



Obbligazioni USA: rendimenti a rischio di “sfondamento al ribasso” – ripresa congiunturale rimane fragile

Rendimenti USA in picchiata – maggioranza degli operatori di mercato colti di sorpresa

Nonostante la continua riduzione dell'acquisto di obbligazioni da parte della banca centrale USA („tapering“), i rendimenti dei titoli di Stato USA a lungo termine sono nettamente calati dall'inizio dell'anno. Dopo essersi mossi in una banda di oscillazione straordinariamente stretta tra 2,60 e 2,80% negli ultimi quattro mesi, prima o poi era quasi inevitabile una rottura di questa tendenza. Con grande sorpresa della maggior parte degli operatori di mercato, questa rottura sembra però andare verso il basso, non verso l'alto. Ci potrebbero essere diversi motivi per questo. Le ultime settimane sono state caratterizzate da dati congiunturali USA prevalentemente più deboli (anche se ciò viene attribuito ovunque agli eventi metereologici). A ciò si sono aggiunte le tensioni geopolitiche in e attorno all'Ucraina. Il fattore più importante però dovrebbe essere che al momento quasi tutti gli operatori di mercato credono più o meno in un forte aumento dei rendimenti. Questa è anche la convinzione di quasi tutti gli economisti “mainstream” e nessuno fra loro prevede una recessione negli USA. Gli economisti di una nota grande banca USA sono addirittura dell'opinione che, anche nei prossimi 10 anni, non ci sarà probabilmente nessuna recessione negli USA. Ciò ricorda in un certo senso l'euforia alla fine degli anni novanta, quando si credeva che la FED avesse con successo “abolito” il ciclo congiunturale. Poco dopo, questo si rivelò una pura illusione. Anche se gli USA nel prossimo futuro hanno le migliori prospettive congiunturali tra le nazioni industrializzate, è poco probabile che un simile boom duri nel tempo. A questo proposito è bene tenere presente due cose: è passato molto tempo dall'ultima recessione, per la prossima sarebbe quindi quasi “giunto di nuovo il momento”. Ancora più importante è però che la situazione odierna è il risultato dello stimolo monetario e fiscale più grande di tutti i tempi e, considerando ciò, la crescita continua a essere deludente.

Nessuna recessione in USA fino al 2025?

Economia USA in calo nel primo trimestre

Le previsioni congiunturali di medio periodo per gli USA rimangono tuttavia positive, anche se l'economia recentemente ha avuto un andamento nettamente più debole di quello pronosticato dal “consensus” degli analisti. Nel primo trimestre del 2014 l'economia dovrebbe addirittura aver subito una contrazione. Per lo più ciò viene imputato al tempo (inverno severo in ampie parti degli USA). Ci sono però dei segnali che inducono a pensare che non sia stata solo colpa del tempo, ma che ciò sia, tra l'altro, anche una conseguenza (del tutto prevedibile) del reddito disponibile stagnante di vasti strati della popolazione. Inoltre, l'ondata di nuovi investimenti, da lungo attesa, delle aziende USA si fa ancora attendere e ci sono buoni argomenti a favore di un proseguimento di questo trend nei prossimi mesi. Indipendentemente da ciò, è però quasi certa una leggera ripresa dell'economia nei prossimi trimestri. Se ciò sarà sufficiente per soddisfare le previsioni degli analisti d'inizio anno (3% di crescita reale) rimane ancora da vedere.

Il Belgio ora il terzo „detentore“ di titoli di Stato USA

È interessante notare che il Belgio è improvvisamente diventato il terzo detentore di titoli di Stato USA. Al momento possiede “Treasury USA” per un valore pari a 380 miliardi di dollari, ciò corrisponde ca. al 50% del PIL belga! Soltanto da ottobre 2013 sono stati acquistati 200 miliardi di dollari di Treasury USA. Siccome non si può veramente trattare solo di acquirenti belgi, si pone la domanda, finora irrisolta, di chi si trovi dietro a questa mossa e stia usando le banche belghe.

Conclusione: I titoli di Stato USA decennali stanno per “sfondare verso il basso” la propria fascia di oscillazione recentemente abbastanza ristretta. Contemporaneamente, l'ulteriore potenziale verso il basso sembra comunque essere piuttosto limitato al momento. Probabilmente, nei prossimi mesi i rendimenti si muoveranno quindi in un “range” leggermente



più ampio che va dal 2,20 al 3,00%.

Obbligazioni Europa: Aumentano le preoccupazioni sulla deflazione – la BCE discute contromisure

La congiuntura nella zona euro sta continuando a mostrare timide tendenze di ripresa; nel 2014 potrebbe realizzarsi una crescita reale dell'1% circa. Bisogna però attendere per vedere quanto possa durare effettivamente questa ripresa. Gli squilibri economici nella zona euro non sono spariti, come non è sparito il modesto livello di capitalizzazione del sistema bancario. I premi di rendimento dei paesi periferici notevolmente calati rispecchiano la prontezza d'intervento della BCE, ma nemmeno lontanamente l'effettiva situazione economica di tali paesi. Sulla carta (dati sul PIL, deficit di bilancio, competitività relativa) si vede senza dubbio un leggero miglioramento in questi paesi. Se si osserva la disoccupazione in parte catastroficamente alta, i crediti in sofferenza in continua crescita e il debito pubblico in aumento, queste tendenze di miglioramento superficiali devono essere relativizzate.

La concessione di prestiti al settore delle imprese rimane limitata in quasi tutta la zona euro. Allo stesso tempo, in tutta l'UE l'inflazione sta calando ed è ora allo 0,5% p.a. Di conseguenza, si fanno sempre più sentire le paure deflazionistiche anche al di fuori della "periferia". A questo proposito bisogna sottolineare che il Giappone e, nel frattempo sempre di più, anche la Cina esportano potenziale deflazionistico in tutto il mondo. Di conseguenza, i rendimenti dei titoli di Stato tedeschi decennali sono calati all'1,3% e la BCE sta discutendo un altro allentamento della politica monetaria. Tuttavia, ci si rende ben conto che ciò sarebbe ancora meno efficace dal punto di vista dell'economia reale dei programmi di QE della FED negli USA, perché nel frattempo persino là si sta dubitando fortemente della loro utilità economica. Per questo, se necessario, saranno probabilmente attuate altre misure, per esempio, interessi a titolo di penalità sui depositi delle banche presso la BCE, cosa che a sua volta incoraggerebbe le banche a investire i propri mezzi disponibili altrove. Al momento rimane completamente da vedere, se li investirebbero nell'economia reale o acquisterebbero piuttosto titoli di Stato e altri strumenti finanziari. Per ora ciò dovrebbe comunque supportare i titoli di Stato in euro (core e periferia), così come le obbligazioni societarie in euro. Proprio per queste ultime però, le opportunità sono ormai molto ridotte. Considerando le valutazioni assolute, non offrono più nessun profilo di rischio-rendimento attraente né le obbligazioni societarie "investment grade" né i titoli "high yield". Nonostante ciò, i corsi potrebbero salire ancora, trainati da investitori a caccia di extra rendimenti, anche se minimi, in un mondo caratterizzato da una continua politica di tassi a zero.

Il rischio maggiore dal punto di vista odierno, specialmente nel segmento "high yield", sarebbe un forte rallentamento della congiuntura nella zona euro. Al momento non si prevede un simile andamento, potrebbe però cominciare, per esempio, in caso di un ulteriore inasprimento del confronto tra NATO/UE e Russia e qualora verrebbero imposte più sanzioni economiche da entrambi le parti. Dal punto di vista dell'UE ciò sarebbe assurdo, ma gli USA stanno già esercitando forte pressione sull'Europa in tal senso. In questo confronto (analogamente a quanto sta avvenendo con il conflitto siriano ancora acceso) sono pur sempre in gioco notevoli interessi geostrategici ed economici sia per gli USA sia per la Russia.

Zona euro ancora sulla strada verso una leggera ripresa – continuano a persistere però problemi economici e d'indebitamento fondamentali

Programmi di QE simili a quelli USA dovrebbero avere poco senso in Europa

Nel frattempo quasi tutte le obbligazioni in euro sono abbastanza care



Titoli di Stato Giappone: l'“Abenomics” è già fallita?

Dall'aprile del 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”. Dopo i parziali successi iniziali, si fa sempre più largo la delusione. La leggera ripresa economica ottenuta principalmente grazie al mirato indebolimento dello yen sembra aver già superato il proprio apice. La produzione industriale poco fa ha addirittura registrato la flessione mensile più forte dallo tsunami nel 2011. Il consumo privato ultimamente è decisamente migliorato, anche se ciò dovrebbe essere stato determinato in parte dagli acquisti anticipati in vista dell'imminente forte aumento dell'IVA. Continua il trend negativo della bilancia commerciale, in particolare a causa delle importazioni di energia notevolmente più care e cresciute molto in termini di volume (yen più debole, disattivazione di quasi tutte le centrali nucleari dalla catastrofe di Fukushima). L'obiettivo d'inflazione fissato al 2% p.a. è sempre più vicino. Tuttavia, ciò è innanzitutto la conseguenza dei prezzi sempre più alti delle importazioni e dell'energia e l'aumento salariale perseguito parallelamente per ora non si sta manifestando quasi per niente. Di conseguenza, manca un importante pilastro dell'attesa ripresa economica. Anche per la situazione catastrofica dell'indebitamento del Giappone, la “Abenomics” finora non ha portato rimedio e delle profonde riforme, promesse inizialmente, non si sta vedendo quasi niente. Di conseguenza, la politica monetaria molto espansiva e l'ulteriore indebolimento dello yen dovrebbero continuare ancora a lungo, anche se la BoJ di recente ha dichiarato di essere piuttosto contraria a un ampliamento di tali misure. Ma poiché lo yen da mesi si sta di nuovo apprezzando piuttosto che deprezzando, al più tardi l'anno prossimo la banca centrale non avrà altra scelta che dare inizio a una nuova, e probabilmente più grande, campagna d'indebolimento dello yen. Forse allora ci saranno altre misure che spingeranno gli investitori giapponesi a investire più del loro denaro all'estero.

Successi iniziali di Abenomics svaniscono sempre più – finora si vede poco delle riforme annunciate

Prossimo indebolimento mirato dello yen probabilmente solo una questione di tempo

Obbligazioni Mercati Emergenti: Stabilizzazione, ma non ancora inversione di tendenza

La nuova ondata al ribasso di obbligazioni e valute di molti paesi emergenti dell'inizio dell'anno, nella maggior parte dei casi non è continuata in questi ultimi mesi. Si possono invece osservare una stabilizzazione e una ripresa e anche nuovi afflussi di mezzi verso questi paesi. Sarebbe però troppo presto abbassare completamente la guardia. I prossimi trimestri potrebbero essere caratterizzati ancora da volatilità relativamente alta, in forte contrasto con i mercati finanziari della maggior parte delle nazioni industrializzate sviluppate contraddistinte da sempre meno oscillazioni (obbligazioni, azioni). Il focus dovrebbe rimanere in particolare sugli andamenti in Cina. Il marcato deprezzamento del Renminbi nelle ultime settimane potrebbe causare nuovi problemi per i mercati valutari se dovesse continuare ulteriormente, perché, di conseguenza, potrebbero finire nuovamente sotto pressione anche altre valute dei paesi emergenti. Allo stesso tempo, il futuro andamento economico della Cina è di enorme importanza per la congiuntura di quasi tutti gli “Emerging Markets” (EM).

La maggior parte dei paesi emergenti più importanti dovrebbe infine essere in grado finanziariamente di stabilizzare la propria valuta. Per le obbligazioni di alcuni paesi emergenti si stanno già vedendo delle combinazioni di rischio-rendimento attraenti, in particolare relativamente alle obbligazioni degli USA o della zona euro. Al momento però non sono previsti notevoli cali dei rendimenti.

Ripresa delle obbligazioni ME; nuovamente modesti afflussi di capitale

Classe di attivo attraente a livello relativo, forte rialzo dei corsi di obbligazioni ME per ora comunque improbabile



Valute: Lo yen continua a essere abbastanza forte – l'attenzione si sposta sulla moneta cinese

Yen si mantiene
ostinatamente su livelli di
cambio alti

Nonostante la persistenza degli alti deficit della bilancia commerciale continua la ripresa dello yen giapponese. Ciò dovrebbe essere da ricondurre in particolare alla convinzione eccezionalmente forte del mercato che crede in uno yen in calo. Al momento non sembra proprio esserci più abbastanza pressione di vendita, poiché gli investitori giapponesi finora sono poco propensi ad acquistare attività patrimoniali all'estero. D'altra parte, non è cambiato nulla nello scenario fondamentale di base negativo dello yen. Nel lungo periodo, il Giappone avrebbe bisogno di un cambio nettamente più basso per far fronte alle sue enormi sfide finanziarie ed economiche. Per questo motivo, nei prossimi 6-12 mesi potrebbero esserci senz'altro nuove misure della banca centrale per abbassare ancora lo yen.

Deprezzamento a sorpresa
della moneta cinese

Ciò potrebbe succedere più rapidamente, più sarà duraturo l'indebolimento per molti sorprendente del Renminbi cinese. Anche qui esisteva principalmente una "mentalità a senso unico" tra molti investitori e speculatori, in generale si credeva in un ulteriore graduale apprezzamento. A causa dei problemi sempre più grandi dell'economia e del sistema finanziario cinese, si è andati nella direzione opposta e questo movimento potrebbe continuare ancora a lungo. Se la moneta cinese dovesse veramente continuare a deprezzarsi fortemente, ciò avrebbe conseguenze disastrose per la competitività di molte aziende non cinesi in tutto il mondo e causerebbe molto probabilmente un'altra ondata deflazionistica per l'economia mondiale.

Euro/Dollaro USA: poco
movimento

Per quanto riguarda il cambio Euro/dollaro USA c'è tuttora poco movimento. Tutti gli interventi verbali della BCE non sono riusciti a spingere il cambio nettamente verso il basso. Contemporaneamente, sembra anche esserci un forte limite verso l'alto intorno a 1,40 ca.

Oro: al momento non si
vede nessun catalizzatore
per un nuovo aumento
delle quotazioni

Dopo che il prezzo dell'oro nel 2013 aveva fatto registrare un forte crollo (del 30% circa in dollari USA), negli ultimi mesi si vede una fase di stabilizzazione e 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 una forte correzione, così come quella che c'è stata l'anno scorso. Allo stesso tempo, non si vede però nessun vero catalizzatore in grado di trainare di nuovo fortemente in alto il prezzo dell'oro.

Informazioni rilevanti (Dati al 19.05.2014, Fonte: Bloomberg)

Rendimenti dei titoli di Stato decennali		Tassi di cambio:	
USA	2,51 %	EUR/USD	1,3717
Giappone	0,60 %	USD/JPY	101,27
Germania	1,34 %	USD/RMB	6,2373
ITA/ESP/GRE	3,14 % / 3,00 % / 6,60 %	Oro (USD per 1 oz.)	1299
M.Emergenti (JPM EMBI, duration ponderata)	5,26 % (duration ca. 6,84 anni)		

Maggio 2014

Rendiconto periodico sui mercati obbligazionari globali

bondreport



Pagina 5 di 5

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

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: 30.04.2014