

# 2,0%

La nostra previsione per la crescita media annua degli Stati Uniti nel 2017  
Pagina 4

# 6,2%

La crescita del PIL cinese che prevediamo per il 2017  
Pagina 5

# 17,0x

Il rapporto prezzo/utile delle società comprese nell'indice S&P 500 a fine novembre  
Pagina 6

# -4,0%

La performance degli US Treasury a 10 anni a novembre  
Pagina 7

# 27,1%

Tasso ufficiale di disoccupazione in Sud Africa nel 3° trimestre  
Pagina 8

# 43 pb

Aumento dei tassi delle obbligazioni societarie *investment grade* in USD a novembre  
Pagina 10

# -8,1%

Il calo del prezzo dell'oro a novembre (in USD)  
Pagina 11

# 2 x 25 pb

Le nostre previsioni riguardo la stretta della Fed nel 2017 (due aumenti da 25 punti base)  
Pagina 13

Dalla deflazione alla reflazione: il nostro scenario principale contempla cambiamenti di regime ciclici per l'economia mondiale l'anno prossimo

Dicembre 2016

# Prospettive

# Le politiche economiche di Trump: un nuovo fattore nelle prospettive di crescita



César Pérez Ruiz  
Chief Investment Officer  
Pictet Wealth Management

A quasi un mese dalla vittoria di Donald Trump nelle elezioni presidenziali americane, le sue reali intenzioni non sono ancora chiare. Finora ha scelto per la sua squadra un misto di persone del fronte dichiaratamente repubblicano e altre meno schierate. Al momento in cui scriviamo, la composizione completa del team economico di Trump è tuttora una incognita.

Eravamo dell'opinione che il presidente Trump sarebbe stato diverso dal candidato Trump. Messo di fronte alla realtà del potere e dei controlli e contrappesi presenti nel sistema di governo americano, molti dei propositi più controversi di Trump avrebbero dovuto essere smorzati. Tra questi propositi rientrano l'imposizione di forti dazi sulle importazioni cinesi, la costruzione di un muro anti immigrazione tra gli Stati Uniti e il Messico e lo smantellamento dell'Obamacare.

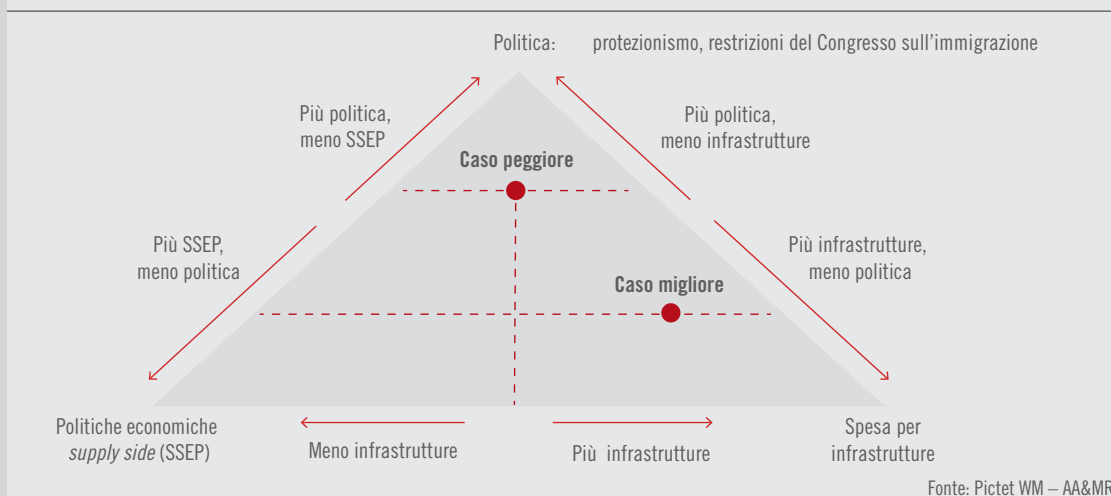
Il primo segnale che alcuni messaggi della campagna elettorale del candidato Trump potrebbero rimanere solo retorica si è avuto dal suo discorso conciliante dopo la vittoria del 9 novembre. In quell'occasione è rimasto però molto vago sulle sue priorità in materia di politica economica come presidente. Guardando alle posizioni da lui assunte durante la campagna presidenziale, potrebbe propendere maggiormente sul protezionismo oppure maggiormente sullo stimolo di bilancio. Nessuna delle due priorità, almeno a prima vista, è in contraddizione con l'approccio di politica economica «America First» che è stato l'elemento distintivo della sua campagna. Ma politiche economiche fortemente a favore del protezionismo produrrebbero un effetto molto diverso sui mercati finanziari rispetto a politiche che danno la priorità allo stimolo di bilancio.

La volontà di soddisfare le diverse fasce di elettorato che hanno votato per lui potrebbe portare le politiche economiche dell'amministrazione Trump a collocarsi a un punto intermedio tra i due estremi. Il presidente eletto ha già rifiutato la Trans Pacific Partnership, un accordo commerciale sponsorizzato da Barack Obama con il Giappone e 10 altri paesi che insieme rappresentano il 40% dell'economia mondiale, e lo stesso destino avrà sicuramente il simile accordo commerciale con l'Europa, la Transatlantic Trade and Investment Partnership. Resta però da vedere quanto Trump andrà a fondo su questa strada. Porre fine al ventennale North American Free Trade Agreement (NAFTA) con il Canada e il Messico avrebbe conseguenze devastanti e causerebbe più problemi di quanti ne risolverebbe, così come l'imposizione di elevate tariffe commerciali.

I benefici di un consistente pacchetto di stimolo fiscale appaiono decisamente più evidenti. Trump ha promesso un programma di spesa nelle infrastrutture su larga scala e un aumento della spesa per la difesa, unitamente a tagli delle imposte sulle persone fisiche e sulle imprese. Alcuni degli autori del massiccio programma economico *supply driven* di Ronald Reagan nei primi anni 1980 hanno inoltre un ruolo importante tra i consiglieri di Trump. Questi fattori spiegano perché nel nostro scenario principale la presidenza Trump dovrebbe rivelarsi favorevole alla crescita (almeno per gli Stati Uniti), con i primi effetti dello stimolo fiscale che si inizieranno a sentire verso fine 2017, per poi avere un impatto completo nel 2018. Una accelerazione dell'economia americana dovrebbe anche favorire le nazioni che esportano verso gli Stati Uniti - ammesso che i guadagni non vengano annullati da politiche commerciali ottuse sotto la nuova amministrazione Trump.

Può darsi che i programmi di bilancio di Trump si rivelino inferiori a quanto auspicato dai mercati, poiché anche un Congresso interamente a maggioranza repubblicana potrebbe non accettare un pacchetto fiscale che crei un ulteriore aumento del debito pubblico. Stimolo fiscale significa maggiore spesa, e questo può essere positivo per le azioni e negativo per le obbligazioni. Il marcatissimo rialzo dei tassi degli US Treasury dopo la vittoria di Trump ha aiutato in modo particolare le azioni delle banche, che dovrebbero beneficiare del miglioramento dei margini con l'allargamento degli spread. Il settore

## PRESIDENZA TRUMP: SCENARI NEI CASI PEGGIORE E MIGLIORE



bancario statunitense ha anche beneficiato della promessa di Trump di allentare la regolamentazione finanziaria. L'impulso dell'imprenditore Trump a favore di una minore regolamentazione potrebbe aiutare anche altri settori. Stimolare l'economia in un momento di piena occupazione porta però con sé anche il rischio di un surriscaldamento e di un rialzo dei tassi d'interesse di riferimento rispetto a quanto attualmente scontato dai mercati.

In vista delle elezioni presidenziali americane, avevamo deciso di spostare una parte della nostra allocazione obbligazionaria dagli US Treasury verso i Bund tedeschi, e una parte della nostra allocazione azionaria dalle azioni difensive globali verso quelle *value* globali. Sebbene i Bund offrano solo un tasso positivo insignificante, il forte rialzo dei tassi americani dopo le elezioni presidenziali ha giustificato la nostra decisione di spostare la metà dei titoli di Stato decennali nei conti in euro e in franchi svizzeri verso i Bund. Oltre a sovraperformare rispetto agli US Treasury dopo le elezioni americane, i Bund dovrebbero essere beneficiari netti di una ulteriore espansione degli acquisti di obbligazioni da parte della BCE. In modo simile, la decisione di spostare un terzo dei nostri portafogli tattici dalle azioni difensive verso il segmento *value* durante l'estate si è rivelata azzeccata poiché il rialzo dei mercati azionari dopo di allora è stato guidato da settori ciclici come l'energia e dai titoli *value*, mentre le azioni difensive hanno perso terreno.


In un contesto di apprezzamento del dollaro USA, di rialzo dei tassi degli US Treasury e di potenziale minore apertura degli Stati Uniti verso i commerci internazionali, le attività e le monete dei mercati emergenti hanno sofferto a causa del cosiddetto «Trump tantrum», con gli investitori esteri che hanno ritirato capitali dai mercati emergenti. L'ingente volume di debito denominato in dollari in alcuni mercati emergenti rende questi ultimi particolarmente vulnerabili a un apprezzamento sostenuto della moneta americana.

In Pictet Wealth Management, i nostri scenari di mercato per il 2017 sono stati costruiti intorno a due temi base che stanno venendo progressivamente in primo piano. Il primo è la crescente importanza della politica fiscale rispetto alla politica monetaria. Quest'ultima ha perso la sua incisività senza essere riuscita a rilanciare la crescita economica. Il secondo è il primo rialzo atteso degli utili societari nel mondo sviluppato da due anni a questa parte. Ma la vittoria di Donald Trump ora aggiunge una ulteriore dimensione ai nostri scenari, ovvero la imprevedibilità di un populista che non ha mai ricoperto una carica pubblica e le cui idee economiche devono essere maggiormente circostanziate.

# Gli Stati Uniti imprimono uno slancio positivo all'economia globale

A nostro avviso lo stimolo fiscale sospingerà l'economia americana nella seconda metà del 2017. Non prevediamo importanti accelerazioni della crescita in Europa o in Cina, e l'inflazione dovrebbe rimanere contenuta.

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

 Le opinioni rimangono divergenti tra coloro che pensano che un aumento della spesa pubblica e una riduzione delle imposte saranno la caratteristica dominante della presidenza Trump e coloro che ritengono che le sirene del protezionismo e dell'antiglobalizzazione prevarranno.

Come discusso altrove in queste pagine, propendiamo per l'idea che i programmi del presidente eletto Trump inizieranno a spingere la crescita statunitense a partire dalla seconda metà del 2017. La dinamica positiva dell'economia americana (il tasso di crescita annualizzato del PIL del 3° trimestre è stato rivisto al rialzo al 3,2%) potrebbe riverberarsi sull'intera economia globale, a condizione che non venga sopraffatta da una posizione intransigente degli Stati Uniti in merito alla politica commerciale.

In Cina, il miglioramento della dinamica della crescita già in essere nel 3° trimestre si è esteso anche nel 4°, portandoci a rivedere al rialzo la nostra previsione sulla crescita del PIL per l'intero 2016 dal 6,5% al 6,7%. La crescita cinese dovrebbe diminuire l'anno prossimo, ma siamo sempre dell'idea che essa rimarrà sostenuta (superiore al 6%). Anche l'economia giapponese sta mostrando segni di vitalità, con la crescita del PIL del 3° trimestre molto superiore alle previsioni di consenso. In particolare, gli esportatori giapponesi stanno beneficiando di un nuovo deprezzamento dello yen rispetto al dollaro, un trend destinato a continuare l'anno prossimo.

In Europa il quadro rimane abbastanza contrastato. Il Regno Unito sta rallentando decisamente con i timori per la Brexit che iniziano a produrre i loro effetti, e l'eurozona deve affrontare una serie di insidiose votazioni popolari. Il referendum italiano del 4 dicembre sarà seguito nella prima metà del 2017 dalle elezioni nei Paesi Bassi e in Francia. Gli indicatori anticipatori puntano però a una ripresa dell'attività economica nella maggior parte dell'eurozona e, sebbene l'inflazione rimanga bassa, vi sono segnali che anche l'Europa condividerà la tendenza globale verso la reflazione.

### La crescita americana sarà più lenta nel 1° semestre 2017, ma accelererà nel 2° semestre

I dati economici più recenti degli Stati Uniti sono stati in chiaroscuro. Sull'onda di una brusca frenata delle esportazioni di semi di soia, la crescita del PIL potrebbe frenare bruscamente dal 3,2% nel 3° trimestre all'1,5% nel 4° trimestre. Anche in questo caso si avrebbe comunque un forte tasso di crescita medio per il 2° semestre (2,3%). Stiamo essenzialmente lavorando su due scenari opposti. Secondo il primo, lo scenario principale, anche se il Congresso probabilmente non autorizzerà interamente le proposte di bilancio di Trump, continuiamo a prevedere che il massiccio programma di stimolo fiscale farà aumentare il PIL dello 0,5%-1,0% negli Stati Uniti nel biennio 2017-2018. L'impatto positivo di questo programma inizierà comunque a essere avvertito verso

la fine del 2017. Il secondo scenario tiene conto della possibilità di una forte accentuazione del protezionismo commerciale. La nostra migliore ipotesi è comunque che gli effetti delle potenziali misure commerciali e sull'immigrazione avranno un impatto molto limitato sulla crescita e l'occupazione, almeno l'anno prossimo. A complicare la nostra analisi è la rapida restrizione delle condizioni monetarie (con il dollaro e i tassi d'interesse a lungo termine che si stanno muovendo verso l'alto dopo le elezioni presidenziali). Questa restrizione, equivalente a un aumento di oltre 75 punti base dei tassi d'interesse a breve entro fine novembre, potrebbe pesare sulla crescita nel 1° semestre 2017. Prevediamo che la crescita rallenterà a circa l'1,7% in media nel 1° semestre 2017, per poi risalire al 2,4% nel 2° semestre quando lo stimolo fiscale si farà sentire. Come tasso medio, continuiamo a ritenere che la crescita dovrebbe accelerare dall'1,5% nel 2016 al 2,0% l'anno prossimo.

---

**«Vi è una probabilità molto bassa che un partito nazionalista e antieuropeo vinca una elezione importante l'anno prossimo»**

---

L'inflazione *core PCE* è rimasta relativamente stabile negli ultimi circa nove mesi. Anche se il divario del mercato del lavoro continua a diminuire e gli aumenti dei salari sono in agguato, l'incremento dell'inflazione *core PCE* negli Stati Uniti dovrebbe essere modesto nel 2017 considerato l'apprezzamento del dollaro e l'inflazione globale bassa. Prevediamo un tasso di inflazione *core PCE* del 2,1% entro fine 2017 (rispetto all'attuale 1,7%). La Fed molto probabilmente alzerà i tassi sui *Fed funds* di 25 pb a dicembre. Di fronte a una marcata restrizione delle condizioni monetarie e a un appena modesto rialzo dell'inflazione di base, la Fed agirà in modo molto attento. La Fed dovrebbe effettuare altri due aumenti dei tassi di 25 punti base l'anno prossimo.

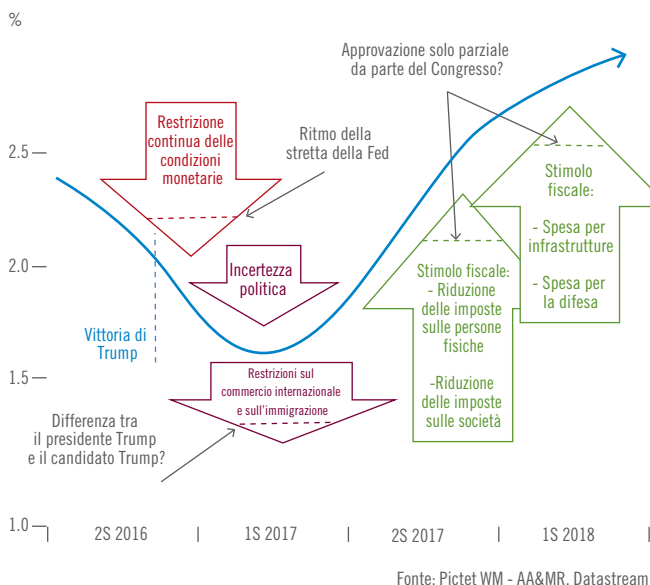
### Rischi sostanzialmente bilanciati per la crescita europea

Il nostro scenario principale non prevede una significativa accelerazione della crescita del PIL dell'eurozona nel 2017, ma piuttosto un ritmo abbastanza costante di espansione economica. In altre parole, il rallentamento della crescita del PIL annuale da noi attesa, dall'1,6% nel 2016 all'1,3% nel 2017, è semplicemente il risultato di una trasposizione più lenta nel prossimo anno. Inoltre, riteniamo che i rischi siano sostanzialmente bilanciati, con un potenziale sia di ribasso che di rialzo per la crescita rispetto al nostro scenario.

Da un lato, la domanda interna dovrebbe rimanere il principale motore di crescita nell'eurozona, supportata dal miglioramento del mercato del lavoro, dalla crescita sostenuta dei redditi in termini reali e dal grande allentamento delle condizioni monetarie. La politica fiscale probabilmente fornirà un supporto

**EFFETTI DEL PRESIDENTE TRUMP: UN RALLENTAMENTO DELLA CRESCITA STATUNITENSE NEL 1° SEMESTRE 2017 SEGUITA DA UNA ACCELERAZIONE NELLA SECONDA METÀ DELL'ANNO**

Crescita del PIL statunitense in termini reali e fattori in gioco



Fonte: Pictet WM - AA&MR, Datastream

maggiore anche se rimarrà subottimale e non uniformemente distribuita, con i paesi in surplus poco disposti a utilizzare interamente il loro spazio di manovra di bilancio per impedire una grave flessione. Un sostegno maggiore dovrebbe venire anche dalle esportazioni, ma l'incertezza economica e politica globale continuerà a frenare la domanda aggregata. D'altro canto, il 2017 porterà una serie di insidiosi test politici con tre elezioni importanti nei Paesi Bassi, in Francia e in Germania. Nonostante l'aumento del voto «populistico», vi è una probabilità molto bassa che un partito nazionalista e antieuropeo vinca una elezione importante l'anno prossimo o riesca a indire un referendum giuridicamente valido sull'appartenenza all'Unione europea/Unione monetaria europea.

Per quanto riguarda la dinamica dei prezzi, prevediamo che l'inflazione complessiva raggiungerà un picco di quasi l'1,5% nel 1° semestre 2017, aiutata dagli effetti di base collegati all'energia, prima di rallentare nella seconda metà dell'anno. I rischi di ribasso dell'inflazione di base, che dovrebbe attestarsi intorno a una media dell'1,1% nel 2017, sono le principali ragioni per cui prevediamo che la BCE manterrà una politica monetaria molto accomodante mentre tenterà di recuperare flessibilità riguardo ai parametri del suo programma di acquisto di titoli.

**Cina: estensione dell'accelerazione della dinamica economica nel 4° trimestre**

Le ultime statistiche denotano una stabilizzazione dell'economia cinese nel 4° trimestre. La crescita degli investimenti nelle

immobilizzazioni ha registrato una modesta accelerazione, guidata dagli immobili, mentre la crescita degli investimenti nelle infrastrutture e nelle attività manifatturiere è rallentata leggermente a ottobre. Le vendite al dettaglio hanno mostrato qualche difficoltà, crescendo del 10% anno su anno a ottobre, rispetto al 10,7% a settembre.

L'indice dei prezzi alla produzione (PPI) cinese è aumentato di un ulteriore 1,2% anno su anno a ottobre, dopo essere uscito dal territorio negativo a settembre. Il rimbalzo dei prezzi delle commodity globali e il deprezzamento del renminbi dovrebbero spingere ulteriormente verso l'alto il PPI nei prossimi trimestri. In aggiunta, l'aumento dei prezzi degli immobili in Cina quest'anno potrebbe ripercuotersi sui prezzi delle voci non negoziabili come i servizi, che a loro volta, dovrebbero fare salire anche l'indice dei prezzi al consumo. In buona sostanza, in Cina è in atto una reflazione.

La risalita dell'inflazione ha contribuito a dare slancio alla crescita del PIL nominale cinese. Nel 3° trimestre, il PIL nominale della Cina è aumentato del 7,8% rispetto allo stesso periodo dello scorso anno, il dato più elevato dal 3° trimestre 2014. Coerentemente con il miglioramento del PIL nominale, la redditività delle aziende cinesi è in ripresa, in particolare nel settore industriale.

Una volta appurato che l'economia riuscirà a raggiungere l'obiettivo di crescita del 6,5%-6,7% fissato dal governo per quest'anno, le mosse di politica economica dovranno spostare la loro attenzione dal sostegno della crescita al controllo dei rischi. Molti governi locali sono intervenuti per frenare l'impennata dei prezzi degli immobili. L'espansione del credito, includendo i finanziamenti ipotecari delle famiglie, ha iniziato a rallentare negli ultimi mesi. La posizione di politica monetaria della People's Bank of China rimarrà probabilmente neutrale per il resto dell'anno. Anche se la PBoC continua a mantenere condizioni di liquidità accomodanti, maggiore enfasi verrà posta sulla diminuzione del rischio di bolle, in particolare nel settore immobiliare.

In sintesi, l'economia cinese continua a mostrare segni di stabilizzazione. I dati disponibili finora sono in linea con la nostra previsione di una crescita del PIL in termini reali cinese del 6,7% per il 2016. Per il futuro, non riteniamo che l'attuale dinamica di crescita sia sostenibile a medio termine, in particolare nell'area degli investimenti immobiliari e delle industrie pesanti ad essi collegate. Di conseguenza, il tasso di crescita della Cina dovrebbe diminuire leggermente al 6,2% nel 2017. L'inflazione potrebbe comunque continuare a salire nei prossimi trimestri, pur rimanendo al di sotto dell'obiettivo governativo di circa il 3%. Prezzi più alti dovrebbero fornire un supporto duraturo al settore delle imprese.



## I «Trump trade» prendono presa

Uno dei nostri principali temi d'investimento per il 2017 è lo spostamento dalla politica monetaria verso la politica di bilancio come strumento per stimolare la crescita, con l'elezione di Donald Trump che promette di accelerare questa tendenza. Siamo però anche consapevoli che alcune tendenze potrebbero essere ipercomprate.

Christophe Donay, Jacques Henry, Luc Luyet e Alexandre Tavazzi


### MERCATI FINANZIARI

Performance in % degli indici finanziari in moneta locale. Dati al 30.11.2016

	Indice	Dal 31.12.2015	Mese precedente
Azioni statunitensi*	USD S&P 500	9.8%	3.7%
Azioni europee*	EUR STOXX Europe 600	-3.2%	1.1%
Azioni europee*	USD MSCI Emerging Markets	11.3%	-4.6%
US Treasury*	USD ML Treasury Master	1.3%	-2.7%
Obbligazioni societarie <i>investment grade</i> statunitensi*	USD ML Corp Master	5.3%	-2.7%
Obbligazioni societarie <i>high yield</i> statunitensi*	USD ML US High Yield Master II	15.2%	-0.4%
Hedge fund	USD Credit Suisse Tremont Index global**	-0.1%	-0.2%
Commodity	USD Reuters Commodities Index	7.5%	1.6%
Oro	USD Oncia troy oro	10.5%	-7.9%

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

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

 L'impegno del presidente eletto Donald Trump a imprimere una spinta all'economia tramite tagli di imposte, maggiore spesa per infrastrutture e un allentamento della regolamentazione finanziaria ha accentuato il rally dei titoli ciclici su entrambe le sponde dell'Atlantico già in atto prima delle elezioni americane.

I titoli dell'energia e quelli collegati alle risorse di base hanno guadagnato, così come le banche, sostenute dall'allargamento degli spread dei tassi. Le azioni difensive, in particolare quelle che pagano alti dividendi (le c.d. «bond proxy»), hanno invece perso terreno. Azioni di questo tipo sono frequenti in settori come i servizi di pubblica utilità, la farmaceutica e i beni di consumo di base. Ma con la Dow Jones Industrial Average oltre quota 19 000 a fine novembre, è legittimo chiedersi quanto spazio vi sia ancora per un ulteriore rialzo, almeno nel breve periodo. Abbiamo fatto bene a riorientare i nostri portafogli dai titoli difensivi verso quelli ciclici. Anche se un ulteriore ribilanciamento può essere giustificato, la sovraperformance delle azioni cicliche richiede però per il momento prudenza.

Un'altra riflessione da fare è quanto potranno ancora scendere i prezzi degli US Treasury nel breve periodo, considerato che secondo le nostre previsioni la crescita statunitense rallenterà nel primo semestre 2017 (penalizzata dalla forza del dollaro e dal rialzo dei tassi a lunga), che l'inflazione di base rimarrà contenuta e che la stretta della Fed (prevediamo due aumenti da 25 pb nel 2017) è già scontata nei prezzi.

La volatilità azionaria rimane bassa, ma quella del reddito fisso è aumentata dopo l'elezione di Trump. Le due classi di attività rispondono a due ipotesi diverse. Mentre le azioni rimangono focalizzate sulla prospettiva di una maggiore crescita americana, il reddito fisso concentra la sua attenzione sulla risalita dell'inflazione. I trade sull'inflazione hanno ancora spazio di manovra: la volatilità del reddito fisso può diminuire se i timori per l'inflazione dovessero attenuarsi, oppure arrivare anche a contagiare le azioni. Le pressioni dei prezzi rimangono modeste a breve termine, ma se i programmi del presidente Trump in materia di spesa pubblica e di imposte verranno attuati in un

momento in cui gli Stati Uniti sono in condizioni di piena capacità si potrebbe assistere a un rialzo dell'inflazione negli Stati Uniti. In tal caso, il rally trentacinquennale degli US Treasury sarebbe davvero finito e si porrebbero interrogativi sul ruolo di questi titoli come strumento di protezione dei portafogli.

### Azioni: la sovraperformance accelera

Abbiamo commentato lo scorso mese come lo scenario degli investimenti sia cambiato dopo l'estate, con i settori ciclici che hanno assunto la guida insieme ai finanziari. Il meno che si possa dire è che i risultati delle elezioni americane hanno accelerato questa tendenza. In previsione di una amministrazione Trump favorevole alla crescita, gli indici azionari sviluppati hanno espresso un rally a novembre, guidati dalle *small cap* americane (+12%) e dal Giappone (+5,5%). A livello settoriale, il ribilanciamento dai settori difensivi verso quelli ciclici è progredito ulteriormente.

Il rialzo dei prezzi delle materie prime sta inoltre determinando aspettative inflazionistiche più elevate e quindi un irripidimento delle curve dei rendimenti, creando un contesto migliore per le azioni bancarie in tutti i mercati. Le banche americane trattano ora a un rapporto prezzo/valore di libro di 1,15x, mentre le loro omologhe nell'eurozona e in Giappone trattano ancora a sconto rispetto al valore di libro (rispettivamente 0,75x e 0,63%). La redditività delle banche è penalizzata dai tassi d'interesse negativi sia in Giappone che nell'eurozona.

Per gli investitori è difficile scegliere quali mercati preferire nel 2017. Sulla base delle sole valutazioni, i rapporti prezzo/utile in Europa (14,2x) e in

Giappone (14,5x) sono più convenienti che negli Stati Uniti (17,0x), ma il potenziale aumento della spesa pubblica, la riduzione delle imposte e il possibile rimpatrio di capitali negli Stati Uniti saranno una combinazione difficile da battere. Prevediamo che i mercati seguiranno le promesse di Trump, almeno fino a quando non egli non diventerà ufficialmente il 45° presidente a fine gennaio.

#### **La correlazione azioni/obbligazioni rimane negativa**

La correlazione negativa tra rendimenti azionari e obbligazionari che sussiste da più di 15 anni ha trovato conferma anche a novembre, con un rendimento del +3,7% dello S&P 500 (in USD) e un rendimento del -4,0% degli US Treasury a 10 anni. Solitamente queste due classi di attività non hanno una correlazione negativa così elevata, e l'attuale regime di correlazione non esclude periodi caratterizzati da massicce vendite sia delle azioni che delle obbligazioni simultaneamente. Questi movimenti sincronizzati non dovrebbero durare a lungo in futuro, a condizione che l'inflazione rimanga contenuta. La nostra analisi suggerisce che l'inflazione di base americana dovrebbe salire fino a circa il 3,8% prima di vedere una correlazione positiva, mentre le attuali previsioni per l'anno prossimo sono in un range 2,2%-2,4%.

#### **Yen debole e forza delle azioni giapponesi**

A novembre lo yen si è deprezzato del 7,4% nei confronti del dollaro, mentre l'indice TOPIX ha messo a segno il miglior rendimento mensile di tutti i maggiori indici azionari (+5,5% in moneta locale). È una dimostrazione della perdurante marcata correlazione

tra forza della moneta e rendimenti azionari. Da inizio anno a novembre, il TOPIX perdeva ancora il 3,1% mentre lo yen guadagnava il 6% rispetto all'USD. Le elezioni americane hanno innescato un ulteriore rialzo dei tassi degli US Treasury a 10 anni in un momento in cui il controllo della curva dei rendimenti da parte della Bank of Japan (con un obiettivo 0% per le scadenze decennali) ha reso lo yen meno attraente. Uno yen più debole è positivo per gli utili delle imprese giapponesi. Le previsioni sugli utili giapponesi per il 2017 sono state infatti riviste al rialzo a novembre dopo le revisioni al ribasso di ottobre. In aggiunta ai suoi controlli della curva dei rendimenti, la BoJ sta ancora acquistando azioni giapponesi tramite ETF, contribuendo agli afflussi di capitali verso i listini giapponesi.

#### **Trump ridà forza al dollaro USA**

Le azioni americane hanno nel complesso beneficiato il dollaro USA. Con un Congresso interamente controllato dai repubblicani, i programmi di Trump per un massiccio stimolo fiscale potrebbero in effetti venire realizzati. La prevista spinta all'economia americana dovrebbe richiedere ulteriori strette dei tassi da parte della Fed nel 2017 e 2018. Inoltre, il presidente eletto Trump è stato finora molto più moderato del candidato Trump in materia di protezionismo. Ciò spiega perché la propensione per il rischio sia rimasta elevata, consentendo all'USD di apprezzarsi rispetto alle monete difensive come il franco svizzero. In generale, i fondamentali dopo le elezioni americane sono favorevoli a un ulteriore apprezzamento dell'USD. Va però ricordato che l'attuale ciclo rialzista del dollaro USA era iniziato a luglio 2011.

I due precedenti cicli lunghi erano durati all'incirca sei anni e mezzo ciascuno, e quindi il ciclo attuale sta arrivando a compimento.

#### **Accordo OPEC sul primo taglio della produzione dal 2008**

In una riunione formale a Vienna il 30 novembre, l'OPEC ha trovato un accordo per ridurre la produzione di circa 1,2 milioni di barili al giorno per sei mesi a partire da gennaio. Questo segna un cambiamento di strategia del cartello petrolifero verso la stabilizzazione del mercato del petrolio. Con il ritorno della produzione nigeriana e libica, la mancanza di un accordo tra i membri dell'OPEC sul taglio dell'offerta avrebbe infatti probabilmente portato a un notevole calo del prezzo del petrolio. Anche se questo accordo è positivo per il prezzo del petrolio a breve termine, esso può indurre i produttori americani ad aumentare la loro produzione in risposta ai prezzi più elevati, limitando il potenziale di rialzo.

### Disoccupazione

Secondo l'Organizzazione internazionale del lavoro (ILO)<sup>1</sup>, il tasso di disoccupazione delle economie sviluppate è diminuito dal 7,1% nel 2014 al 6,7% nel 2015. Nella maggior parte dei casi, i miglioramenti non sono stati però sufficienti a eliminare i gap lavorativi emersi dopo la crisi finanziaria globale. L'ILO afferma inoltre che le prospettive sull'occupazione si sono indebolite nelle economie emergenti, in particolare in Brasile, Cina e nei paesi produttori di petrolio, con 2,3 milioni di senza lavoro aggiunti al conteggio globale nel 2016.

### 4,8%

L'Office for National Statistics (ONS)<sup>5</sup> ha annunciato che il tasso di disoccupazione nel Regno Unito era al 4,8% nel trimestre chiuso a fine settembre, il suo minimo rispetto allo stesso periodo del 2005. **L'ONS ha anche segnalato che il numero delle persone occupate nel Regno Unito (31,8 milioni) rimane a un livello record.** Ciononostante, la Bank of England prevede che la disoccupazione aumenterà quando le incertezze riguardo alla Brexit inizieranno a farsi sentire.

### 4,6%

**Il tasso ufficiale di disoccupazione negli Stati Uniti è diminuito al 4,6% a novembre, al di sotto del tasso considerato dalla Fed come di piena occupazione, un dato ampiamente inferiore al 10,2% registrato sei anni prima.** La statistica U6 (una misura allargata della disoccupazione) è scesa dal 9,5% a ottobre al 9,3% a novembre, dopo essere rimasta stabile per diversi mesi.

### 11,8%

Nell'ambito della peggiore crisi economica del Brasile dagli anni 1930, **la disoccupazione brasiliana è aumentata significativamente all'inizio del 2013.** I dati mostrano che il tasso di disoccupazione dell'11,8% registrato nel trimestre chiuso a fine settembre non è cambiato rispetto a quello del trimestre chiuso a fine agosto<sup>9</sup>. I salari reali sono scesi del 2,1% nel trimestre chiuso a fine settembre 2015, quando il tasso di disoccupazione era all'8,9%.

### 19,2%

**Il tasso di disoccupazione spagnolo è diminuito al 19,2% destagionalizzato a ottobre, rispetto a un massimo di oltre il 26% all'inizio del 2013.** Il tasso di disoccupazione della Spagna è stato il più alto in Europa, escludendo la Grecia, da quando la crisi del debito sovrano europea ha posto fine al boom immobiliare. Secondo Eurostat, la disoccupazione giovanile rimane estremamente alta (43,6% a fine ottobre).

<sup>1</sup> International Labour Organization, 19 gennaio 2016, [http://www.ilo.org/global/research/global-reports/weso/2016/WCMS\\_443480/lang-en/index.htm](http://www.ilo.org/global/research/global-reports/weso/2016/WCMS_443480/lang-en/index.htm)

<sup>2</sup> Eurostat, 1° dicembre 2016 - <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/7752348/3-01122016-AP-EN.pdf/5f785386-b824-4b65-a09d-99d8bed9958a>

<sup>3</sup> Ibid.

<sup>4</sup> Bundesagentur für Arbeit, 2 novembre 2016 - <https://www.arbeitsagentur.de/web/content/DE/Detail/index.htm?dfContentId=L6019022DSTBAI818146>

<sup>5</sup> Office for National Statistics, 16 novembre 2016 - <https://www.ons.gov.uk/employmentandlabourmarket/peopleinwork/employmentandemployeetypes/bulletins/uklabourmarket/november2016>





**6,0%**

La disoccupazione tedesca è scesa al 6% a ottobre, il suo livello più basso dalla riunificazione nel 1990. Eurostat, utilizzando criteri diversi, ha registrato un tasso del 4,1% destagionalizzato a settembre. Il mercato del lavoro tedesco con un eccesso di posti di lavoro (nonostante l'incremento dell'immigrazione) ha fatto nascere timori di surriscaldamento e complicato il dibattito su come la Germania dovrebbe spendere il suo surplus di bilancio.

**4,0%**

Il premier Li Keqiang nel suo discorso annuale davanti al parlamento cinese a marzo ha detto che la Cina dovrebbe creare 10 milioni di nuovi posti di lavoro nel 2016, sufficienti a tenere il tasso di disoccupazione urbana al di sotto del 4,5%. Questo obiettivo probabilmente verrà raggiunto, dato che il tasso di disoccupazione urbana, secondo i dati ufficiali, era al 4,04% a fine settembre<sup>8</sup>. Questo tasso è rimasto costante per diversi trimestri, ma il tasso reale di disoccupazione è probabilmente più alto (e più volatile).

**3,0%**

Il tasso di disoccupazione in Giappone sta scendendo costantemente da metà 2009, e si è attestato al 3% a ottobre<sup>6</sup>. Anche il rapporto posti di lavoro/disoccupati è continuato a salire, con 1,43 posizioni disponibili per ogni richiedente a ottobre<sup>7</sup>, il dato migliore da agosto 1991. L'eccesso di posti di lavoro disponibili rispetto alle richieste non si è però tradotto in una crescita dei salari (il reddito corrisposto è aumentato solo dello 0,1% anno su anno ad agosto), probabilmente a causa del fatto che molti nuovi posti di lavoro sono a tempo parziale e poco remunerati.

**23,4%**

La Grecia vanta un record non invidiabile per la disoccupazione in Europa. Secondo Eurostat, il tasso destagionalizzato era al 23,4% a ottobre. Il credito era affluito liberamente in Grecia prima della crisi del debito sovrano, contribuendo a spingere la disoccupazione al ribasso fino a ben il 7,5% a metà 2007. A fine agosto 2016, la disoccupazione giovanile era al 46,5%.

**27,1%**

Il tasso di disoccupazione ufficiale in Sud Africa è aumentato al 27,1% nel 3° trimestre 2016 rispetto al 25,5% di un anno prima, mentre il tasso di occupazione è diminuito dello 0,7%<sup>10</sup>. In termini assoluti, il numero dei disoccupati è aumentato di mezzo milione nel trimestre chiuso a fine marzo, mentre quello degli occupati è diminuito di oltre 350 000 unità (il massimo calo storico).

<sup>6</sup> Statistics Bureau, Ministry of Internal Affairs and Communications, 29 novembre 2016 - <http://www.stat.go.jp/english/data/roudou/results/month/index.htm>

<sup>7</sup> Ministry of Health, Labour and Welfare, 29 novembre 2016 - [http://www.mhlw.go.jp/english/database/db-ll/dl/g\\_workers\\_oct2016\\_01.pdf](http://www.mhlw.go.jp/english/database/db-ll/dl/g_workers_oct2016_01.pdf)

<sup>8</sup> Ministry of Human Resources and Social Security, 25 ottobre 2016 - [http://english.gov.cn/state\\_council/ministries/2016/04/22/content\\_281475332873004.htm](http://english.gov.cn/state_council/ministries/2016/04/22/content_281475332873004.htm)

<sup>9</sup> Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, 27 ottobre 2016 - <http://saladeimprensa.ibge.gov.br/en/noticias.html?view=noticias&id=1&pagina=2&paginar=1&quantidade=10&busca=1>

<sup>10</sup> Statistics South Africa, 22 novembre 2016 - <http://www.statssa.gov.za/publications/P0211/P02113rdQuarter2016.pdf>

# La vittoria di Trump favorisce le azioni cicliche e penalizza gli US Treasury

La vittoria di Donald Trump nelle elezioni presidenziali americane ha incrementato la performance delle azioni cicliche e del dollaro USA a novembre. Anche altre attività rischiose hanno ottenuto buoni rendimenti in previsione del possibile stimolo fiscale negli Stati Uniti. Le attività rifugio - come l'oro e gli US Treasury, nonché le azioni difensive - hanno invece tutte sottoperformato.

### Azioni

#### L'effetto Trump

*Una ulteriore spinta alle azioni cicliche.*

Le elezioni americane hanno fornito una sorpresa sia politica che come reazione dei mercati. Le azioni dei mercati sviluppati hanno espresso un rally in vista del programma pro-crescita di Donald Trump, ma i mercati emergenti hanno sofferto per la sua minaccia di rinegoziare gli accordi commerciali. Le performance in moneta locale dello S&P 500, dello Stoxx Europe 600 e del TOPIX sono state rispettivamente del +3,7%, +1,08% e +5,49%. L'indice MSCI Emerging Markets ha invece prodotto un rendimento complessivo del -4,6% (in USD).

Le performance settoriali indicano che i mercati hanno iniziato a scontare i potenziali effetti positivi dei programmi di aumento della spesa pubblica e di riduzione delle imposte di Trump. I settori ciclici, che stavano già sovraperformando rispetto a quelli difensivi, hanno registrato una impennata e anche i finanziari hanno fatto notevoli progressi grazie all'irripidimento delle curve dei rendimenti. Nell'ambito dell'indice MSCI World, le banche hanno guadagnato l'8,5% a novembre (in USD), seguite dall'energia (+5,7%) e dagli industriali (+3,7%). Trump e la vittoria dei repubblicani hanno pertanto rafforzato la sovraperformance dei settori ciclici che era iniziata dopo il referendum sulla Brexit a giugno. Sull'altro estremo dello spettro, i servizi di pubblica utilità, i beni di consumo di base e le telecomunicazioni hanno perso rispettivamente il 6,1%, il 5,1% e il 2,5% a novembre. Gli investimenti *value* hanno ulteriormente sovraperformato rispetto agli omologhi *growth*. Le valutazioni sono ulteriormente aumentate come conseguenza del fatto che i mercati sono saliti anche senza cambiamenti sostanziali delle stime sugli utili per il 2017. I rapporti prezzo/utile dello S&P 500, dello Stoxx Europe 600 e del TOPIX a fine novembre erano rispettivamente 17,0x, 14,2x e 14,5x.

### Titoli di Stato

#### US Treasury in calo

*Gli US Treasury hanno sottoperformato a novembre a causa delle aspettative di un allentamento fiscale.*

I titoli di Stato hanno fatto registrare performance negative a novembre per l'irripidimento delle curve dei rendimenti a livello globale. Gli US Treasury a 10 anni hanno sottoperformato rispetto ai Bund di pari scadenza, con un rendimento complessivo del -4% rispetto al -1% in moneta locale. Il tasso degli US Treasury a 10 anni è aumentato di 56 pb al 2,4%, il suo massimo da gennaio, dopo che l'elezione di Donald Trump ha acceso speranze di un consistente stimolo fiscale negli Stati Uniti. Il movimento al rialzo è stato però molto più contenuto per i Bund e i JGB a 10 anni, dato che le rispettive banche centrali mantengono un orientamento accomodante. Prevediamo che la BCE prolungherà il QE allo stesso ritmo per sei mesi oltre la sua scadenza indicativa e che la Bank of Japan manterrà il suo obiettivo di controllo dei tassi decennali intorno allo 0%. Questo dovrebbe consentire ai JGP e ai Bund di continuare a sovraperformare rispetto agli US Treasury nel 2017.

Gli spread periferici si sono allargati di circa 20 pb a novembre a causa dell'incertezza politica che ha offuscato le prospettive delle attività rischiose, in particolare in Italia. Il principale problema rimane l'esito del referendum italiano del 4 dicembre e il suo impatto sulla soluzione del problema dei crediti in sofferenza delle banche italiane.

I titoli di Stato emergenti denominati in dollari USA hanno sottoperformato rispetto agli omologhi in moneta locale (-4,2% rispetto al -1,9%), penalizzati dal rialzo dei tassi degli US Treasury e dall'aumento dei premi per il rischio come conseguenza del deprezzamento delle monete dei mercati emergenti nei confronti dell'USD.

### Obbligazioni societarie

#### I titoli *investment grade* in USD seguono a ruota

*La forte diminuzione degli spread ha aiutato l'high yield statunitense a sovraperformare rispetto agli altri segmenti obbligazionari colpiti dal rialzo dei tassi sovrani.*

L'*investment grade* (IG) in dollari USA ha sottoperformato rispetto all'omologo segmento in euro a novembre a causa del forte rialzo dei tassi degli US Treasury. L'IG in USD e l'IG in EUR hanno registrato performance del -2,7% e del -1,0%\*. Il tasso dell'IG in USD è aumentato di 43 pb nel mese per raggiungere il 3,4%, rispetto a un tasso dell'1,0% per l'IG in EUR. Gli spread dell'IG in USD si sono però ristretti solo leggermente mentre quelli dell'IG in EUR si sono allargati di 16 pb, principalmente a causa della sottoperformance di alcuni settori difensivi.

L'HY in USD ha sottoperformato rispetto all'omologo segmento in EUR (-0,4% rispetto a -0,9%) grazie a una marcata diminuzione degli spread creditizi per i primi, che ha compensato il rialzo dei tassi degli US Treasury. L'accordo OPEC del 30 novembre ha determinato un significativo restringimento degli spread sulle obbligazioni HY collegate al petrolio. L'HY in EUR ha invece sofferto per la sua elevata esposizione verso i finanziari, che sono stati penalizzati dai perduranti timori dei mercati per il problema dei crediti in sofferenza delle banche italiane.

Le obbligazioni societarie avranno problemi di performance se i tassi dei titoli di Stato continueranno a salire. Un rimbalzo della crescita statunitense potrebbe però favorire una maggiore contrazione degli spread dei titoli HY in USD e compensare per il rialzo dei tassi degli US Treasury. Le valutazioni dell'HY sono comunque elevate e suggeriscono prudenza.

\* Tutti i dati sulle obbligazioni societarie sono basati sugli indici Bank of America Merrill Lynch e sono espressi in moneta locale.

## Hedge fund

### Hedging Trump

*La vittoria di Trump è stata una sorpresa per molti. Ma nell'ambiente degli hedge fund, si è quasi tentati di definire le elezioni americane un non evento.*

I gestori di hedge fund hanno adottato un posizionamento prudente prima del giorno delle elezioni americane l'8 novembre, in considerazione dell'elevato rischio politico. I gestori *macro* hanno mantenuto un approccio molto tattico, riducendo la loro esposizione lorda e attuando ulteriori coperture del portafoglio. Le strategie sensibili alle azioni non hanno invece modificato le loro esposizioni. In modo interessante, alcuni hanno tentato di trovare coperture adeguate, ma non ci sono riusciti a causa dell'incertezza sull'esito del voto.

Nel giorno delle elezioni, quando la volatilità iniziale è diminuita, i gestori non hanno avuto l'opportunità di monetizzare le coperture.

I gestori *macro* hanno ottenuto buoni risultati a novembre, per lo più grazie al rialzo dei tassi d'interesse a lungo termine. Il posizionamento rialzista sui mercati emergenti è stato l'unica fonte di perdite per i gestori con esposizione *long* sulle obbligazioni e sui cambi dei mercati emergenti. Nelle strategie *long/short equity*, la performance è stata diversa a seconda dell'orientamento settoriale dei gestori, vista l'inversione della leadership settoriale a novembre, con i capitali alla ricerca dei titoli ciclici e della salute e in uscita dai settori sensibili ai tassi d'interesse e da alcune grandi aziende tecnologiche.

Dopo le elezioni, i gestori si muovono con prudenza a causa dell'incertezza sulle intenzioni di Trump nei confronti dell'economia americana. Complessivamente, i gestori prevedono una maggiore volatilità, che dovrebbe fare aumentare la dispersione e le dislocazioni dei prezzi - un contesto favorevole alle operazioni di arbitraggio.

## Metalli preziosi

### L'oro indebolito da Trump

*Lo smorzamento della sua retorica protezionistica e il miglioramento delle prospettive della crescita statunitense hanno penalizzato la maggior parte dei metalli preziosi a novembre.*

Dopo le elezioni americane, i mercati finanziari si sono focalizzati soprattutto sulla probabilità di uno stimolo fiscale negli Stati Uniti, dimenticandosi nel contempo delle minacce protezionistiche formulate da Trump durante la sua campagna presidenziale. L'oro - investimento rifugio per antonomasia e bene non produttivo - è stato fortemente penalizzato da questo tema di reflazione (perdendo l'8,1% a novembre) ed è sceso sotto la soglia di 1200 dollari per oncia troy.

Nel 2017, l'accelerazione della crescita americana, la stretta della Fed e l'apprezzamento del dollaro USA non lasciano presagire nulla di buono per il metallo giallo. I bassi tassi d'interesse in termini reali e la persistente incertezza politica dovrebbero comunque fornire sostegno.

Nel complesso, se Trump adotterà una linea più moderata sul protezionismo, l'argento dovrebbe sovraperformare rispetto all'oro visto che la propensione per il rischio continua a migliorare. Se invece il nuovo presidente dovesse prendere una posizione più dura sul commercio internazionale, le ripercussioni sulle prospettive di crescita globali e l'impatto negativo sulla propensione per il rischio potrebbero consentire all'oro di sovraperformare rispetto all'argento.

Il palladio rimane il metallo prezioso più interessante grazie alla sua esposizione verso l'economia americana tramite le vendite di automobili. Questo spiega la sua eccellente performance a novembre di quasi il +24% (in USD). Pur mantenendo un giudizio positivo sul palladio, riconosciamo che un consolidamento del suo prezzo sarà probabilmente necessario.

## Cambi

### Un dollaro su di giri

*Le prospettive di una maggiore crescita e di un rialzo dei tassi d'interesse dopo le elezioni americane di dicembre hanno determinato un sensibile apprezzamento del dollaro USA.*

La vittoria di Trump contribuirà probabilmente a un ulteriore apprezzamento dell'USD nel 2017. Nello stesso tempo, un mix di maggiore crescita americana e pressioni inflazionistiche sostenute dovrebbe ridurre di molto l'attrattiva dello yen giapponese. La mossa della BoJ di imporre un tetto massimo al tasso dei JGB a 10 anni intorno allo 0% dovrebbe portare a un ulteriore deprezzamento dello yen in un contesto di tassi più elevati.

L'euro dovrebbe continuare a essere supportato dal suo ingente saldo positivo delle partite correnti, mentre gli eventi politici europei difficilmente provocheranno una perdita di valore significativa della moneta unica. La prospettiva che la BCE annunci il calendario per il *tapering* dei suoi acquisti mensili di titoli nel 2018 potrebbe fornire un supporto all'euro nel 2° semestre del 2017.

La GBP è l'unica tra le maggiori monete ad essersi apprezzata nei confronti dell'USD dopo le elezioni americane, suggerendo che le preoccupazioni domestiche sono più importanti degli eventi esterni. Il previsto rallentamento della crescita britannica nel 1° semestre 2017 e la prospettiva di una «hard Brexit» potrebbero però rinnovare le pressioni sulla GBP, nonostante questa sia notevolmente sottovalutata. Infine, il CHF dovrebbe mantenere la sua forza nei prossimi mesi vista la grande incertezza politica in tutto il mondo. La Banca nazionale svizzera dovrà probabilmente espandere ulteriormente il suo bilancio per contrastare un apprezzamento indesiderato del CHF.



### 2017: dalla deflazione alla reflazione, dalle obbligazioni alle azioni

Il nostro scenario principale per il 2017 contempla un aumento delle pressioni sui prezzi che si traduce in una maggiore crescita del PIL nominale e avvia una dinamica reflazionistica globale. Non prevediamo però una significativa accelerazione della crescita economica globale in termini reali l'anno prossimo.

César Pérez Ruiz, Chief Investment Officer

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

**Il nostro scenario principale prevede una accentuazione delle pressioni sui prezzi l'anno prossimo, che provocherà una dinamica reflazionistica nell'economia globale. Il ritmo di cambiamento non sarà però uniforme. Le principali economie dovrebbero rimanere desincronizzate e prevediamo che le politiche fiscali e di bilancio continueranno a essere non collaborative. Ciononostante, dopo anni di disinflazione, e persino di deflazione in paesi come il Giappone, l'economia globale è alla vigilia di un cambiamento di regime ciclico. Questo cambiamento potrebbe avere un impatto sulle principali classi di attività, favorendo le azioni a spese delle obbligazioni. Nel nostro scenario principale è inclusa la prosecuzione della tendenza di rafforzamento del dollaro USA iniziata quattro anni fa.**

#### Le prospettive economiche nel 2017: il nostro scenario principale

In termini di politica monetaria, vediamo una notevole desincronizzazione tra le maggiori banche centrali nelle economie sviluppate. La Federal Reserve (Fed) sta andando verso una graduale normalizzazione della politica monetaria, con due aumenti dei tassi sui *Fed funds* da 25 pb nel corso del 2017. L'inflazione *core PCE* (la misura preferita dalla Fed) potrebbe superare il 2% quando inizieranno a essere avvertiti gli effetti dello stimolo fiscale da circa l'1% del PIL dell'amministrazione Trump. Ma con la crescita dei salari ancora sotto controllo e l'apprezzamento del dollaro, il rischio di un «surriscaldamento» a breve termine negli Stati Uniti non rientra nel nostro scenario principale. La crescita media annua del PIL statunitense dovrebbe raggiungere il 2% nel 2017, rispetto all'1,5% del 2016. Nonostante qualche incertezza della crescita del PIL statunitense nel 1° semestre, i programmi di stimolo fiscale dell'amministrazione Trump potrebbero tradursi in una accelerazione della crescita nella seconda metà dell'anno.

Anche in Europa l'inflazione potrebbe puntare verso l'alto. Nel nostro scenario principale lo stimolo fiscale rimane incostante nel 2017, sebbene uno stimolo fiscale mirato sembri guadagnare sempre più consenso tra i responsabili della politica economica europea come sostituto della politica monetaria, che ha perso la sua efficacia. Manteniamo la nostra previsione sulla crescita del PIL dell'eurozona dell'1,6% nel 2016 e dell'1,3% nel 2017, pur nella consapevolezza che i governi ora hanno maggiore spazio di bilancio per sostenere la crescita e l'inflazione. La Banca centrale europea (BCE) dovrebbe rimanere accomodante, estendendo il suo programma mensile di acquisto di titoli da EUR 80 miliardi da marzo a settembre 2017, visto che l'inflazione sottostante si mantiene ben al di sotto del suo obiettivo del 2%. La BCE potrebbe comunque esplicitare la sua «forward guidance», fornendo maggiori dettagli sui tempi per la riduzione degli acquisti di titoli a partire dal 2018.

Il voto sulla Brexit a giugno 2016 ci ha portati a rivedere considerevolmente le nostre previsioni sull'economia britannica. Il nostro scenario principale contempla un forte rallentamento della crescita del PIL in termini da circa il 2,0% nel 2016 all'1,1% nel 2017 come risultato del calo della spesa per investimenti privati e dei redditi reali. La maggiore inflazione importata dovrebbe limitare la capacità della Bank of England di ridurre drasticamente i tassi di riferimento per stimolare la crescita economica. Nel contempo, la resilienza dell'economia dopo il mese di giugno ha creato ulteriore spazio fiscale per interventi da parte del governo britannico. In effetti, il Chancellor of the Exchequer nel suo Autumn Statement ha descritto programmi per un aumento del debito pubblico e abbandonato il precedente impegno a raggiungere un surplus di bilancio entro la fine dell'attuale legislatura (2020).

A settembre, la Bank of Japan (BoJ) ha scelto di seguire il controllo della curva dei rendimenti, qualcosa di simile a una politica monetaria - non ufficiale e parziale - di stile *asset price targeting*, impegnandosi ad acquistare JGB a sufficienza per assicurare che i tassi a 10 anni rimangano intorno allo 0%. Anche se prevediamo che la crescita del PIL in termini reali per il 2017 non cambierà rispetto al 2016 (0,8%), l'anno prossimo si potrebbe assistere a un moderato miglioramento della crescita giapponese in parallelo con il deprezzamento dello yen nei confronti di un dollaro tornato in auge. Seppure ancora molto al di sotto dell'obiettivo della BoJ, l'inflazione sta salendo, e le pressioni deflazionistiche gradualmente si attenueranno con la flessione dello yen. Il miglioramento delle prospettive sulla crescita e sull'inflazione potrebbero creare spazio per una riduzione degli acquisti di titoli della BoJ a partire dal secondo trimestre 2017.

La Cina rimane in fase di transizione, con la crescita economica che dovrebbe continuare a convergere verso il suo tasso di crescita potenziale annua del 4,5% nei prossimi anni. Prevediamo una crescita del 6,2% per l'intero anno nel 2017, in flessione rispetto al 6,7% nel 2016. Gli sforzi in atto per frenare la speculazione immobiliare avranno un impatto sugli investimenti fissi l'anno prossimo, ma le autorità cinesi dispongono di risorse di bilancio e fuori bilancio sufficienti per assicurare che l'economia segua un andamento uniforme nel 2017, senza «hard landing». I prezzi alla produzione sono aumentati negli ultimi mesi, in parte in risposta al rialzo dei prezzi delle commodity. L'inflazione più alta (sia dei prezzi dei consumi che di quelli alla produzione) e la rinnovata debolezza della moneta dovrebbero favorire la tendenza reflazionistica globale. L'inflazione cinese potrebbe superare il 2%, ma rimane al di sotto dell'obiettivo

FATTORI INCLUSI NEL NOSTRO SCENARIO PRINCIPALE PER IL 2017

FATTORI DI RISCHIO	STATI UNITI	EURO	REGNO UNITO	GIAPPONE	CINA
<b>INFLAZIONE</b>	Normalizzazione dell'inflazione di base (+2%) ma non surriscaldamento. Salari sotto controllo	Inflazione complessiva inferiore all'obiettivo nel 2017-2018, con rischi di ribasso per quella di base (1,0%-1,2%)	Ampio sfioramento (+3%) a causa dell'inflazione importata	Rialzo dell'inflazione complessiva e di quella di base, ma sempre molto al di sotto dell'obiettivo (0,3%-0,5%)	In aumento al 2%, ancora inferiore all'obiettivo del 3%
<b>POLITICA MONETARIA</b>	Graduale normalizzazione (due aumenti dei tassi da 25 pb da parte della Fed nel 2017)	Ancora accomodante, QE esteso a tutto il 2017, <i>tapering</i> nel 2018	BoE vicina al limite inferiore dello 0% (nessun aumento), con creazione di spazio di bilancio	Difficoltà di gestire i controlli della curva dei rendimenti. <i>Tapering</i> possibile nel 2° semestre 2017	PBoC sostanzialmente neutrale ( <i>stop &amp; go</i> ), aiutata dal deprezzamento della moneta
<b>POLITICA FISCALE</b>	Stimolo fiscale pari a circa l'1,0% del PIL, con effetti dal 2° semestre 2017	Allentamento fiscale modesto e non uniforme (circa 0,5%), con rischi di rialzo	Stimolo mirato nel trend di consolidamento a lungo termine	Nessuna espansione fiscale importante oltre i programmi di bilancio 2016	Espansiva con spese fuori bilancio

del 3% della People's Bank of China, giustificando il mantenimento di tassi d'interesse bassi nel 2017.

Il nostro scenario principale potrebbe venire compromesso da diversi fattori. Uno scenario economico alternativo, più positivo, postula una importante espansione del bilancio delle grandi economie, in particolare negli Stati Uniti. Una politica economica statunitense *supply side* di portata molto maggiore del previsto potrebbe ad esempio spingere la crescita statunitense fino al 3% entro il 2018. Con l'aumento dei prezzi delle attività, il riemergere degli «animal spirit» è un altro potenziale rischio di rialzo. Le importanti elezioni in calendario in Europa e la perdurante incertezza sulle decisioni dell'amministrazione Trump riguardo all'immigrazione e al protezionismo costituiscono invece importanti rischi di ribasso per il nostro scenario principale. Non si può inoltre escludere che l'accentuazione degli squilibri finanziari (compreso l'ingente indebitamento denominato in USD) produca pesanti conseguenze su alcune economie emergenti, in particolare quella cinese.

**Le tendenze di mercato favoriscono le azioni rispetto alle obbligazioni nel 2017**  
Il nostro scenario principale per i mercati finanziari è incentrato sulla nostra

opinione che l'inflazione tornerà a fare capolino l'anno prossimo con la ripresa della crescita mondiale, l'attuazione di politiche fiscali pro-cicliche e le nuove pressioni rialziste sui prezzi alla produzione. In questo contesto, le azioni dei mercati sviluppati dovrebbero produrre rendimenti almeno modesti. Le valutazioni - misurate dal rapporto prezzo/utile prospettico - sono tirate rispetto alla loro media storica, senza spazio significativo per una ulteriore espansione in un contesto di rialzo dei tassi d'interesse. Nel contempo, gli utili societari stanno comunque tornando a crescere negli Stati Uniti e in Europa per la prima volta da quattro anni a questa parte. Nel nostro scenario principale, il rialzo dei tassi d'interesse a lungo termine non riuscirà a indebolire le prospettive per le azioni se gli aumenti dei tassi verranno effettuati ordinatamente. Dopo avere generalmente sottoperformato nell'ultima parte del 2016, riteniamo che le azioni dei mercati emergenti offrano perlomeno qualche opportunità tattica.

Il rialzo dei tassi a lungo termine dovrebbe continuare a ridurre l'attrattività dei titoli di Stato (*v. riquadro*). Nel nostro scenario principale le performance nominali attese degli US Treasury sono in effetti negative l'anno prossimo. Anche le possibilità di una

ulteriore contrazione degli spread delle obbligazioni societarie sono scarse. In particolare, il buffer di rendimento dei titoli *investment grade* rispetto agli US Treasury è molto risicato, limitando il loro potenziale in un contesto di rialzo dei tassi.

Con il rafforzamento dell'economia americana e i due aumenti dei tassi da 25 pb che la Fed attuerà nel 2017, vi sono le condizioni per un ulteriore apprezzamento del dollaro USA l'anno prossimo (sebbene il trend di apprezzamento del dollaro in atto da lungo tempo stia giungendo a compimento). Dato che nessuna delle maggiori banche centrali sembra disposta ad alzare i tassi d'interesse in tempi brevi, le divergenze delle politiche monetarie dovrebbero supportare ulteriormente il dollaro USA nei confronti delle monete G10 e dei mercati emergenti. La scelta della BoJ di fissare un tetto massimo per i tassi delle obbligazioni a lungo termine continuerà a indebolire lo yen.

Il clima dovrebbe inoltre rivelarsi propizio per gli investimenti alternativi. La nostra analisi delle performance degli hedge fund evidenzia che quando le banche centrali tornano ad adottare politiche convenzionali e i tassi d'interesse salgono, gli hedge fund tendono a sovraperformare sia a breve che a lungo termine.



Come nelle nostre previsioni economiche, teniamo conto anche di scenari alternativi per le attività finanziarie. Uno scenario più rialzista attribuisce maggiore importanza al previsto stimolo *supply side* negli Stati Uniti. In tal caso, le aspettative sugli utili statunitensi potrebbero migliorare ulteriormente nel 2018, contribuendo a sostenere le azioni sia dei mercati emergenti che dei mercati sviluppati. Il miglioramento delle aspettative potrebbe anche determinare una nuova contrazione degli spread delle obbligazioni societarie. Uno scenario più ribassista include la possibilità di un aumento dell'inflazione «cattiva», con una svolta protezionistica che si traduce in pressioni sui prezzi alla produzione e penalizza gli utili societari. Si assisterebbe quindi al ritorno della volatilità sui mercati azionari, attualmente bassa, e verrebbero minacciate le valutazioni già elevate. In entrambi gli scenari alternativi, i tassi d'interesse a lungo termine salirebbero più rapidamente rispetto al passato, accentuando la «Grande rotazione» in uscita dagli US Treasury.

#### Un cambiamento di regime rispetto all'asset allocation 60/40

La correlazione negativa tra azioni e obbligazioni che sta già iniziando a riaffermarsi dovrebbe continuare anche nel 2017. Considerate le diverse aspettative sull'inflazione, questa correlazione negativa sarà più evidente in Europa che negli Stati Uniti. La principale minaccia a questo scenario è un aumento dell'inflazione superiore al previsto, che potrebbe fare girare in positivo la correlazione tra azioni e obbligazioni. In generale, in un contesto di rialzo dei tassi d'interesse, i benefici di diversificazione e

di protezione offerti dai titoli di Stato rifugio come gli US Treasury vengono però a mancare. La Grande rotazione dalle obbligazioni verso le azioni - da lungo tempo prevista - potrebbe infine verificarsi e accelerare al punto da generare un travaso di capitali dal mercato obbligazionario, da sempre considerato il più liquido al mondo.

Di conseguenza, il classico portafoglio 60/40 (60% azioni, 40% titoli di Stato) potrebbe perdere il ruolo di allocazione più appropriata per un portafoglio bilanciato. Con la prospettiva di un rialzo dell'inflazione, i gestori potrebbero valutare approcci di asset allocation diversi e aprirsi al potenziale offerto da attività tipicamente più illiquide come ad

esempio il private equity e il real estate.

In generale, in un contesto economico e di mercato in cambiamento, i gestori patrimoniali dovranno mantenere un approccio attivo nell'asset allocation tattica, con a nostro avviso la possibilità di migliorare il profilo di rischio/rendimento.

#### LA «GRANDE ROTAZIONE»: UN CAMBIAMENTO DI REGIME PER IL REDDITO FISSO

Alcuni punti di inversione per le classi di attività sono più facilmente individuabili rispetto ad altri. Uno dei più ovvi riguarda gli US Treasury a lungo termine. L'elezione di Donald Trump a presidente degli Stati Uniti è servita ad accelerare cambiamenti già in atto nelle performance obbligazionarie e porta ancora più al centro dell'attenzione gli interrogativi sul ruolo degli US Treasury in un portafoglio diversificato.

Tra il 1982 (l'inizio della cosiddetta «Grande moderazione», contrassegnata da una diminuzione della volatilità delle fluttuazioni del ciclo economico) e le prime avvisaglie della crisi finanziaria nel 2007, l'inflazione è crollata dal 14% ad appena l'1%. Durante questo periodo, gli US Treasury hanno prodotto una performance dell'ordine del 9% all'anno (in USD), con rendimenti negativi in solo cinque di questi 25 anni.

Nei prossimi anni è però improbabile che i bond forniscano rendimenti di pari entità. I motivi sono molto semplici. I tassi d'interesse a lungo termine potrebbero stabilizzarsi al loro livello attuale e i rendimenti essere in linea con la cedola (circa il 2,3% per gli US Treasury a 10 anni a fine novembre) oppure, come molti prevedono, l'inflazione e la crescita economica potrebbero puntare al rialzo negli Stati Uniti, nel qual caso i tassi d'interesse continuerebbero a salire fino ad avvicinarsi al tasso nominale di crescita del PIL (non corretto per l'inflazione), stimato intorno al 4,5% in media negli Stati Uniti. In questo caso, ipotizzando un rendimento dell'1,2% (la performance media che i nostri modelli in-house prevedono per il prossimo decennio), gli US Treasury finirebbero con il distruggere valore. Le prospettive dei rendimenti obbligazionari potrebbero migliorare solo in caso di una forte discesa dei tassi a lungo termine sotto l'1%, che appare improbabile.

**Contributori** | Christophe Donay, Alexandre Tavazzi, Bernard Lambert, Dong Chen, Jean-Damien Marie, Jacques Henry, Luc Luyet, Nadia Gharbi, Lauréline Chatelain, César Pérez Ruiz  
**Redazione** | Kalina Moore, Isidore Ryan | Redazione terminata il 2 dicembre 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 sui 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.

# Le *small cap* statunitensi festeggiano la vittoria di Trump

Novembre è stato un mese negativo per i metalli preziosi, a causa dell'aumento della propensione per il rischio riscontrabile anche nel mercato obbligazionario. Nel mese i tassi degli US Treasury a 10 anni sono saliti notevolmente, dall'1,8% al 2,4%. Il rialzo dei mercati azionari è invece proseguito, con il Russel 2000 - l'indice delle *small cap* statunitensi - che ha risposto particolarmente bene alla vittoria presidenziale di Donald Trump.

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

## PRINCIPALI INDICATORI ECONOMICI

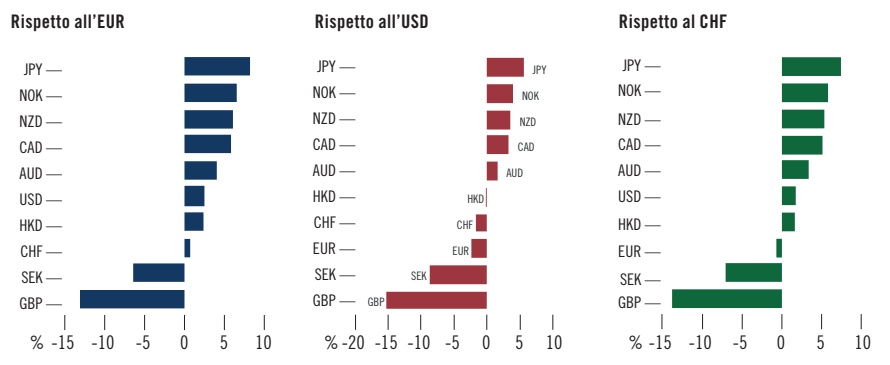
Tassi di crescita del PIL	Stime Pictet - (consenso*)			
	2014	2015	2016E	2017E
Stati Uniti	2.4%	2.6%	1.5% (1.5%)	2.0% (2.2%)
Eurozona	0.9%	1.6%	1.6% (1.6%)	1.3% (1.3%)
Svizzera	2.0%	0.8%	1.5% (1.5%)	1.4% (1.5%)
Regno Unito	3.1%	2.2%	2.0% (2.0%)	1.1% (1.1%)
Giappone	-0.1%	0.6%	0.8% (0.6%)	0.8% (0.9%)
Cina	7.3%	6.9%	6.7% (6.7%)	6.2% (6.4%)
Brasile	0.1%	-3.9%	-3.2% (-3.3%)	1.0% (1.2%)
Russia	0.5%	-3.3%	-0.7% (-0.6%)	1.3% (1.2%)

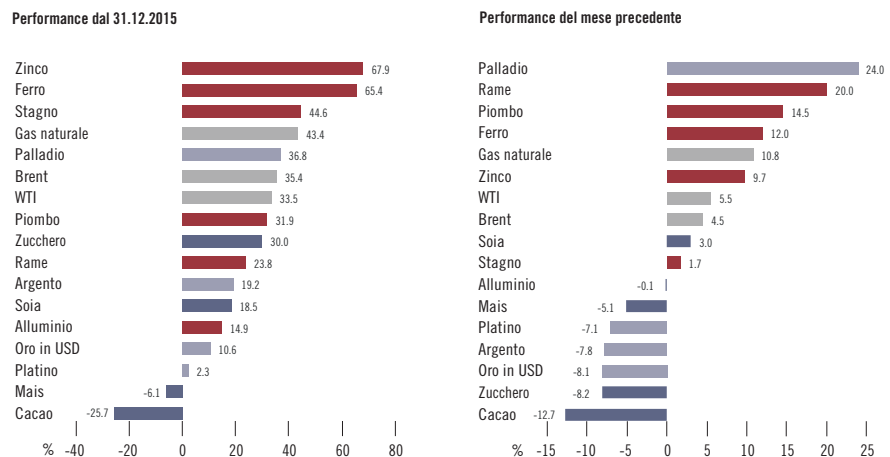
Inflazione (IPC) Media annuale (Brasile fine anno)	2014	2015	2016E	2017E
Stati Uniti	1.6%	0.1%	1.4% (1.2%)	2.4% (2.3%)
Eurozona	0.4%	0.0%	0.2% (0.2%)	1.3% (1.3%)
Svizzera	0.0%	-1.1%	-0.3% (-0.4%)	0.4% (0.3%)
Regno Unito	1.5%	0.0%	0.8% (0.7%)	2.7% (2.5%)
Giappone	2.7%	0.8%	-0.3% (-0.2%)	0.3% (0.4%)
Cina	2.0%	1.4%	2.0% (1.9%)	2.2% (1.9%)
Brasile	6.3%	9.0%	8.0% (6.9%)	5.4% (5.1%)
Russia	7.8%	15.5%	6.5% (6.1%)	5.5% (5.1%)

\* Fonte: Consensus Economics Inc

## VARIAZIONI DEI TASSI DI CAMBIO (DAL 31.12.2015)



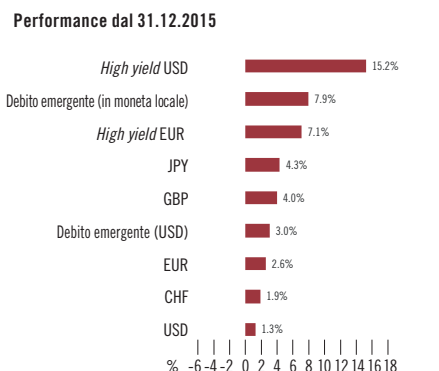
## COMMODITY



## TASSI D'INTERESSE

	Breve termine (3 mesi)	Lungo termine (10 anni)
Stati Uniti	0.50%	2.4%
Eurozona	0.0%	0.28%
Svizzera	-0.75%	-0.2%
Regno Unito	0.25%	1.42%
Giappone	0.0%	0.0%
Cina	2.20% (1 anno)	4.75% (5 anni)
Brasile	14.0%	11.9%

## MERCATI OBBLIGAZIONARI



## MERCATI AZIONARI

Performance dal 31.12.2015	USD	EUR	CHF	GBP
MSCI World*	5.6%	8.1%	7.5%	24.6%
S&P 500*	9.8%	12.4%	11.7%	29.5%
MSCI Europe*	-4.8%	-2.5%	-3.1%	12.3%
Tokyo SE (Topix)*	2.4%	4.8%	4.2%	20.7%
MSCI Pacific ex. Japan*	7.9%	10.5%	9.8%	27.3%
SPI*	-6.8%	-4.6%	-5.2%	9.9%
Nasdaq	6.3%	8.9%	8.2%	25.4%
MSCI Em. Markets*	11.3%	14.0%	13.2%	31.3%
Russell 2000	16.4%	19.2%	18.5%	37.3%

\* Dividendi reinvestiti

## SETTORI DI ATTIVITÀ

Performance dal 31.12.2015	Stati Uniti	Europa	Mondo
Industria	15.9%	3.6%	9.9%
Tecnologia	10.2%	-2.8%	8.7%
Materiali di base	13.9%	21.3%	18.4%
Telecomunicazioni	9.9%	-21.4%	-3.3%
Salute	-5.0%	-16.1%	-9.6%
Energia	20.2%	14.0%	18.6%
Servizi di pubblica utilità	7.4%	-13.9%	-1.2%
Finanza	15.7%	-10.0%	5.4%
Consumi di base	0.0%	-6.7%	-3.2%
Consumi voluttuari	4.6%	-9.1%	0.2%

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

