



## Obbligazioni USA: I rendimenti delle obbligazioni calano nonostante l'avvio del „tapering“ – la ripresa congiunturale rimane fragile

**La Fed riduce gli acquisti di bond, rimane però fedele a una politica monetaria molto espansiva**

**Rialzo dei tassi d'interesse bloccato all'improvviso – la maggioranza degli operatori di mercato presi in contropiede**

**Congiuntura USA tuttora relativamente robusta – previsioni-consenso tuttavia ancora una volta troppo ottimistiche?**

Dopo il rinvio che aveva sorpreso i mercati l'autunno scorso, la banca centrale USA (FED) ha finalmente annunciato i primi ridimensionamenti dei suoi acquisti di titoli obbligazionari („tapering“), una volta alla fine del 2013 e l'altra all'inizio del 2014 e sempre per 10 miliardi di dollari USA al mese. Chi, di fronte a ciò, aveva scommesso su una continuazione del forte aumento dei rendimenti dei Treasuries USA iniziato a maggio 2013, si è però dovuto ricredere. Perché, dopo che i rendimenti dei titoli di Stato USA decennali avevano chiuso l'anno vicino ai loro massimi di oltre il 3 %, essi avevano in seguito di nuovo ingranato la retromarcia e temporaneamente erano scesi fino al 2,60 %. Qui dovrebbero però giocare un ruolo chiave diversi fattori. In primo luogo, i dati congiunturali USA peggiori delle attese e, in secondo luogo, la nuova debolezza di valute, obbligazioni e azioni dei paesi emergenti, che questa volta si è allargata anche ai mercati azionari sviluppati, compresi gli Stati Uniti. Il sentiment di rischio globale nettamente peggiorato ha poi portato, come spesso succede, alla fuga di molti investitori verso il „porto sicuro“ dei titoli di Stato USA. Questa domanda si è poi scontrata, in terzo luogo, con un mercato, nel quale la maggior parte degli operatori di mercato stava chiaramente scommettendo su rendimenti ancora in salita e che, di conseguenza, erano stati presi in contropiede. A parte questo, il „tapering“ della FED è soprattutto rilevante, perché rappresenta una possibile inversione di tendenza della politica monetaria USA. Malgrado ciò, quest'ultima è ovviamente ancora molto espansiva e, per dimensione, le riduzioni effettuate finora hanno poco peso.

Nel frattempo, le previsioni congiunturali a medio termine per gli USA sono tuttora positive, ma si sta già intravedendo che, come del resto nei due anni precedenti, le stime sulla crescita dovrebbero essere troppo ottimistiche. Qualunque siano gli „effetti ricchezza“ creati dalla FED (grazie allo stimolo indiretto dei mercati azionari e immobiliari), ne sta beneficiando l'1 % più ricco e in particolare lo 0,1 % più ricco della popolazione. Nonostante il tasso di disoccupazione all'apparenza calato notevolmente, dal 2009 la ripresa economica non si è invece quasi fatta sentire nel mercato del lavoro. Il tasso di disoccupazione inferiore rispecchia innanzitutto l'uscita dal mercato del lavoro di un numero sempre crescente di persone e meno la creazione di nuovi posti di lavoro e i posti di lavoro che vengono creati sono caratterizzati per lo più da una retribuzione inferiore o si concentrano fortemente su lavori part-time. Non sorprende che, di conseguenza, il reddito medio della stragrande maggioranza della popolazione non aumenti o stia addirittura calando. Allo stesso tempo per molte famiglie si aggiungono altri problemi a causa della nuova riforma della salute. Pertanto, gli effetti positivi dei prezzi inferiori per energia e carburanti vengono ben presto compensati. Di fronte a un'economia USA che dipende in prima linea dal consumo privato, d'altro canto è di nuovo evidente che così mancano importanti premesse per una crescita dinamica e duratura. Le speranze degli ottimisti congiunturali si basano dunque soprattutto sul fatto che le imprese, dopo anni di grande esitazione, investono di nuovo di più. Ciò dovrebbe, almeno in parte, effettivamente succedere, anche perché spesso lo stock di capitale è obsoleto. Bisogna però vedere, se ciò darà un impulso di crescita forte e dinamico all'intera economia. Su questo sfondo, nei prossimi mesi lo scenario più probabile dovrebbe ancora essere quello di un movimento laterale dei rendimenti dei titoli di Stato USA decennali tra il 2,50 % e il 3 %.



## Obbligazioni Europee: Congiuntura in leggero miglioramento – i giudici della Corte costituzionale tedesca parlano di superamento delle competenze della BCE

La congiuntura nella zona euro continua a mostrare timidi segnali di ripresa. La crescita nel 2014 potrebbe assestarsi all'1 % circa. Il fattore di rischio più grande in questa prospettiva potrebbe essere un ulteriore rallentamento della crescita economica in Cina e in altri grandi paesi emergenti. Sulla carta (dati sul PIL, deficit di bilancio, competitività relativa) si registra senza dubbio un miglioramento negli Stati periferici e in particolare in Irlanda. Se si guarda alla disoccupazione catastroficamente alta (rispettivamente il 28 % e il 26 % in Grecia e Spagna e ben oltre il 50 % di disoccupazione tra i giovani), è del tutto opportuno porsi delle domande sulla sostenibilità di queste tendenze al miglioramento. Per quanto riguarda la concessione di credito nella zona euro nell'ultimo periodo si assiste a una stabilizzazione; ciò non vale però ancora per la periferia. Senza una decisa inversione di tendenza verso l'alto in questo campo è difficile immaginare una ripresa più forte e duratura dell'economia. Allo stesso tempo sta ancora calando l'inflazione; a dicembre è salita solo dello 0,8 % su base annua e con ciò è stata nettamente sotto l'obiettivo d'inflazione della BCE del 2 %. Dopo che da un po' di tempo molti Stati periferici sono del resto già caratterizzati da deflazione, a questo proposito stanno crescendo le preoccupazioni circa una leggera deflazione in tutta la zona euro. Tuttavia, dal punto di vista odierno questo timore sembra esagerato. Pertanto, nella zona euro non è quindi in vista nessun restringimento della politica monetaria, anzi, piuttosto un altro allentamento. Dopo aver in pratica esaurito la sua possibilità di abbassare i tassi d'interesse con un altro taglio dei tassi a novembre, la BCE dovrà quindi attuare delle "misure anticonvenzionali à la FED". Dopo le esperienze degli ultimi anni, sono però del tutto legittimi i dubbi riguardanti la loro efficacia per l'economia (oltre a far salire i prezzi delle azioni e degli immobili) nel lungo periodo. Ad ogni modo, così si potrebbe però indebolire l'euro e creare, di conseguenza, maggiore inflazione tramite i prezzi delle importazioni. I titoli di Stato in euro dei paesi core dovrebbero per ora essere ben supportati, come anche le obbligazioni societarie in euro (investment grade). Le obbligazioni high yield, invece, nel frattempo hanno soltanto un profilo rischio-rendimento piuttosto poco attraente, poiché in caso di un rallentamento inatteso della congiuntura o un nuovo forte peggioramento del sentiment di rischio degli investitori potrebbero subire pressioni particolarmente forti.

I mercati finora hanno reagito solo con un'alzata di spalle a una sentenza dei giudici della Corte costituzionale tedesca sul programma OMT della BCE (acquisti illimitati di titoli di Stato in caso di necessità). Ciò è abbastanza sorprendente, poiché la Corte suprema tedesca ha parlato molto chiaramente che in questo caso la BCE supera le proprie competenze e ha dichiarato che l'OMT, salvo l'interpretazione della Corte di giustizia europea, è contrario al diritto europeo e anticostituzionale. Evidentemente i mercati presuppongono che la Corte di giustizia dell'UE semplicemente approvi l'OMT. La Corte costituzionale tedesca non si è però vincolata in nessun modo a una decisione positiva della Corte di giustizia europea. Ha tracciato una linea argomentativa chiara, definendo le condizioni e i limiti entro i quali l'OMT potrebbe eventualmente essere reso costituzionale. Se la Corte di giustizia europea dovesse ignorare ciò e far passare l'OMT senza cambiamenti, dovrebbe farsi venire in mente degli argomenti validi per convincere i giudici della Corte costituzionale tedesca della sua interpretazione opposta. La sola "dichiarazione di attuazione" del programma OMT finora ha già prodotto i suoi effetti;

Zona euro ancora verso una leggera crescita – disoccupazione negli Stati periferici raggiunge dimensioni catastrofiche

Aumentano le preoccupazioni sulla deflazione nella zona euro, dal punto di vista odierno dovrebbero tuttavia essere esagerate



effettivamente, la BCE non lo ha nemmeno dovuto mettere in pratica. La domanda è ora se questo cambierà in un prossimo futuro nel caso in cui gli operatori di mercato dovessero esaminare meglio la sentenza tedesca per poi dare maggior peso alle possibili conseguenze di quanto non avevano fatto in una prima e immediata reazione.

### Titoli di Stato Giappone: poca attività – il successo di „Abénomics” rimane incerto

Da aprile 2013 la banca centrale del Giappone (BoJ) sta acquistando quantità elevate di titoli di Stato e altri strumenti finanziari e parallelamente il capo del governo Abe ha promesso ampie riforme economiche e misure per stimolare la congiuntura. A questo proposito i media hanno coniato il termine “Abenomics” e, se paragonato al tasso di crescita del PIL, il metodo sembra funzionare. Ma il bilancio complessivo finora è tutt’altro che chiaro. L’avvenuta ripresa dell’economia è bella da vedere rispetto ai dati molto deboli degli anni passati. Per superare l’enorme problema dei debiti e del deficit del Giappone, nei prossimi anni sarebbero necessari dei tassi di crescita difficilmente realizzabili anche in condizioni estremamente ottimistiche, soprattutto di fronte ai problemi economici strutturali del Giappone e dell’andamento demografico molto sfavorevole. Inoltre, la bilancia commerciale continua ad avere un andamento negativo a causa delle importazioni di energia nettamente più care e cresciute molto in termini di volume (yen più debole, disattivazione di quasi tutte le centrali nucleari dalla catastrofe di Fukushima). Il target d’inflazione perseguito del 2 % p.a. diventa lentamente sempre più concreto, ma è principalmente una conseguenza dei prezzi delle importazioni e dell’energia in rialzo. Questo apparentemente significa la fine della deflazione, ma non è tanto dovuta a un’economia in ripresa o a una maggiore propensione all’acquisto dei consumatori. Dato che gli aumenti salariali perseguiti dal governo per ora sono quasi inesistenti. Invece si appesantiscono i bilanci delle famiglie nel settore non-discrezionale (energia, carburante, generi alimentari), il che lascia conseguentemente meno spazio alle spese per consumi “spontanee” e, quindi, paradossalmente è addirittura possibile che aumentino le tendenze deflazionistiche nel paese. Per lo standard di vita della maggior parte della popolazione, infine, gli effetti dovrebbero essere quindi piuttosto negativi e anche per la situazione catastrofica dell’indebitamento del Giappone la “Abenomics” finora non ha portato rimedio. Bisogna vedere quali effetti avranno sull’economia gli aumenti dell’IVA previsti. Per le casse dello Stato saranno sicuramente molto positivi. Di fronte al debito pubblico enorme e in continuo forte aumento sono, però, poco più di un primo passo e presi da soli sono solo una goccia nell’oceano. Di conseguenza, la politica monetaria molto espansiva della banca centrale e l’ulteriore indebolimento dello yen dovrebbero continuare ancora per molto, anche se la BoJ di recente aveva dichiarato di essere contraria a un ampliamento di tali misure.

Abénomics con successi iniziali – rimane però completamente incerto l’effetto nel lungo periodo

La stampa di denaro e valute più deboli non sono una panacea

### Obbligazioni dei mercati emergenti (EM): nuova ondata di vendite di obbligazioni in valuta locale; le obbligazioni in valuta forte sono ancora relativamente stabili

Dopo che nel 2° e 3° trimestre molte valute dei paesi emergenti sono state sotto enorme pressione, verso la fine dell’anno è iniziata una stabilizzazione. Con l’anno nuovo, però, è seguita un’altra spinta verso il basso. Pertanto, è stata colpita in modo particolarmente forte la lira turca. I problemi di politica interna dopo anni di stabilità politica relativamente alta e il disavanzo del conto corrente da molto tempo troppo alto costituiscono una miscela esplosiva che ha spinto sempre più gli investitori stranieri a fuggire. Un aumento dei tassi d’interesse di oltre quattro punti percentuali ha saputo frenare per il momento il crollo della valuta, ma finora non è riuscito a

Problemi “fatti in casa” per i mercati emergenti (EM) e un sentiment di rischio globale peggiore delle attese mettono di nuovo sotto pressione le valute e le azioni dei paesi emergenti

# bondreport



**Potrebbe continuare la debolezza di valute e obbligazioni dei paesi emergenti – nel breve non si intravede nessuna inversione di trend**

**Il prezzo dell'oro sembra consolidarsi – intatto il trend rialzista di lungo periodo, ma attualmente non si vede nessun catalizzatore per un nuovo, forte rialzo dei corsi**

invertire il trend. In generale, la recente debolezza delle valute EM è in prima linea il risultato di deflussi di capitale e di un sentiment di rischio peggiorato che ha avuto, per esempio, ripercussioni anche sui mercati azionari globali. Per quanto riguarda le obbligazioni EM, in particolare in valuta locale, la maggioranza degli afflussi di capitale si sono avuti solo dal 2009/2010 in poi e molti investitori sono probabilmente ancora posizionati in modo abbastanza ampio. Ciò potrebbe portare a ulteriori deflussi di capitale e mettere nuovamente sotto pressione per le valute. Le obbligazioni EM in valuta forte finora sono state relativamente poco colpite; i loro premi di rischio sono aumentati relativamente poco negli ultimi mesi. Anche qui, però, potrebbero esserci altri allargamenti dei rendimenti dei titoli di Stato delle nazioni industrializzate sviluppate nei prossimi trimestri.

La maggior parte dei paesi emergenti dovrebbe essere in grado dal punto di vista finanziario di stabilizzare lentamente la propria valuta. Al contrario, gli indebolimenti delle valute dovrebbero avere come risultato un miglioramento delle partite correnti dei paesi in questione; in parte sono anche già riscontrabili. Dopo l'avvenuta stabilizzazione delle valute, ciò potrebbe attirare nuovi investimenti dall'estero verso le economie, anche se i nuovi investimenti esteri in azioni o obbligazioni per ora avverranno solo in modo molto selettivo. Nel frattempo, per le obbligazioni di singoli paesi emergenti si presentano già delle combinazioni di rischio-rendimento attraenti. In questo momento sarebbe però troppo presto puntare già a un'inversione di tendenza verso l'alto. A causa della situazione fondamentale nettamente migliore rispetto al passato, secondo noi, al momento è molto improbabile che le correzioni attuali, abbastanza disciplinate, si trasformino in una nuova crisi valutaria dei mercati emergenti, simile a quella del 1997/1998.

## **Valute: Yen con rimbalzo – consolidamento del prezzo dell'oro?**

Ultimamente lo yen giapponese ha visto una netta ripresa. Ciò dovrebbe essere riconducibile in particolare a un precedente posizionamento di mercato estremo contro lo yen. Dopo che la stragrande maggioranza degli operatori di mercato aveva scommesso su un nuovo crollo della valuta giapponese, una cosa simile non è inusuale. Tuttavia non è cambiato nulla nello scenario fondamentale di base per uno yen nettamente più debole. Nel lungo periodo, il Giappone avrebbe bisogno di un cambio chiaramente più basso per poter far fronte alle sue enormi sfide finanziarie ed economiche.

Dopo che il prezzo dell'oro nel 2013 aveva fatto registrare un forte crollo (del 30 % circa in dollari USA), negli ultimi mesi possiamo assistere a una stabilizzazione e un consolidamento. Anche se al momento non prevediamo un repentino nuovo aumento delle quotazioni dell'oro, il trend rialzista di lungo periodo dell'oro rimane tuttora intatto. Dopo un decennio, in cui le quotazioni dell'oro sono continuamente salite, non è inusuale nemmeno una forte correzione, così come è avvenuta l'anno scorso. Il contesto fondamentale dell'oro rimane per il momento prevalentemente positivo. Contemporaneamente, al momento non è però in vista nessun vero catalizzatore che riesca di nuovo a trainare verso l'alto il prezzo dell'oro in maniera più decisa. Tuttavia, nel frattempo esiste un enorme squilibrio sul Comex tra posizioni short sull'oro aperte, da un lato, e le disponibilità in oro in deposito che risultano relativamente molto basse. Se i detentori di posizioni long in oro insistono più che in passato per avere una consegna fisica del prodotto, allora la questione potrebbe farsi molto interessante. Nel caso estremo si potrebbe giungere anche a un decoupling del "mercato dell'oro cartaceo" (transazioni a termine, ETF) da

Febbraio 2014

Rendiconto periodico sui mercati obbligazionari globali

# bondreport



Pagina 5 di 5

un lato e del mercato dell'oro fisico dall'altro. La probabilità che ciò avvenga al momento è ancora molto bassa, ma un tale sviluppo non è da escludere del tutto.

## Informazioni legali

Titolare Media: Zentrale Raiffeisenwerbung

Editore: redatto da Raiffeisen Kapitalanlage-Gesellschaft m.b.H., Schwarzenbergplatz 3, 1010 Vienna

Altre informazioni su: [www.rcm.at](http://www.rcm.at)

Il presente documento è stato redatto e realizzato da Raiffeisen Kapitalanlage Gesellschaft m.b.H., Schwarzenbergplatz 3, Vienna, Austria ("Raiffeisen Capital Management" ovvero "Raiffeisen 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 Raiffeisen KAG. E' esclusa qualsiasi responsabilità di Raiffeisen KAG 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.

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.

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 KAG 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 Raiffeisen KAG.

Chiusura redazionale: 10.02.2014