

bondreport



Titoli di Stato USA: intatto il trend al ribasso, la congiuntura mostra nuovi segnali di debolezza

Per il momento la congiuntura USA sta mostrando ancora una crescita debole – aumentano i rischi politici

L'economia statunitense ultimamente ha dato segnali misti; nel complesso, l'economia, già abbastanza debole, sembra raffreddarsi ulteriormente. In questo momento il settore immobiliare sembra perlomeno attraversare un periodo di leggero recupero; ma non è ancora in vista nessuna ripresa duratura. Per la parte restante dell'anno sembra essere più probabile una crescita in ulteriore rallentamento e molto bassa, ma tuttavia ancora positiva, intorno a un 1,5% p.a. Il rischio di un "tira e molla" politico senza conclusioni sugli sgravi fiscali che scadranno a fine anno è però sempre presente. Se democratici e repubblicani non troveranno nessun compromesso, l'anno prossimo potrebbero nascere notevoli problemi per la congiuntura USA che potrebbero addirittura portare a una recessione. La stragrande maggioranza degli operatori di mercato è apparentemente dell'opinione che, nonostante la campagna elettorale presidenziale e le concomitanti rielezioni di una parte di Senato e Camera dei rappresentanti, si possa raggiungere ancora in tempo un accordo. È soprattutto il rally dei mercati azionari USA a suggerire questo ragionamento. Il rischio di deludere tale ottimismo è comunque notevole – e con ogni probabilità è significativamente sottovalutato. In ogni caso, quest'argomento potrebbe causare notevoli turbolenze sui mercati durante l'ultimo trimestre del 2012.

Il boom del gas naturale e del petrolio quale ancora di salvataggio inaspettato per gli USA?

Dopo aver raggiunto nuovi minimi a luglio/agosto, i rendimenti dei titoli di Stato USA a lunga scadenza hanno corretto leggermente verso l'alto nell'ultimo periodo. Continua, però, tuttora il loro stabile e duraturo trend al ribasso. Sia il quadro congiunturale, sia l'avversione al rischio di molti investitori suggeriscono nel complesso rendimenti dei titoli di Stato USA costantemente bassi, se non addirittura in ulteriore calo. Sul lato dell'inflazione potrebbe esserci, però, una certa resistenza a causa dei prezzi saliti di molto dei cereali. In questo momento il livello dei tassi viene però dettato soprattutto dalla politica e dalla banca centrale e meno dai dati fondamentali. Inoltre, gli USA nei prossimi anni vivranno probabilmente un forte boom dell'estrazione locale di petrolio grazie alle migliorate tecnologie di estrazione. Insieme ai prezzi estremamente bassi del gas naturale, questo potrebbe portare a costi significativamente più bassi di carburante e energia elettrica e contrastare con forza tassi d'inflazione più alti. Sarebbe inoltre molto positivo per il deficit della bilancia commerciale USA e per il dollaro USA. Per adesso gli Stati Uniti, nonostante tutti i problemi, dovrebbero avere le prospettive economiche migliori tra i G3 (USA, Giappone, UE).

Obbligazioni societarie tuttora caratterizzate da elevati afflussi – Valutazioni per ancora limitate per poter essere caratterizzate come "attraenti"

Le obbligazioni societarie sono tuttora molto richieste da numerosi investitori. Gli afflussi di denaro nei rispettivi fondi obbligazionari sono ancora molto alti. I livelli di rendimento assoluti però, sono solo limitatamente attraenti da un punto di vista storico, in particolare per quanto riguarda le obbligazioni investment grade. Le valutazioni relative, invece, come ad esempio gli spread nei confronti dei titoli di Stato, sono ancora favorevoli nel confronto storico, specialmente nel comparto high yield. Se gli Stati Uniti sono in grado di evitare una recessione, le obbligazioni societarie high yield selezionate sembrano tuttora offrire un rapporto rischio/rendimento abbastanza buono. Bisogna però vedere, se i rendimenti di molte obbligazioni societarie compensino veramente ancora sempre in modo sufficiente gli investitori per i rischi connessi – soprattutto, se dovessero verificarsi scenari economici negativi.

bondreport



Titoli di Stato Europa: per ora leggera distensione, ma i problemi di fondo permangono

La congiuntura nella zona euro continua a rallentare

La BCE annuncia maggiore impegno – ma il dilemma di fondo rimane

Le alternative nella crisi del debito sono solo più dolorose

Gli indicatori anticipatori congiunturali stanno in pratica calando per tutta la zona Euro e un rallentamento dell'attività economica nel 2012 dovrebbe ormai essere inevitabile (probabilmente intorno a uno 0,4%). Nei cosiddetti paesi periferici regna una profonda recessione o addirittura depressione. Tutti i paesi sono lontanissimi da una riduzione del debito nonostante e in parte a causa dei loro rigorosi programmi di risparmio. Al contrario, rispetto all'attività economica i debiti continuano a crescere quasi ovunque nella zona euro. Il capo della BCE Draghi aveva tranquillizzato i mercati – almeno per il momento – annunciando un impegno maggiore della BCE nell'ambito della crisi del debito sovrano. In questo modo la BCE potrebbe aiutare molto meglio gli Stati in difficoltà. La condizione per farlo però è rappresentata dalle richieste di aiuto ufficiali da parte degli Stati per i fondi dell'ESM, che a loro volta dipenderebbero da condizioni ancora da definire. In questa maniera, la politica non potrebbe semplicemente scaricare la responsabilità sulle banche centrali e allo stesso tempo la BCE dimostrerebbe la volontà di fornire aiuti maggiori che in passato. In seguito, i titoli di Stato italiani e spagnoli si sono ripresi molto bene. I loro rendimenti sono però ancora su livelli difficili da rifinanziare nel lungo periodo da Spagna e Italia – men che meno nello scenario economico che si prospetta per i prossimi anni. Senza ulteriori interventi da parte della politica e/o della BCE questa situazione non dovrebbe migliorare di molto. Perché nonostante il più recente stratagemma, il problema di base rimane lo stesso per la BCE: Di fronte alle dimensioni (Spagna, Italia, più avanti eventualmente anche la Francia), per alleviare la crisi nel lungo periodo sarebbero probabilmente necessarie promesse di aiuto quasi illimitate della BCE. Senza vincoli e condizioni preliminari significative non le potrà né le vorrà concedere. A sua volta, però, questo potrebbe significare un “no” della BCE in momenti decisivi – e quindi non sarebbero più aiuti “illimitati”. Infine, la zona euro al momento si trova ancora davanti a tre alternative principali, con conseguenze molto diverse tra di loro, ma alla fine tutte e tre poco allettanti – soprattutto per i paesi “core”: (i) Cavarsela alla meglio anche in futuro grazie a continui aiuti monetari (e probabilmente sempre più alti) a un numero crescente di paesi membri, fino a quando questi mezzi – sia da un punto di vista finanziario sia politico – non possono più essere messi a disposizione. (ii) Collettivizzazione dei debiti, qualunque ne sia l'involucro. (iii) Lo sgretolarsi della zona euro.

Le alternative (i) e (ii) a lungo termine risulteranno nella stampa di ingenti quantità di denaro da parte della BCE per finanziare i debiti sovrani. L'alternativa (iii) da un punto di vista politico non viene probabilmente desiderata da nessuna forza politica importante al momento, ciò non significa però che sia impossibile. Potrebbe avvenire in seguito a “incidenti” politici, quando in uno o più paesi europei importanti si altera il rapporto di forza della politica interna in modo duraturo e si diffonde ad esempio uno scenario del “si salvi chi può”. Mentre la conservazione dell'euro e della zona euro al momento sembra la migliore ipotesi da un punto di vista economico per la maggioranza degli Stati, rappresenta evidentemente un notevole vantaggio far parte dei primi che gettano la spugna. Questo è in parte paragonabile al panico di massa. Anche qui per tutti la cosa migliore sarebbe non suscitare alcun panico dal principio. Appena nasce, però, potrebbe forse essere un vantaggio vitale correre come uno dei primi verso l'uscita di



bondreport



Il rischio di una escalation incontrollata della crisi dell' Euro permane

I titoli di Stato tedeschi sono poco attraenti dal punto di vista dei rendimenti, ma tuttora richiesti come le obbligazioni in euro relativamente più sicure

sicurezza. Proprio per questo, nella maggior parte dei casi bastano pochi per scatenare il panico collettivo. Per farla breve, il rischio di una escalation incontrollata della crisi dell'euro continua a sussistere e al momento viene probabilmente più sottovalutata che sopravvalutata da molti operatori di mercato. Di fronte ai mini-interessi molto più bassi del tasso d'inflazione (e contemporaneamente ai rischi di tasso d'interesse), i titoli di Stato tedeschi offrono tutt'altro che un profilo di rendimento attraente. Godono però tuttora di una domanda forte come i titoli di Stato relativamente più sicuri della zona euro. Allo stesso tempo sono considerati da molti operatori di mercato una delle poche "assicurazioni" contro il crollo della zona euro e, inoltre, abbastanza a buon prezzo.

Al momento le obbligazioni societarie (non finanziarie) di buona qualità offrono spesso ancora un profilo rischio/rendimento migliore dei titoli di Stato in euro e anche i titoli high yield sono – se selezionati bene – tuttora da acquistare. Al contrario, le obbligazioni finanziarie sono ancora da considerarsi meno attraenti a causa dei rischi tuttora presenti.

Titoli di Stato Giappone: la Bank of Japan rimane tuttora prudente

Giappone: il debito pubblico enorme non rappresenta ancora nessun problema imminente – ma il countdown è iniziato

La banca centrale giapponese (BoJ) per il momento rimane prudente – nonostante uno yen ancora forte e il notevole calo delle esportazioni giapponesi. Nei confronti della politica monetaria estremamente espansiva delle banche centrali americana ed europea, la BoJ agisce in modo relativamente restrittivo. Fino a quando la BoJ non è disposta a partecipare di più alla competizione globale delle banche centrali di stampare denaro fresco, lo yen dovrebbe mantenersi forte. Allo stesso tempo sembra però verificarsi un cambiamento duraturo – la bilancia commerciale del Giappone, dopo decenni di alti surplus, per un certo periodo, dovrebbe scivolare nel deficit. Oltre allo yen forte, ne sono responsabili le importazioni di energia cresciute dopo lo spegnimento di quasi tutte le centrali nucleari. Per il momento però questo non rappresenta nessuna minaccia per il Giappone. A lungo termine, il sempre più progressivo invecchiamento della popolazione e l'indebitamento smisurato dello Stato ben oltre il 200% del PIL rappresentano un problema più serio. Come contromisura il governo prevede tra l'altro un forte aumento dell'imposta sul valore aggiunto del 5% entro il 2015. A lungo termine, però, questo sarà difficilmente sufficiente. Senza interventi massicci per quanto riguarda la spesa pubblica, alla fine il Giappone si vedrà confrontato con il collasso delle sue finanze statali, nonostante una situazione di rifinanziamento al momento ancora abbastanza facile da gestire. Secondo diversi studi, il Giappone potrebbe vedersi confrontato con seri problemi di rifinanziamento al più tardi tra il 2018 e 2020. Di conseguenza, nei prossimi anni è poco probabile un aumento dei tassi a lungo termine dei titoli di Stato giapponesi, tanto più che all'occorrenza la banca centrale replicherebbe probabilmente con operazioni di acquisto. Appena i mercati si occuperanno di nuovo più intensamente dei problemi del Giappone, il Giappone al più tardi dal 2015/2016 in poi potrebbe diventare il prossimo fulcro in materia di indebitamento pubblico.

bondreport



Obbligazioni dei paesi emergenti: tendenzialmente ancora sotto lieve pressione

Nel frattempo la dinamica congiunturale sta rallentando significativamente quasi in tutti i paesi emergenti e la maggior parte degli indicatori anticipatori economici indica un proseguimento di tale trend. A questo proposito, la devastante e continua siccità in ampie parti degli Stati Uniti potrebbe diventare un ulteriore grande problema anche per i paesi emergenti. I prezzi di mais, grano e soia sono già saliti considerevolmente e di fronte alle stime sulla perdita di raccolto sono possibili nuovi aumenti dei prezzi. Poiché i generi alimentari nei paesi emergenti rappresentano una parte alquanto significativa della spesa per consumi e si rispecchiano fortemente anche nei tassi d'inflazione, potrebbero nascere svariati problemi per le economie dei paesi emergenti. Da un lato, la spesa crescente per i prodotti alimentari riduce il reddito disponibile per l'acquisto di altri beni di consumo. Dall'altro, la conseguente pressione inflazionistica rende ancora più difficile il compito delle banche centrali di stimolare l'economia abbassando i tassi d'interesse. E infine, non si dovrebbe ignorare che i massicci aumenti dei prezzi dei generi alimentari rappresentano una minaccia per l'esistenza di molte persone nei paesi emergenti e possono avere effetti relativamente pesanti sulla politica interna.

A seguito dell'inasprimento della crisi in Europa e dei dati congiunturali più deboli nella maggior parte dei paesi emergenti, anche le monete degli Emerging Markets (EM) sono finiti sotto pressione. Spesso hanno già perso di nuovo tutti i loro guadagni realizzati dall'inizio dell'anno. Anche i premi di rendimento delle obbligazioni in valuta forte degli EM ultimamente non sono calati. Questo è in primo luogo da attribuire ai deflussi dei capitali. Nelle prossime settimane, il sentiment di rischio rimarrà probabilmente il fattore decisivo per lo sviluppo a breve delle obbligazioni EM. A causa della debolezza delle valute dei paesi industrializzati più importanti, a lungo termine dovrebbero avere ancora dei rendimenti migliori soprattutto le obbligazioni EM in valuta locale, piuttosto che quelle in "valuta forte". In un'ottica di rischio-rendimento nel breve si suggerisce però ancora un posizionamento piuttosto cauto.

Valute: dollaro leggermente più forte – la fase di consolidamento dell'oro continua

Di recente, in considerazione della situazione migliore della congiuntura degli USA e della crisi del debito sovrano nella zona euro tuttora irrisolta, il dollaro USA si è di nuovo leggermente apprezzato – realizzando questi guadagni soprattutto nei confronti dell'euro. Lo yen giapponese quale terza moneta al mondo si mostra, tutto sommato, ancora forte nei confronti di euro e dollaro, dato che la banca centrale giapponese agisce tuttora in modo prudente. La Banca nazionale svizzera, al contrario, sta mantenendo artificialmente il franco sul livello di 1,20 circa nei confronti dell'euro, intervenendo massicciamente sul mercato delle divise. Per questo negli ultimi 3 mesi ha venduto all'incirca 100 mrd. di franchi e acquistato in compenso altre valute, in primo luogo l'euro. Le sue riserve in divisa estera dovrebbero a breve raggiungere un volume corrispondente al PIL della Svizzera. Ci si chiede quanto a lungo riesca a sostenere questo trend, poiché l'afflusso di capitali in fuga dalla zona euro sembra ininterrotto. La banca centrale teoricamente può sì vendere franchi all'infinito e in compenso comprare euro. Il prezzo da pagare potrebbe però essere un netto aumento dell'inflazione in Svizzera nel lungo periodo. Il prezzo dell'oro si sta consolidando già dall'estate del 2011 e ciò potrebbe continuare ancora nei

Le valute EM ultimamente erano spesso più deboli a causa della dinamica congiunturale in rallentamento e dei deflussi di capitali

La Banca nazionale svizzera si impunta tuttora con forza contro un apprezzamento del franco

bondreport



prossimi trimestri. Per ora le prospettive fondamentali per l'oro rimangono quindi, nel complesso, favorevoli: gli interessi reali continuamente bassi, spesso negativi, in molti paesi e le insicurezze sugli enormi debiti accumulati nei paesi industrializzati continuano a rappresentare un ambiente positivo per il metallo prezioso. Le banche centrali sono tuttora acquirenti netti e le borse considerano l'oro sempre più spesso anche come garanzia. Se la banca centrale giapponese dovesse seriamente iniziare a indebolire lo yen e/o la BCE vedersi costretta a intraprendere altre misure imponenti contro l'inasprimento della crisi del debito sovrano, allora il prezzo dell'oro potrebbe ricevere nuovamente una spinta verso l'alto.

Il presente documento è stato redatto e realizzato da Raiffeisen International Fund Advisory GmbH, Vienna, Austria ("Raiffeisen Capital Management" ovvero "KAG"). Le informazioni in essa riportate, nonostante la cura posta nelle ricerche, sono destinate esclusivamente a scopi di informazione senza alcun impegno, si basano sullo stato della conoscenza delle persone incaricate della stesura al momento della loro elaborazione e possono essere in qualsiasi momento e senza ulteriore preavviso modificate da RIFA. E' esclusa qualsiasi responsabilità di RIFA in relazione al presente documento o alla presentazione verbale basata sullo stesso, in particolar modo per quanto riguarda l'attualità, la veridicità o la completezza delle informazioni messe a disposizione ovvero delle fonti d'informazione oppure per quanto riguarda l'avverarsi delle previsioni in esso espresse. Allo stesso modo, eventuali previsioni ovvero simulazioni riportate sulla base di andamenti registrati in passato contenute in questo documento non costituiscono un indicatore affidabile per gli andamenti futuri. Inoltre, gli investitori la cui moneta nazionale è diversa da quella del fondo, vengono avvertiti che i rendimenti possono aumentare o diminuire anche a seguito di fluttuazioni valutarie.

Il contenuto del presente documento non rappresenta né un'offerta, né una proposta di acquisto o di vendita, né un'analisi degli investimenti. In particolare, esso non può sostituire la consulenza di investimento personalizzata né qualsiasi altro tipo di consulenza. Nel caso fosse interessato a un prodotto ben preciso, saremo a sua disposizione accanto al suo consulente bancario e saremo lieti di trasmetterle, prima di un eventuale acquisto, il prospetto informativo. Ogni investimento concreto dovrebbe essere eseguito solamente dopo un colloquio di consulenza e dopo aver discusso o esaminato a fondo il prospetto. Si ricorda espressamente che le operazioni di investimento in titoli sono in parte accompagnati da rischi elevati e che il loro trattamento fiscale dipende dalla situazione personale e può essere soggetto a modifiche future.

Raiffeisen Kapitalanlage GmbH determina la performance dei fondi di investimento e Raiffeisen Immobilien Kapitalanlage GmbH quella dei fondi immobiliari in conformità al metodo previsto dalla OeKB (Österreichische Kontrollbank), sulla base dei dati della banca depositaria (ricorrendo ad eventuali valori indicativi in caso di sospensione del pagamento del prezzo di riscatto). Nel calcolo della performance non vengono considerati i costi individuali quali in particolare l'ammontare della commissione di sottoscrizione e di rimborso. Tali costi, se considerati in relazione al loro concreto ammontare, hanno un effetto riduttivo sulla performance. L'ammontare massimo della commissione di sottoscrizione o di un'eventuale commissione di rimborso può essere desunto rispettivamente dal documento contenente le informazioni chiave per gli investitori (KIID) o dal prospetto semplificato. I risultati delle performance conseguiti nel passato non consentono di trarre alcuna conclusione affidabile sull'andamento futuro di un fondo di investimento o di un portafoglio. L'andamento dei valori è espresso in percentuale (senza spese) in considerazione del reinvestimento degli utili distribuiti. Il prospetto e le informazioni chiave per l'investitore (KIID) dei fondi d'investimento descritti nel presente documento sono disponibili in lingua inglese su www.rcm-international.com.

La presente pubblicazione è destinata esclusivamente ad investitori qualificati ed è rivolta ad un utilizzo esclusivamente interno del soggetto destinatario. È vietata la diffusione, in qualsiasi forma, del presente documento e dei suoi contenuti. La Raiffeisen International Fund Advisory GmbH non potrà in nessun caso essere ritenuta responsabile per l'eventuale diffusione al pubblico e/o a clienti al dettaglio del presente documento né per eventuali scelte di investimento effettuate sulla base delle informazioni in esso contenute. La riproduzione di informazioni o di dati ed in particolare l'utilizzazione di testi, parti di testi o di immagini contenuti nel presente documento è ammessa soltanto previo consenso di RIFA. Chiusura redazionale: 27 agosto 2012