabilmente accelererà nei prossimi mesi, in particolare (ma non solo) in Germania. I dati sui prestiti delle banche nell'eurozona sono stati invece abbastanza deludenti. L'impulso del credito si è indebolito notevolmente nel 3° trimestre, denotando un possibile rallentamento della domanda interna nel 2017. Di per sé, questo crea il forte rischio di dovere rivedere al ribasso la nostra previsione di crescita del PIL per l'eurozona. In quale misura lo slancio ciclico e il modesto incremento delle esportazioni nette riusciranno a compensare la debolezza del ciclo del credito? Come nota positiva, va ricordato che le società non finanziarie europee dispongono di abbondante liquidità e che la loro spesa per investimenti dipende meno dal credito delle banche, almeno per le grandi aziende.

CRESCITA DEL PIL IN TERMINI REALI IN FRANCIA, SPAGNA E NELL'EUROZONA, 1° T 2006 - 3° T 2016

Variazione % anno su anno



Fonte: Pictet WM - AA&MR, Eurostat

Per il momento, manteniamo invariata la nostra previsione sulla crescita del PIL dell'eurozona all'1,5% per il 2016 e all'1,3% per il 2017, con i rischi di sorprese positive e negative ancora sostanzialmente bilanciati. Con la formazione di un governo in Spagna dopo 10 mesi di stallo, il focus politico si sta ora spostando sul referendum costituzionale in Italia, e le conseguenze di una bocciatura delle proposte sostenute dal governo riguardo alla riforma del Senato sono tuttora molto incerte.

Nel contempo, l'inflazione in tutta l'eurozona è rimasta bassa nonostante un modesto effetto base positivo legato ai prezzi dell'energia, che dovrebbe accentuarsi nei prossimi mesi. La principale preoccupazione della BCE rimane comunque la mancanza di slancio dei prezzi di base. Continuiamo a prevedere che le previsioni dello staff della BCE (che verranno pubblicate a inizio dicembre) giustificheranno una azione monetaria aggiuntiva sotto forma di una estensione di sei mesi dell'allentamento quantitativo fino a settembre 2017, con il ritmo degli acquisti di titoli mantenuto all'attuale livello di EUR 80 miliardi mensili.

Cina: stabilizzazione della crescita a breve termine

Le ultime statistiche denotano una stabilizzazione dell'economia cinese. Il PIL è cresciuto del 6,7% in termini reali anno su anno nel 3° trimestre, alla stessa velocità della prima metà del 2016. La Cina riuscirà quasi certamente a raggiungere l'obiettivo di crescita del 6,5%-7% fissato dal governo per quest'anno.

Come nella ripresa precedente, la crescita degli investimenti nelle immobilizzazioni ha giocato un ruolo essenziale, in

particolare nel settore immobiliare. Le misure di stimolo introdotte dalla fine dello scorso anno hanno fatto salire di molto i prezzi delle abitazioni e provocato una ondata di acquisti affannati da parte della classe media cinese, soprattutto nelle città di prima fascia e in alcune città di seconda fascia. Approfittando del boom del mercato, gli sviluppatori immobiliari hanno accelerato le realizzazioni, determinando una accelerazione della crescita degli investimenti immobiliari al 6% anno su anno nel 3° trimestre 2016 rispetto all'1% a fine 2015. Anche molte industrie pesanti, dai produttori di acciaio e di vetro ai costruttori di macchinari, hanno registrato un notevole rimbalzo dell'attività.

Lo slancio degli investimenti nelle immobilizzazioni, in particolare quelli collegati agli immobili, potrebbe non essere duraturo. La nostra analisi indica un eccesso di offerta strutturale di abitazioni dal 2013, specialmente nelle città di fascia più bassa. Inoltre, alcune amministrazioni locali hanno reintrodotta misure per contenere l'aumento dei prezzi delle case, per il timore che si formi una bolla immobiliare. Di conseguenza, la crescita degli investimenti nelle immobilizzazioni probabilmente rallenterà nuovamente nel 2017.

A parte gli investimenti nelle immobilizzazioni, altri segmenti dell'economia hanno mostrato segnali incoraggianti di transizione. La crescita dei servizi rimane superiore a quella dell'economia nel suo complesso e l'industria dei servizi rappresenta ora il 52% del PIL cinese, rispetto a solo il 42% di dieci anni fa. I consumi delle famiglie continuano a essere resilienti. La crescita delle vendite al dettaglio si è stabilizzata a oltre il 10% anno su anno nel 3° trimestre, con le vendite di automobili in aumento del 26% a settembre 2016 rispetto a un anno prima.

L'inflazione cinese è in graduale rialzo. L'indice dei prezzi alla produzione (PPI), che misura il prezzo dei prodotti industriali, a settembre ha registrato una variazione anno su anno positiva per la prima volta da oltre quattro anni. Anche l'indice dei prezzi al consumo sta gradualmente migliorando: l'inflazione di base nel 3° trimestre sta salendo, pur rimanendo molto al di sotto dell'obiettivo del governo. Questa tendenza positiva dovrebbe continuare nel 4° trimestre 2016 ed estendersi al 2017, favorendo un miglioramento dei ricavi delle aziende e la capacità delle imprese di fare fronte al servizio del debito.

Nel complesso, gli ultimi dati hanno confermato la stabilizzazione a breve termine dell'economia cinese e ci hanno portati automaticamente a rivedere al rialzo la nostra previsione di crescita del PIL 2016 al 6,7% rispetto al 6,5% precedente. Fugate almeno per il momento le preoccupazioni sulla crescita, l'attenzione del governo può spostarsi maggiormente sulle riforme strutturali. Considerati gli squilibri dell'economia, il tasso di espansione della Cina probabilmente diminuirà in ogni caso e pertanto non modifichiamo la nostra previsione di una crescita del PIL cinese del 6,2% nel 2017.

I titoli di Stato si rivelano vulnerabili

Gli utili relativamente positivi, la stabilizzazione dei prezzi delle commodity, un leggero miglioramento del quadro macroeconomico e forse in particolare il perdurante supporto delle banche centrali hanno aiutato alcune azioni, ma i mercati obbligazionari hanno iniziato a vacillare.

Christophe Donay, Jacques Henry, Luc Luyet e Alexandre Tavazzi

MERCATI FINANZIARI

Performance in % degli indici finanziari in moneta locale. Dati al 31.10.2016

	Indice	Dal 31.12.2015	Mese precedente
Azioni statunitensi*	USD S&P 500	5.9%	-1.8%
Azioni europee*	EUR Stoxx Europe 600	-4.2%	-1.0%
Azioni mercati emergenti	USD MSCI Emerging Markets	16.6%	0.2%
US Treasury*	USD ML Treasury Master	5.3%	-0.2%
Obbligazioni societarie <i>investment grade</i> statunitensi*	USD ML Corp Master	8.2%	-0.8%
Obbligazioni societarie <i>high yield</i> statunitensi*	USD ML US High Yield Master II	15.7%	0.3%
Hedge fund	USD Credit Suisse Tremont Index Global**	0.1%	0.1%
Commodity	USD Reuters Commodities Index	5.8%	0.0%
Oro	USD Oncia troy oro	20.4%	-2.9%

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

* Dividendi/cedole reinvestiti ** fine settembre 2016

📅 Ottobre è stato caratterizzato da un mercato rialzo dei tassi d'interesse a lungo termine in risposta ai segnali di un possibile ritorno dell'inflazione e dell'avvicinarsi della fine dell'era delle politiche monetarie ultra accomodanti.

I tassi dei Gilt sono aumentati sensibilmente a ottobre con la debolezza della sterlina che ha influito sull'inflazione nel Regno Unito, la Fed sembra sempre più intenzionata ad alzare i tassi a dicembre, mentre nell'eurozona sono circolate voci di una possibile riduzione del programma di acquisto di titoli da parte della BCE.

La recente tensione dei tassi d'interesse fissi rimane modesta in termini storici e, pur tenendo conto del rialzo dei prezzi delle commodity, non prevediamo un sostanziale rialzo dell'inflazione in tempi brevi. I tassi d'interesse negativi pagati su alcuni titoli di Stato in Europa e in Giappone hanno però reso questi ultimi particolarmente vulnerabili a un cambiamento delle aspettative, tanto più che gli investitori avevano allungato la duration nella loro ricerca di rendimento. Il costo dell'esposizione verso i titoli di Stato è aumentato, e il rischio di rimanere

scottati sui mercati obbligazionari non è da trascurare. Il rialzo dei tassi a lungo termine sta contribuendo a giustificare la nostra decisione di accorciare la duration e di ricercare opportunità tattiche nel mercato monetario.

Nello stesso tempo, il recente irripidimento dei rendimenti influisce positivamente sui margini delle banche, uno sviluppo particolarmente benvenuto in Europa. Le preoccupazioni riguardo alle banche europee sembrano infatti per il momento accantonate, grazie ai risultati relativamente positivi del 3° trimestre. Il settore bancario ha brillato negli indici azionari americani ed europei a ottobre, così come alcuni settori ciclici. Il calo dell'oro è un ulteriore segnale del fatto che, indipendentemente dalle preoccupazioni per il mercato obbligazionario, la tensione finanziaria sta diminuendo.

Altri fattori continuano a suggerire che le azioni potrebbero avere ancora qualche potenziale. Anche se le valutazioni sono elevate, la crescita degli utili nei mercati sviluppati dovrebbe migliorare considerevolmente. Gli investitori sono inoltre posizionati in modo più

difensivo rispetto alle indicazioni dei segnali rialzisti. Un recente sondaggio di Bank of America/Merrill Lynch mostra che la liquidità media detenuta da gestori globali di fondi recentemente ha raggiunto il suo livello più elevato da 15 anni. Restiamo relativamente positivi sulle azioni, vedendo motivi per uscire dai settori difensivi verso i settori ciclici sottovalutati, compresi alcuni titoli finanziari.

Azioni: conseguenze logiche

Il panorama degli investimenti è cambiato rispetto a quest'estate. Come avevamo indicato lo scorso mese, la ripresa dei prezzi delle commodity e dell'energia ha consentito ai mercati emergenti e ai settori ciclici di mettersi alla guida dei mercati azionari. Il recente rialzo dei tassi obbligazionari a lungo termine sta consentendo al settore finanziario con valutazioni molto basse di partecipare alla ripresa, dato che una curva dei rendimenti più ripida è considerata un elemento positivo per la redditività dei titoli finanziari. I mercati tendono ad anticipare gli eventi effettivi e bisogna ricordare che le revisioni al rialzo degli utili attesi per quest'anno sono stati maggiori per le banche nello S&P 500 e per le risorse di base nello Stoxx Europe 600. A ottobre, le stime sugli utili 2017 per risorse di base sono state riviste al rialzo dello 0,8% negli Stati Uniti e del 13,9 in Europa.

La stagione degli utili del 3° trimestre ha pertanto contribuito a rafforzare l'ottimismo dei mercati riguardo ai settori ciclici e finanziari, che presentano valutazioni più basse rispetto agli indici generali. I rapporti prezzo/valore di libro 2016 delle banche incluse negli indici MSCI US e MSCI Europe sono attualmente rispettivamente a circa 1,0x e 0,8x.

I dati corrispondenti per i settori dell'energia americano ed europeo sono rispettivamente a 2,0x e 1,1x. Questi numeri devono essere confrontati con 2,7x per l'indice MSCI US generale e 1,7x per MSCI Europe. I settori più sottovalutati stanno pertanto beneficiando del miglioramento ciclico, consentendo agli investimenti di stile *value* di esprimere le migliori performance. La nostra opinione nei confronti dei mercati azionari rimane positiva. Riconosciamo però che le elezioni americane e il referendum italiano a dicembre potrebbero essere fonte di volatilità e stiamo attuando forme di protezione dei nostri portafogli.

«Le incertezze politiche rimarranno probabilmente una caratteristica dei prossimi mesi e dovrebbero continuare a pesare sulla sterlina»

Modifica della correlazione azioni/obbligazioni

A ottobre, lo S&P 500 ha registrato una performance del -1,8% e lo Stoxx Europe 600 del -1,0%, rispetto al -1,8% degli US Treasury a 10 anni e al -2,5% dei Bund tedeschi a 10 anni (tutti rendimenti complessivi in moneta locale). Negli ultimi 15 anni, vi è stata generalmente una correlazione negativa a un anno tra azioni e obbligazioni, illustrativa dei benefici di diversificare tra le due principali classi di attività. L'ultima volta che la correlazione tra azioni e obbligazioni si è spostata in territorio positivo è stato nel 2013, quando l'annuncio da parte della Fed del *tapering* dei suoi acquisti di titoli ha provocato una ondata di vendite sia delle azioni che delle obbligazioni. Potrebbe comunque essere prematuro affermare che vi sia stata una

generale inversione delle tendenze delle correlazioni consolidate. Mentre i titoli di Stato hanno avuto un mese negativo, alcuni indici azionari hanno prodotto ottimi rendimenti a ottobre, compreso il TOPIX (+5,1% in yen), l'indice MSCI Latin America (10,0% in USD) e l'indice MSCI Emerging Europe (+4,2% in EUR).

L'attuale contesto favorisce il Giappone

Il Giappone quest'anno è rimasto indietro rispetto ad altri mercati azionari, con il TOPIX che ha perso l'8,1% in yen nei primi 10 mesi, rispetto al +4,0% dell'indice MSCI World in USD. A ottobre l'indice giapponese ha però recuperato parte del gap di performance guadagnando il 5,3% in yen, grazie in parte a un deprezzamento del 4% dello yen nei confronti dell'USD nel corso del mese. Da giugno 2016, l'indice TOPIX è rimbalzato di quasi il 17% mentre lo yen è rimasto in un range 100-1006 contro dollaro USA. Il rimbalzo del TOPIX è in linea con il notevole miglioramento delle revisioni degli utili giapponesi, che avevano toccato un minimo a giugno. Nonostante la debole crescita del fatturato, l'ultima stagione degli utili mostra che le aziende giapponesi sono riuscite ad aumentare i loro margini. Una prosecuzione di questa tendenza sarà importante per le loro prospettive del prossimo anno.

Forte calo della sterlina

La sterlina è stata pesantemente influenzata dalla politica dopo la dichiarazione del premier britannico Theresa May il 2 ottobre che il Regno Unito avrebbe chiesto l'applicazione dell'articolo 50 (la notifica ufficiale della volontà del Regno Unito di uscire dall'UE) «al più tardi entro fine marzo». Dato che il governo

britannico sembra intenzionato a dare priorità ai controlli sull'immigrazione rispetto a un possibile accordo su liberi scambi commerciali con l'UE, le prospettive di una Brexit «dura» sono aumentate, danneggiando seriamente la GBP. Le incertezze politiche rimarranno probabilmente una caratteristica dei prossimi mesi e dovrebbero continuare a pesare sulla sterlina. Inoltre, anche se la crescita del Regno Unito ha dimostrato finora di essere resiliente, la maggior parte delle conseguenze della Brexit si materializzerà probabilmente nel 1° semestre 2017, soprattutto tramite una diminuzione della spesa per investimenti privati. La sterlina dovrebbe pertanto rimanere debole nei prossimi mesi.

Verso una intesa OPEC

Dopo l'accordo preliminare annunciato nella riunione informale di Algeri a fine settembre, vi sono buone probabilità di una intesa credibile sulla produzione del petrolio nella riunione ufficiale dell'OPEC a Vienna il 30 novembre. Una mancata finalizzazione dell'intesa abbozzata ad Algeri danneggerebbe gravemente la credibilità dell'OPEC e toglierebbe un significativo supporto ai prezzi del petrolio. In mancanza di una intesa, il prezzo del petrolio Brent potrebbe subire notevoli pressioni ribassiste che potrebbero spingerlo nuovamente sotto i 40 dollari al barile, cosa che l'OPEC vuole sicuramente cercare di evitare.

Apatia

L'economia globale non è ancora ritornata ai livelli di crescita di prima della crisi finanziaria. Salvo alcune notevoli eccezioni, la crescita economica rimane apatica. Il Fondo monetario internazionale prevede una crescita del PIL globale del 3,1% quest'anno e del 3,4% nel 2017. Come termine di paragone, il PIL globale era cresciuto del 5,2% nel 2007. Secondo il FMI, la ripresa globale rimane «debole e precaria», in linea con il giudizio dell'OCSE che l'economia globale è bloccata in una «trappola di bassa crescita»³.

2,9%

Il tasso di crescita del PIL statunitense in termini reali ha raggiunto le aspettative nel 3° trimestre, con un +2,9% trimestre su trimestre annualizzato⁷. È un notevole incremento rispetto al +1,4% registrato nel 2° trimestre. Anche se i consumi delle famiglie sono stati deludenti, restiamo relativamente favorevoli sulla crescita americana, e prevediamo che il **PIL americano crescerà dell'1,5% per l'intero 2016 e del 2,0% nel 2017.**

-3,3%

La banca centrale brasiliana ritiene che il PIL in termini reali del Brasile (corretto per le variazioni dei prezzi) si contrarrà nuovamente nel 2016, del 3,3%, dopo avere già perso il 3,8% nel 2015. **Vi è comunque fiducia sul fatto che la ripresa del Brasile possa iniziare nell'ultimo trimestre del 2016.** Il PIL in termini reali è diminuito del 3,8% anno su anno nel 2° trimestre, leggermente meno del 5,4% nel 1° trimestre⁸.

3,2%

L'economia spagnola è cresciuta dello 0,7% trimestre su trimestre nel 3° trimestre 2016 e del 3,2% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente⁹. **Visto questo slancio dell'economia, il Banco de España prevede una crescita del PIL spagnolo del 3,2% nel 2016¹⁰.** Dato però che il deprezzamento dell'euro e il calo del prezzo del petrolio saranno un fattore meno significativo nelle previsioni anno su anno, la banca centrale spagnola prevede che la crescita scenderà al 2,3% nel 2017.

2,2%

Secondo le prime stime, il PIL britannico è aumentato dello 0,5% in termini di volumi nel 3° trimestre, in ribasso rispetto allo 0,7% nel secondo¹¹, grazie alla continua espansione dei consumi, che rappresentano quasi l'80% del PIL. Rispetto allo stesso trimestre del 2015, il PIL britannico è cresciuto del 2,3% nel 3° trimestre. **Gli ultimi dati ci hanno portati automaticamente a rivedere al rialzo la nostra previsione di crescita del PIL 2016 al 2,0%, dall'1,3%, subito dopo il voto sulla Brexit, e la nostra previsione per il 2017 all'1,1% (dallo 0,9%).**

¹ IMF World Economic Outlook, aprile 2008 <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/01/pdf/text.pdf>

² IMF World Economic Outlook update, ottobre 2016 <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/02/index.htm>

³ OCSE, 1° giugno 2016 <http://www.oecd.org/economy/global-economy-stuck-in-low-growth-trap-policy-makers-need-to-act-to-keep-promises.htm>

⁴ Singapore Ministry of Industry and Trade, 14 ottobre 2016 http://www.singstat.gov.sg/docs/default-source/default-document-library/news/press_releases/advdgp3q2016.pdf

⁵ Australian Bureau of Statistics, 7 settembre 2016 <http://www.abs.gov.au/ausstats/abs@.nsl/mf/5206.0?opendocument&ref=HPKI>

⁶ National Bureau of Statistics, 19 ottobre 2016 http://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/201610/t20161019_1411211.html

⁷ Bureau of Economic Analysis, 28 ottobre 2016 <http://www.bea.gov/newsreleases/national/gdp/gdpnewsrelease.htm>



2,7%

La crescita del PIL sudcoreano è rallentata a un tasso anno su anno del 2,7% nel 3° trimestre, rispetto al 3,3% nel trimestre precedente¹², riflettendo i problemi di grandi imprese come Hyundai, Samsung e Hanjin Shipping. Nonostante le incertezze riguardo alle prospettive delle esportazioni e dei consumi interni, la Bank of Korea prevede un tasso di crescita del 2,7% per l'intero 2016, rispetto al 2,6% del 2015.

0,7%

L'economia giapponese nel 2° trimestre secondo i dati rivisti si è espansa al tasso trimestre su trimestre dello 0,2% e ad un tasso annualizzato dello 0,7%, migliore delle attese, una dimostrazione che la domanda privata era più forte di quanto precedentemente segnalato¹³. **La dinamica del Giappone rimane comunque fiacca, e la crescita è stata molto inferiore rispetto al 2,1% annualizzato che era stato registrato nel 1° trimestre.**

3,3%

Il PIL australiano è cresciuto del 3,3% nel 1° semestre, il ritmo più elevato in quattro anni, grazie anche agli investimenti pubblici⁵. Il nuovo governatore della Reserve Bank of Australia Philip Lowe, appena nominato, ha affermato che l'economia australiana si sta «adeguando ragionevolmente bene» alla fine del boom degli investimenti nel settore minerario.

6,7%

L'economia cinese ha registrato un tasso di crescita del 6,7% nel 3° trimestre, per il terzo trimestre consecutivo⁶. Anche se non manca lo scetticismo sulle statistiche ufficiali, i dati più recenti hanno in qualche modo fugato i timori di un nuovo rallentamento in Cina, mentre il balzo delle vendite immobiliari si ripercuote sulla produzione industriale e sui consumi. **Prevediamo una crescita dell'economia cinese del 6,7% quest'anno e del 6,2% nel 2017.**

0,6%

L'economia di Singapore è cresciuta dello 0,6% anno su anno nel 3° trimestre, molto meno del 2% registrato nel 2° trimestre⁴. È il tasso più basso dal 2009, rafforzando i timori che l'hub finanziario dell'Asia sud orientale ha risentito pesantemente del rallentamento globale e dei cambiamenti dei modelli di crescita cinesi.

⁸ Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, 31 agosto 2016 http://www.ibge.gov.br/home/mapa_site/mapa_site.php#indicadores

⁹ Instituto Nacional de Estadística, 28 ottobre 2016 <http://www.ine.es/prensa/cntr0316a.pdf>

¹⁰ Banco de España, 29 settembre 2016 http://www.bde.es/bde/en/secciones/prensa/Agenda/Boletin_Ekonomi_3113dadbbfb6751.html

¹¹ Office of National Statistics, 30 settembre 2016 <https://www.ons.gov.uk/economy/grossdomesticproductgdp/bulletins/quarterlynationalaccounts/quarter2aprttojune2016>

¹² Bank of Korea, 25 ottobre 2016 <http://www.bok.or.kr/contents/total/eng/boardView.action?boardBean.brid=19443&boardBean.rnum=4&menuNavild=1959&boardBean.menuid=1959&boardBean.cPage=1&boardBean.categorycd=0&boardBean.sdt=&boardBean.edt=&boardBean.searchColumn=&boardBean.searchValue=>

¹³ Japan Cabinet Office, 8 settembre 2016 http://www.esri.cao.go.jp/en/sna/data/sokuhou/files/2016/qe162_2/gdemenua.html

I mercati crescono in modo contrastato

In considerazione del sensibile aumento dei tassi delle obbligazioni benchmark, i mercati a ottobre sono stati contrastati rispetto ai mesi precedenti, mentre il rialzo dei tassi e l'apprezzamento del dollaro hanno colpito i metalli preziosi. In un mese caratterizzato da limitate prese di profitto, le banche hanno continuato a sovraperformare, aiutate dall'irripidimento della curva dei rendimenti.

Azioni

Prese di profitto

Rotazione settoriale nell'ambito degli indici.

A ottobre, lo S&P500 (-1.8%*) e l'Euro Stoxx 600 (-1%*) hanno risentito di prese di profitto. Il TOPIX ha guadagnato il 5%*, grazie all'esposizione verso le altre economie e alle caratteristiche cicliche. I mercati emergenti sono saliti dello 0,25% in USD a ottobre. Il rialzo delle commodity menzionato lo scorso mese ha avuto un impatto sui mercati dei titoli di Stato, determinando un irripidimento delle curve dei rendimenti. I titoli finanziari, in particolare le banche, hanno pertanto messo a segno ottime performance. L'indice MSCI Europe Banks è risultato il migliore in Europa, con +8,7%* mensile, mentre gli omologhi statunitense e giapponese hanno guadagnato il 4,5%* e l'8,8%*. A questi rendimenti molto elevati hanno contribuito anche gli utili del 3° trimestre per le banche, superiori alle attese.

Dopo il voto sulla Brexit, il contesto degli investimenti è divenuto più positivo per le aziende cicliche, grazie alla ripresa delle commodity, mentre il recente rialzo dei tassi obbligazionari e il miglioramento della redditività favoriscono i titoli finanziari. I settori più sottovalutati (ciclici e finanziari) hanno iniziato un movimento al rialzo, consentendo agli investimenti *value* di sovraperformare quelli *growth*. Con la situazione dei prezzi in continuo miglioramento, il tasso di crescita degli utili stimato per il 2017 (circa il 12% negli Stati Uniti, 13% in Europa e 9% in Giappone) molto probabilmente verrà raggiunto. I mercati azionari hanno pertanto ancora un potenziale di rialzo, ma stiamo attuando qualche protezione in vista delle prossime elezioni americane e del referendum in Italia.

* Rendimento complessivo in moneta locale

Titoli di Stato

Un mese negativo per il debito sovrano

I tassi dei titoli di Stato sono saliti per effetto delle previsioni di una inflazione più elevata e di una riduzione dell'allentamento monetario.

I tassi del debito sovrano a lungo termine dei mercati sviluppati sono saliti decisamente a ottobre, con i mercati che hanno scontato una riduzione dell'allentamento monetario e un rialzo dell'inflazione. Il movimento è stato molto evidente per i Gilt a 10 anni (+50 pb all'1,25%) e i Bund a 10 anni (+28 pb allo 0,16%). La BCE dovrebbe estendere il suo programma di QE oltre marzo 2017, ma a causa di voci su un rallentamento del ritmo degli acquisti e una modifica di alcuni aspetti tecnici che avrebbero ridotto l'importo acquistato sulla parte lunga della curva tedesca, i tassi a lungo termine sono saliti. Prevediamo che la BCE annuncerà una estensione del QE a dicembre, mantenendo l'importo degli acquisti mensili di titoli a EUR 80 miliardi. Riteniamo anche che la BCE alzerà il limite emittente e consentirà maggiori scostamenti dai «capital keys», cosa che potrebbe spingere il tasso dei Bund decennali verso lo 0,30% a fine anno (superiore allo 0,08% precedentemente previsto).

I tassi degli US Treasury a 10 anni sono aumentati di 23 pb all'1,83% a ottobre per l'aumento delle aspettative inflazionistiche e la sempre più probabile stretta della Fed a dicembre. La Fed potrebbe inoltre rallentare il ritmo delle strette nel 2017 per lasciare che l'inflazione e l'economia accelerino ulteriormente. Per questo motivo, abbiamo rivisto al rialzo il nostro obiettivo di fine anno per i tassi degli US Treasury a 10 anni dall'1,7% al 2%.

Obbligazioni societarie

Sovraperformance dell'high yield

L'aumento dei tassi dei titoli di Stato rifugio ha coinvolto anche i titoli investment grade, ma gli spread dell'high yield si sono ristretti.

Le obbligazioni *investment grade* (IG) hanno registrato una performance negativa (-0,8% in USD) a ottobre*, con l'effetto di ritorno del rialzo dei tassi dei titoli di Stato solo parzialmente compensato dalla restrizione degli spread. L'IG statunitense ha raggiunto il 3% per la prima volta dopo il referendum sulla Brexit a giugno, mentre gli omologhi in euro hanno raggiunto lo 0,8% (ancora inferiori a prima del referendum grazie agli acquisti di obbligazioni societarie da parte della BCE).

Nel segmento *high yield* (HY) gli spread si sono ristretti significativamente (-6 pb per l'HY statunitense e -40 pb per l'HY in euro) a ottobre. L'HY statunitense ha guadagnato lo 0,3%. Un rialzo del prezzo del petrolio legato a un possibile taglio della produzione OPEC ha determinato una significativa contrazione degli spread nei settori dell'energia e dei metalli/minerario. La performance dell'HY in euro è stata superiore (+0,9%) grazie all'irripidimento delle curve dei rendimenti sovrani e ai risultati del 3° trimestre delle banche, superiori rispetto alle basse previsioni. I risultati di istituti finanziari vulnerabili come Deutsche Bank hanno sorpreso per la loro resilienza.

Nei mercati emergenti, i tassi dei titoli di Stato sono saliti di più in moneta forte (USD) (+25 pb per lo JPM EMBI) che in moneta locale (+18 pb per JPM GBI-EM) a causa del rialzo dei tassi degli US Treasury e ai timori provocati dall'apprezzamento dell'USD.

* Tutti i dati sulle obbligazioni societarie sono basati sugli indici Bank of America Merrill Lynch

Hedge fund

La fine del mondo del QE così come lo conosciamo?

Il mondo sta andando verso la normalizzazione delle politiche monetarie. Sarà un contesto favorevole per le strategie hedge fund?

Guardando il settore degli hedge fund oggi, sorgono due interrogativi. Perché gli hedge fund stanno registrando rendimenti inferiori rispetto alla loro media storica? È questa la «nuova normalità» o dobbiamo aspettarci un rimbalzo?

Nei nostri sforzi di trovare una risposta alla prima domanda, siamo rimasti colpiti in particolare da una cosa. La performance mobile a cinque anni annualizzata di alcuni dei gestori *global macro* più affermati era intorno al 15% o anche più fino a pochi anni fa. Oggi i rendimenti sono la metà, se non meno. La spiegazione a nostro avviso è collegata all'allentamento quantitativo. Il QE ha distorto i mercati, con acquisti indiscriminati di attività finanziarie, politiche di tassi d'interesse a zero o negativi, voci di «helicopter money», ecc.. Realizzare strategie hedge fund in queste condizioni è stato particolarmente difficile, poiché le forze di mercato sono state sopraffatte dalle politiche delle banche centrali.

Cosa accadrà ora? La nostra analisi delle performance degli hedge fund nei regimi di rialzo dei tassi evidenzia che quando le banche centrali ritornano alle politiche convenzionali e i tassi d'interesse salgono, gli hedge fund tendono a sovraperformare sia a breve che a lungo termine. Anche se le performance del passato non sono indicative dei successi futuri, vi sono pertanto motivi di ottimismo sul futuro degli hedge fund dopo il QE.

Metalli preziosi

Un mese da dimenticare per i metalli preziosi

Ottobre non è stato clemente per gli investitori nei metalli preziosi, con perdite significative per l'oro, l'argento, il platino e il palladio.

La crescente probabilità di una stretta della Fed a dicembre, abbinata a un eccesso di ottimismo tra gli investitori nell'oro, hanno determinato un brusco calo del prezzo dell'oro all'inizio di ottobre. Questo ribasso ha contagiato tutti gli altri metalli preziosi. L'oro e l'argento hanno recuperato rapidamente una parte delle perdite, ma il platino ha continuato il suo declino fino a metà mese per poi rimbalzare, mentre non vi è stata alcuna ripresa per il palladio. Nel complesso, i prezzi dell'oro hanno perso il 2,9% a ottobre (in USD), l'argento il 6,6%, il platino il 4,4% e il palladio il 13,8%. La prevista stretta della Fed a dicembre e il connesso rafforzamento del dollaro probabilmente graveranno ulteriormente sui metalli preziosi. Le maggiori banche centrali dovrebbero tenere i tassi reali bassi al fine di supportare la ripresa degli investimenti e pertanto l'oro ha uno spazio limitato per ulteriori ribassi. Il palladio, dopo il suo recente forte calo, è più attrattivo per la significativa esposizione verso le vendite globali di automobili, che dovrebbero continuare a sostenerlo. Rimaniamo prudenti sul platino, poiché le vendite di vetture diesel come percentuale del totale sono in continua diminuzione.

Cambi

Il dollaro USA torna in favore

Il dollaro USA si è apprezzato sensibilmente a ottobre, come evidenziano i rialzi del 3,1% e dell'1,5% rispettivamente dell'indice USD e USD broad.

Vi sono diversi motivi dietro il recente apprezzamento dell'USD. Uno è l'aumento della probabilità di una Brexit «dura», che ha portato a un brusco deprezzamento della sterlina. Un altro è costituito dalle crescenti aspettative di un aumento dei tassi da parte della Fed a dicembre. Un altro ancora è la volontà della PBoC di lasciare che il renminbi si deprezzi ulteriormente nei confronti dell'USD. Infine, il rialzo dei tassi a lungo termine ha pesato sullo yen giapponese (poiché il tasso decennale non può superare il cap vicino a 0% fissato dalla BoJ) e sulle monete con tassi bassi in altri Paesi asiatici, dove le prospettive inflazionistiche sono relativamente contenute.

Per il futuro, la sterlina probabilmente rimarrà debole poiché le conseguenze del voto sulla Brexit devono in gran parte ancora materializzarsi. Inoltre, con il mercato statunitense che prevede una Fed ancora molto accomodante per il 2017, rispetto al nostro scenario di due aumenti, e con la BCE che appare intenzionata a estendere il QE fino almeno a settembre 2017, il cambio EUR/USD resterà probabilmente sotto pressione. Nel contempo, alcuni miglioramenti delle prospettive sull'inflazione giapponese dovrebbero fare scendere i tassi reali e diminuire l'attrattività dello yen. Infine, è molto probabile che la PBoC continui a favorire un graduale deprezzamento del renminbi nei confronti dell'USD. Grazie a tutti questi fattori, l'USD dovrebbe mantenere l'attuale forza nei prossimi mesi.

Il mondo è pronto per un cambiamento nello stile della politica monetaria

Lo stile della politica monetaria differisce da una banca centrale all'altra e varia a seconda delle circostanze economiche, creando desincronizzazione a livello globale. È importante riconoscere che gli approcci alla politica monetaria non sono immutabili, in un momento in cui il mondo sta cercando di fare ripartire una crescita atona.

Christophe Donay, Chief Strategist, Head of Asset Allocation and Macroeconomic Research

Frederik Ducrozet, senior European economist, Asset Allocation & Macroeconomic Research

🚩 Ciascuno «stile» di politica monetaria si distingue dagli altri in termini di obiettivi ufficiali, strumenti utilizzati per raggiungere questi obiettivi (i tre più comuni sono i tassi d'interesse a breve termine, l'offerta di moneta e la comunicazione) e i canali di trasmissione. Le differenze delle banche centrali su questi elementi di stile sono molto evidenti. Per quanto riguarda gli obiettivi ufficiali, ad esempio, il mandato della Banca centrale europea (BCE) per tutta l'eurozona è ottenere la stabilità dei prezzi, mentre la Federal reserve (Fed) statunitense ha il duplice mandato di massimizzare l'occupazione e stabilizzare i prezzi¹.

La Fed ha cambiato il suo stile di politica monetaria quattro volte negli ultimi cinque decenni (v. riquadro) ma, in generale, la politica della banca centrale ha iniziato a convergere verso un obiettivo di inflazione fin dai primi anni 1990. La Reserve Bank of New Zealand è stata la prima ad adottare ufficialmente un obiettivo di inflazione negli anni 1990. Essa è stata seguita nei due decenni successivi dalle banche centrali di paesi molto diversi tra loro come Australia, Svezia, Brasile e Polonia. Forte di un mandato di ottenere la stabilità dei prezzi fin dalla sua nascita nel 1998, la BCE ha quantificato il suo obiettivo di inflazione di poco inferiore al 2% nel 2003. Per quanto concerne la Fed, nel 2012 il presidente Ben Bernanke, preoccupato per la disinflazione, ha reiterato l'impegno della Fed a ottenere un'inflazione del 2%.

Tra il 1982 e il 2008, gli obiettivi d'inflazione hanno funzionato bene per le banche centrali e sono stati alla base del sensibile calo della volatilità tra i massimi e i minimi del ciclo economico dalla metà degli anni 1980 al 2007 (la cosiddetta «Grande moderazione»).

Critiche alle politiche esistenti

La crisi dei mutui subprime con le relative conseguenze ha messo in discussione gli approcci di politica monetaria esistenti. Otto anni dopo il culmine della crisi finanziaria, l'attività economica è ancora al di sotto del suo trend a lungo termine e l'inflazione inferiore ai livelli obiettivo. Le maggiori economie sembrano bloccate in una trappola di liquidità, con le ripetute iniezioni di moneta da parte delle banche centrali nel sistema bancario e i tagli dei tassi d'interesse incapaci di stimolare l'inflazione e la spesa.

Le critiche all'attuale stile di politica monetaria si basano su quattro principali argomenti.

Primo, l'ingente aumento dei bilanci delle banche centrali viene portato come prova di quanto la politica monetaria sia divenuta disfunzionale. La dimensione dei bilanci delle banche centrali tipicamente è aumentata di cinque volte dal 2008. Il bilancio della Bank of Japan (BoJ) equivale a oltre il 90% del PIL del Giappone, mentre quello della Banca nazionale svizzera rappresenta circa il 110% del PIL della Svizzera.

Secondo, mentre la crescita economica in termini reali è divenuta più stabile durante la Grande moderazione e l'inflazione è scesa, sullo sfondo alcuni fondamentali economici si sono deteriorati e si è assistito a un preoccupante aumento dell'indebitamento. Contrariamente al mantra della Grande moderazione, le economie capitaliste sembrano essere divenute più instabili da un ciclo all'altro. In questo secolo vi sono state finora tre grandi fasi di boom e crisi, ognuna di esse collegata a un eccessivo indebitamento, e ogni volta terminata in una recessione più pronunciata di quella precedente. La prima è stata una conseguenza diretta della bolla delle dot com alla fine degli anni 1990, quando le imprese della tecnologia, dei media e delle telecomunicazioni hanno trovato a fatica il loro posizionamento all'alba dell'era di Internet.

Nel 2008, la crisi dei mutui subprime, inizialmente confinata agli Stati Uniti, si è trasformata in una crisi globale. Si è trattato di un episodio ancora più grave della crisi delle dot com nel 2001, poiché questa volta l'intero sistema bancario

Cambiamenti di regime della politica della Fed

All'inizio degli anni 1970, in un periodo di forti oscillazioni dei cambi prima dell'abbandono del sistema dei cambi fissi, la Fed si era focalizzata sul mantenimento della stabilità fissando un obiettivo di prezzo delle riserve bancarie. Alla fine degli anni 1970, con l'inflazione galoppante, ha spostato la sua attenzione sul controllo dell'offerta di moneta. La Fed è riuscita infine a domare l'inflazione, con l'inflazione media dei prezzi dei consumi di base scesa dal 13% nel 1980 al 2%-3% a metà degli anni 1990. Poi, nel 1999, nonostante le critiche sul fatto che un obiettivo più esplicito avrebbe compromesso la flessibilità della politica monetaria, la Fed ha detto di avere un range obiettivo «desiderato» per l'inflazione di poco inferiore al 2%, misurato dall'indice dei prezzi per le spese di consumo personali. Infine, a novembre 2008, mentre il sistema finanziario statunitense ha rischiato il tracollo, la Fed ha annunciato che avrebbe acquistato fino a USD 600 miliardi di MBS delle agenzie governative e debito delle stesse e abbassato i tassi d'interesse overnight a zero per contribuire ad aumentare l'offerta di moneta. Questo è stato l'inizio dell'allentamento quantitativo, che ha comportato una massiccia espansione del bilancio della Fed.

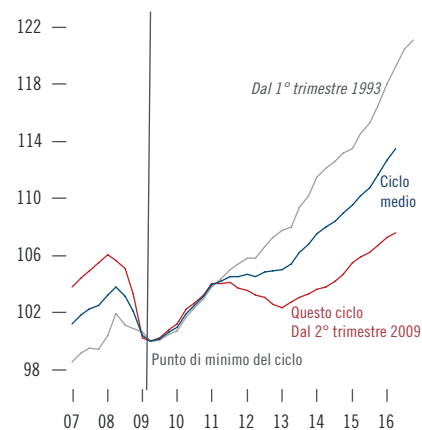
¹ Dopo la promulgazione del Full Employment and Balanced Growth Act del 1978, la Fed ha in effetti l'obiettivo ufficiale di «promuovere in modo efficace gli obiettivi della massima occupazione, della stabilità dei prezzi e di tassi d'interesse a lungo termine moderati».

globale è arrivato sull'orlo del collasso. Al centro della crisi del 2008 vi era l'eccessivo indebitamento delle famiglie americane. L'ultima crisi è stata legata all'euro nel 2010. In questo caso si è trattato di un fenomeno del tutto nuovo, incentrato sul debito sovrano.

Se l'efficacia delle politiche delle banche centrali viene messa sempre più in discussione, non si può dire che queste ultime abbiano esaurito gli strumenti per realizzarle. Dal 2008, le maggiori banche centrali mondiali hanno utilizzato un'ampia gamma di canali di trasmissione: deprezzamento della moneta per rilanciare le esportazioni; riflazione dei prezzi delle attività per promuovere la fiducia; pulizia dei bilanci delle banche per sostenere il ciclo creditizio. In ultima analisi tutte queste misure sono però fallite, poiché la crescita economica rimane atona. In effetti, la convinzione che i Paesi siano intrappolati in una crescita sub ottimale e che le economie sviluppate, specialmente in Europa, siano destinate a completare un «decennio perduto» di crescita inferiore alla media (v. grafico) dopo la crisi finanziaria costituisce il terzo punto delle critiche alla politica monetaria.

Il quarto principale elemento di critica è incentrato sulla realizzazione che l'inflazione bassa non è di per sé sufficiente a garantire stabilità economica e un tasso di crescita ottimale. È infatti divenuto evidente che i pericoli impliciti in un tasso d'inflazione basso

IL CICLO DI CRESCITA SOTTO LA MEDIA DELL'EUROZONA



superano i suoi vantaggi. Nella misura in cui gli aumenti dei prezzi bassi sono un riflesso di pressioni deflazionistiche, essi comportano un rischio per il benessere economico nel suo complesso.

Nuove alternative di politica monetaria

Con tutte queste critiche in mente, si parla apertamente di stili di politica monetaria alternativi. Tre dei più plausibili prevedono la fissazione di obiettivi di prezzi delle attività, la fissazione di obiettivi del PIL nominale e la fissazione di un obiettivo di inflazione flessibile.

Obiettivi di prezzo delle attività. È possibile che la BoJ, parzialmente e in modo indiretto, abbia adottato un obiettivo di prezzo delle attività a settembre annunciando la sua intenzione

di acquistare titoli di Stato giapponesi (JGB) sufficienti ad assicurare che il tasso dei titoli decennali rimanesse vicino allo zero. Questo può ritenersi una forma di obiettivo di prezzo delle attività «incompleto». Altre banche centrali potrebbero assumersi apertamente la responsabilità di assicurare la stabilità dei prezzi delle attività oltre alla stabilità dei prezzi? Una volta che si accetta la giustificazione di base per una simile mossa radicale – assicurare che le banche centrali possano agire in modo più efficace per evitare i fenomeni di boom e crisi appena descritti – a quale livello dei prezzi delle attività le banche centrali dovrebbero intervenire? Ogni volta che la crescita del credito supera la crescita del PIL nominale, vi è accumulazione di indebitamento. Le banche centrali dovrebbero fissare un obiettivo per la crescita del credito, con un obiettivo specifico per settore? Purtroppo la ricerca teorica non ha ancora fornito una risposta chiara a queste domande e non vi è alcun livello prefissato per decidere quando una classe di attività sta entrando in territorio di bolla. Di conseguenza, nonostante il loro fascino, gli obiettivi di prezzo delle attività non sono pronti per divenire il prossimo stile di politica monetaria tra le banche centrali.

Obiettivi di PIL nominale. La debole ripresa delle economie del mondo sviluppato ha aiutato lo stile di politica monetaria a guadagnare favore. Considerando che una ripetizione della Grande depressione e della Grande recessione non solo è indesiderabile ma anche evitabile, i cosiddetti «monetaristi di mercato» vogliono che le banche centrali aiutino a massimizzare la crescita del PIL e nel contempo tenere la volatilità il più possibile bassa e stabile. Le banche centrali, affermano, dovrebbero sostenere politiche monetarie proattive con tutti i mezzi

Crisi	Data	Parti eccessivamente indebitate	Classe di attività più direttamente interessata
Crisi TMT	2001-2002	Società TMT	Azioni americane ed europee
Crisi dei subprime	2008-2009	Famiglie americane	Mercato immobiliare statunitense
Crisi dell'euro	2010-2012	Debito sovrano greco, spagnolo e portoghese	Titoli di Stato della periferia dell'eurozona

Sulla base degli indici S&P 500 e Stoxx Euro 600

disponibili, compreso l'allentamento quantitativo, fintanto che il livello obiettivo del PIL nominale non venga raggiunto. Le banche centrali dovrebbero dichiarare espressamente il loro obiettivo di crescita della domanda aggregata e le imprese e le famiglie devono essere convinte della determinazione delle banche centrali riguardo al conseguimento di tale obiettivo. In questo stile di politica monetaria, gli obiettivi di inflazione e i tassi d'interesse non sono fini a se stessi e la famosa regola di Taylor della politica monetaria trova limitata applicazione.

Obiettivi di inflazione flessibili. Con il Fondo monetario internazionale che richiama l'attenzione sul loro potenziale per contrastare la crescita fiacca, gli obiettivi di inflazione flessibili hanno la maggiore probabilità di divenire il modello per le politiche monetarie future nel mondo sviluppato. In sintesi, questo stile di politica monetaria comporta l'accettazione di aumenti dei prezzi superiori all'obiettivo di inflazione ufficiale per un periodo di tempo limitato. Il principale rischio è l'impatto sul mercato obbligazionario. Molti già sostengono che i pesanti interventi delle banche centrali negli ultimi otto anni abbiano distorto i naturali meccanismi di mercato e stimolato in modo eccessivo il mercato dei titoli di Stato. Di conseguenza gli US Treasury a 10 anni presentano un rischio asimmetrico per gli investitori.

In questo scenario, gli aumenti dei tassi di riferimento, uniti all'accelerazione della crescita americana, potrebbero tradursi in un notevole rialzo

dei tassi obbligazionari a lungo termine statunitensi.

Vale la pena di ricordare che nell'estate 1994, Alan Blinder, da poco entrato a fare parte del Federal Open Market Committee, notava che la Fed era obbligata a intervenire ogniqualvolta la disoccupazione fosse elevata. All'epoca, gli Stati Uniti erano vicini al pieno impiego, con un tasso di disoccupazione del 6,1%. Le osservazioni di Blinder furono prese come un segnale che la Fed voleva spingere la disoccupazione sotto il suo tasso strutturale, che gli investitori interpretarono come il detonatore di una spirale inflazionistica. Il risultato fu la crisi del mercato obbligazionario del 1994. Oggi, se la Fed dovesse annunciare di essere pronta ad accettare un'inflazione superiore al suo obiettivo del 2%, vi è il rischio che richiami l'attenzione sulla misura in cui essa si è spinta troppo avanti, sulla base dei più recenti dati sui prezzi. Non si può sapere come i mercati obbligazionari potrebbero reagire una volta che arrivassero a realizzare che nel lungo periodo i tassi d'interesse americani sono molto al di sotto del loro livello «naturale» (che dovrebbe rispecchiare la crescita nominale, definita come la somma della crescita del PIL e dell'inflazione).

Conclusioni

Le politiche monetarie saranno un fattore di rischio cruciale per i mercati obbligazionari e azionari nel 2017. Le banche centrali devono assicurare gli investitori sulla loro capacità di adeguare lo stile di politica monetaria in relazione

alle circostanze economiche. A medio termine, la loro credibilità potrebbe essere messa in discussione se non dovessero riuscire a convincere i partecipanti di mercato sull'efficacia delle loro politiche e la significatività del loro impatto sul ciclo economico.

A più lungo termine, sia che nuovi stili di politica monetaria aiutino l'economia reale che in caso contrario, gli interrogativi creati dalle conseguenze dell'ingente aumento della dimensione di bilanci delle banche centrali rimangono. Vi è comunque almeno una crescente accettazione del fatto che le banche centrali dovrebbero essere in grado di utilizzare i loro bilanci gonfiati per attuare qualsiasi stile di politica monetaria prevalga. Qualunque sia lo stile di politica monetaria vincente, esso non sarà comunque una bacchetta magica in grado di fare recuperare alle economie sviluppate il loro «decennio perduto». La politica monetaria deve ancora lavorare in parallelo con la politica di bilancio per essere davvero efficace. Purtroppo la giuria non si è ancora espressa su questo punto, con i politici che non sono completamente preparati a spingere a favore di misure di bilancio appropriate per sostenere la crescita (*v. Commento*).

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 2 novembre 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.

I tassi delle obbligazioni benchmark stanno salendo

I tassi delle obbligazioni benchmark a lungo termine sono saliti a ottobre, con i tassi di rendimento dei titoli decennali in uscita dal territorio negativo nell'eurozona. Le obbligazioni *high yield* e dei mercati emergenti rimangono le star performer di quest'anno nell'area del reddito fisso, mentre i titoli dell'energia e dei materiali sono in testa tra le azioni globali.

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

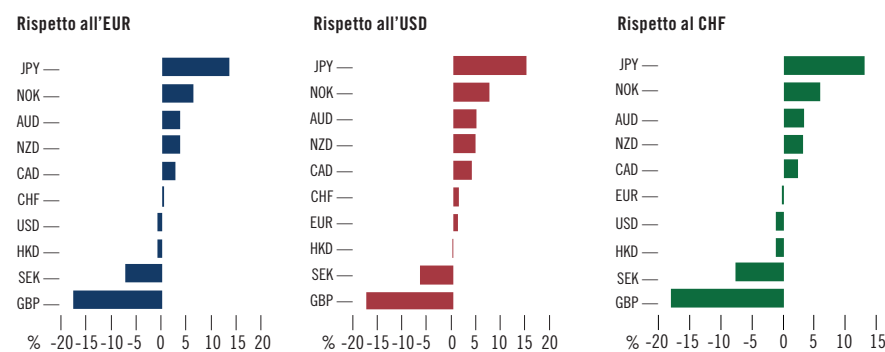
PRINCIPALI INDICATORI ECONOMICI

Tassi di crescita del PIL	Stime Pictet - (consenso*)			
	2014	2015	2016E	2017E
Stati Uniti	2.4%	2.6%	1.5% (1.5%)	2.0% (2.2%)
Eurozona	0.9%	1.6%	1.5% (1.6%)	1.3% (1.3%)
Svizzera	2.0%	0.8%	1.5% (1.5%)	1.3% (1.4%)
Regno Unito	3.1%	2.2%	2.0% (1.9%)	1.1% (0.9%)
Giappone	-0.1%	0.6%	0.6% (0.6%)	0.6% (0.9%)
Cina	7.3%	6.9%	6.7% (6.6%)	6.2% (6.3%)
Brasile	0.1%	-3.9%	-3.2% (-3.2%)	1.0% (1.1%)
Russia	0.5%	-3.3%	-0.7% (-0.6%)	1.3% (1.2%)

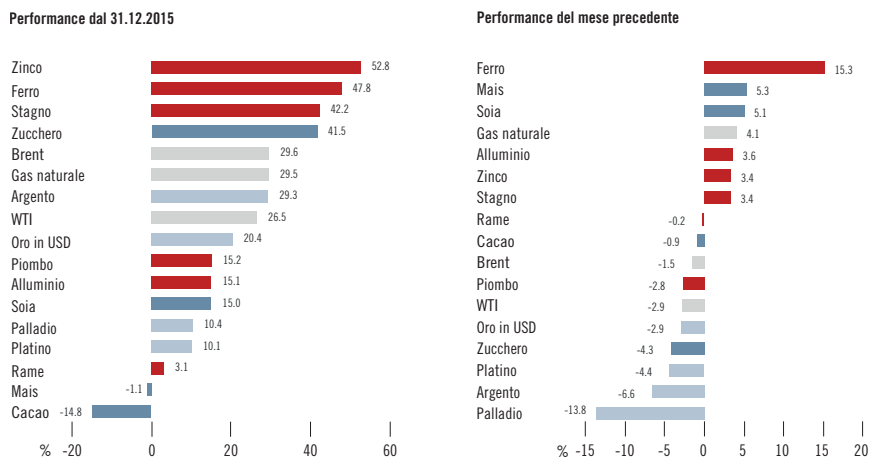
Inflazione (IPC) Media annuale (Brasile fine anno)	2014	2015	2016E	2017E
Stati Uniti	1.6%	0.1%	1.4% (1.2%)	2.4% (2.3%)
Eurozona	0.4%	0.0%	0.2% (0.2%)	1.3% (1.3%)
Svizzera	0.0%	-1.1%	-0.3% (-0.4%)	0.4% (0.3%)
Regno Unito	1.5%	0.0%	0.8% (0.7%)	2.7% (2.3%)
Giappone	2.7%	0.8%	-0.3% (-0.2%)	0.4% (0.4%)
Cina	2.0%	1.4%	1.8% (2.0%)	1.8% (1.9%)
Brasile	6.3%	9.0%	8.0% (7.1%)	5.4% (5.2%)
Russia	7.8%	15.5%	6.5% (6.3%)	5.5% (5.3%)

* Fonte: Consensus Economics Inc

VARIAZIONI DEI TASSI DI CAMBIO (DAL 31.12.2015)



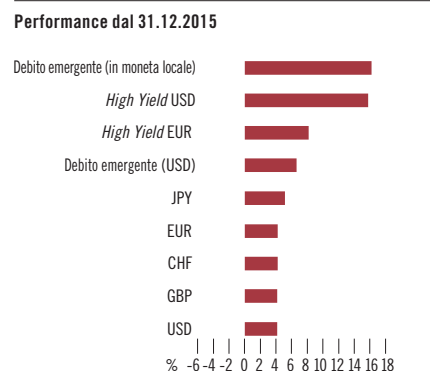
COMMODITIES



TASSI D'INTERESSE

	Breve termine (3 mesi)	Lungo termine (10 anni)
Stati Uniti	0.50%	1.8%
Eurozona	0.0%	0.16%
Svizzera	-0.75%	-0.4%
Regno Unito	0.25%	1.25%
Giappone	0.0%	0.0%
Cina	2.20% (1 anno)	4.75% (5 anni)
Brasile	14.0%	11.4%

MERCATI OBBLIGAZIONARI



MERCATI AZIONARI

Performance dal 31.12.2015	USD	EUR	CHF	GBP
MSCI World*	4.0%	3.1%	2.8%	25.6%
S&P 500*	5.9%	4.9%	4.6%	27.8%
MSCI Europe*	-2.7%	-3.6%	-3.9%	17.5%
Tokyo SE (Topix)*	5.2%	4.3%	3.9%	27.0%
MSCI Pacific ex. Japan*	11.1%	10.1%	9.8%	34.1%
SPI*	-4.5%	-5.4%	-5.7%	15.3%
Nasdaq	3.6%	2.7%	2.4%	25.1%
MSCI Em. Markets*	16.6%	15.6%	15.2%	40.8%
Russell 2000	4.9%	3.9%	3.6%	26.6%

* Dividendi reinvestiti

SETTORI DI ATTIVITÀ

Performance dal 31.12.2015	Stati Uniti	Europa	Mondo
Industria	7.4%	1.3%	6.2%
Tecnologia	10.7%	-3.3%	9.5%
Materiali di base	7.1%	16.4%	16.2%
Telecomunicazioni	6.3%	-17.3%	-0.5%
Salute	-6.8%	-16.7%	-9.6%
Energia	11.5%	10.4%	12.9%
Servizi di pubblica utilità	14.0%	-7.4%	5.7%
Finanza	2.0%	-14.1%	-2.0%
Consumi di base	4.5%	-3.2%	2.2%
Consumi voluttuari	0.2%	-9.6%	-1.7%

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

