

bondreport



Obbligazioni USA: (Quando) Ci sarà il primo aumento dei tassi d'interesse della FED?

Rendimenti USA continuano il trend al ribasso, nonostante dati congiunturali più forti nell'ultimo periodo

Primo aumento dei tassi d'interesse della FED già a marzo/giugno 2015?

Nonostante il continuo ridimensionamento degli acquisti obbligazionari della banca centrale USA ("tapering"), i rendimenti dei titoli di Stato USA a lunga scadenza non mostrano nessun segno di ripresa. Al contrario, dall'inizio dell'anno sono calati drasticamente e ciò nonostante i dati congiunturali nuovamente più forti nell'ultimo periodo e un tasso d'inflazione che si trova quasi esattamente sul livello obiettivo della FED (ca. 2%). Il valore obiettivo inizialmente fissato dalla banca centrale è già stato raggiunto da qualche tempo e anche superato di gran lunga dal tasso di disoccupazione. La domanda è: quando la FED vorrà, o meglio, dovrà, in questo contesto, effettuare il primo aumento dei tassi d'interesse? Al momento si sta scontando un primo movimento dei tassi a marzo/giugno 2015. Avverrà però veramente già tra circa 6-9 mesi? Contrariamente al suo predecessore, la presidente della FED Yellen cerca di lasciare i mercati un po' di più nell'incertezza. Ha tuttavia annunciato che nel dubbio la FED preferisce aumentare i tassi d'interesse troppo tardi piuttosto che troppo presto. Inoltre, ci sono ancora dei punti di domanda sulla robustezza della congiuntura USA. Nuovi rischi potrebbero nascere, per esempio, da un ulteriore rallentamento della Cina e della zona euro o se, a causa dell'ulteriore inasprimento della spirale delle sanzioni con la Russia, verrebbe messa sotto pressione l'intera economia mondiale. Inoltre, il mercato del lavoro USA e l'andamento dei redditi di gran parte della popolazione potrebbero, come più volte sottolineato dalla presidente della FED, essere in realtà più deboli di quanto indicato dai dati ufficiali. Inoltre, non è per niente sicuro, quanto possa ancora continuare la ripresa se venisse a mancare l'enorme sostegno da parte dei tassi oggi estremamente bassi. Se in più la zona euro dovesse prossimamente intraprendere importanti misure di allentamento della politica monetaria e/o i giapponesi dovessero indebolire ancora la propria moneta, il dollaro USA potrebbe aumentare notevolmente - tanto più se la FED iniziasse un nuovo ciclo di aumento dei tassi d'interesse. Un dollaro nettamente più forte non sarebbe però nelle intenzioni della banca centrale USA. In breve, un aumento dei tassi d'interesse nella prima metà del 2015 è tutt'altro che sicuro.

Rendimenti in euro in calo trascinano in basso anche i rendimenti USA

Il differenziale di rendimento tra i titoli di Stato USA e quelli tedeschi nel frattempo è vicino ai massimi degli ultimi anni e si trova su un livello, sul quale ha già ripetutamente compiuto un'inversione di tendenza verso il basso. Un ulteriore allargamento è naturalmente possibile, ma - simile a un elastico già molto teso - è sempre più improbabile. Piuttosto c'è da aspettarsi nuovamente un restringimento almeno modesto. Dato che i rendimenti del Bund tedesco al momento non hanno molto potenziale verso l'alto a causa della debole congiuntura UE, potrebbe esserci un'ulteriore leggera pressione verso il basso dei rendimenti USA. A questo si oppone però un quadro congiunturale migliore negli USA, per il quale i rendimenti attuali sono in fondo troppo bassi.

Conclusione: I titoli di stato USA decennali stanno tuttora mostrando piuttosto una leggera tendenza più verso il basso che verso l'alto. Allo stesso tempo, oggi l'ulteriore potenziale verso il basso sembra però molto limitato. Per questo, nei prossimi mesi i rendimenti si muoveranno probabilmente in una fascia tra il 2,10% e il 2,80%.

Dati sulla congiuntura UE sorprendentemente deboli

Obbligazioni Europa: Condizioni giapponesi per i titoli di Stato in euro

La congiuntura nella zona euro ha sorpreso negativamente nell'ultimo periodo. La crescita comunque molto debole dell'economia sta già di nuovo calando. L'Italia a sorpresa è



bondreport



La zona euro sta scivolando in una deflazione?

Nuove misure della BCE?

Rendimenti dei titoli di Stato in euro ancora in picchiata – eventuali rischi di default praticamente non sono più un problema

Tassi d'interesse bassi nella zona euro previsti per molti anni

Obbligazioni societarie in euro ancora attraenti su base relativa – in termini assoluti già molto care

nuovamente scivolata in una recessione. Persino in Germania, fino ad ora il motore congiunturale della zona euro, ha deluso il tasso di crescita e in Francia la situazione è abbastanza precaria da parecchio tempo. Gli effetti sull'economia reale delle sanzioni contro la Russia e delle controsanzioni di Mosca qui non sono ancora nemmeno state considerate (anche se il conflitto con la Russia, che sta inasprendosi da marzo, ha sicuramente lasciato qualche segno sul sentiment degli investitori e delle aziende, ancora prima dell'effettivo inizio della spirale delle sanzioni). Contemporaneamente rimane molto bassa l'inflazione e anche le aspettative inflazionistiche calano ulteriormente. Oltre alla periferia, altri paesi minacciano di scivolare in una deflazione almeno lieve, specialmente nell'Europa dell'est. La concessione di prestiti alle imprese rimane debole in tutta la zona euro, nonostante un leggero miglioramento. Di conseguenza, la BCE sta prendendo in considerazione altre misure di allentamento della politica monetaria. Dopo aver introdotto interessi a titolo di penalità sui depositi delle banche presso la BCE e contemporaneamente aver concesso alle banche altri aiuti sotto forma di liquidità a lungo termine (TLTRO), ora potrebbe essere la volta degli acquisti di bond da parte della BCE; il volume e i dettagli non sono però ancora noti. Il ministro delle finanze tedesco dubita persino che la BCE sia in grado di poter evitare un'eventuale deflazione. Il capo della BCE Draghi nel frattempo ha annunciato riforme strutturali nei paesi dell'euro; la politica monetaria avrebbe raggiunto i suoi limiti. I titoli di Stato euro (core e periferia) dovrebbero però rimanere per ora supportati. I titoli di Stato spagnoli intanto hanno un rendimento di 20 punti base inferiori ai relativi Treasuries USA. Al momento, i rischi di default non rappresentano un problema, nemmeno di fronte al recente default bancario in Portogallo. Allo stesso tempo, i rendimenti del Bund tedesco toccano continuamente nuovi minimi di sempre. Dall'inizio dell'anno hanno perso oltre la metà passando dal 2% all'attuale 0,9%. In questo senso, si sono quindi venute a creare delle condizioni giapponesi. Come in Giappone, anche in Germania non si osserva, per esempio, che i mini-tassi d'interesse abbassino la propensione al risparmio dei cittadini. Tutt'al più riducono i redditi da risparmio e mettono sotto pressione il consumo invece di stimolarlo. Da un punto di vista economico, d'altra parte, ci sono anche delle differenze enormi tra la zona euro e il Giappone. Per le previsioni sui rendimenti tali confronti sarebbero comunque solo parzialmente utili, poiché anche il Giappone negli ultimi decenni ha attraversato ripetutamente delle fasi, in cui i rendimenti dei titoli di Stato hanno oscillato tra l'1% e il 3%. Movimenti simili sono del tutto possibili anche nella zona euro. Nel lungo periodo si conferma però più che mai il fatto che per molti anni la zona euro si troverà in un ambiente con tassi d'interesse molto bassi. Una "importante svolta dei tassi" verso l'alto non è in vista.

Di conseguenza, anche le obbligazioni societarie in euro rimangono tendenzialmente attraenti – su base relativa. Proprio nel segmento investment grade non ci sono più molte opportunità. Per quanto riguarda le obbligazioni high yield, la forte correzione nella prima parte dell'estate ha invece portato a valutazioni leggermente più attraenti. Dal punto di vista assoluto e di lungo periodo, le obbligazioni societarie sono ovviamente, come i titoli di Stato, molto care e non offrono praticamente quasi più nessuna compensazione per eventuali default. Nonostante ciò, i corsi potrebbero ancora aumentare – trainati dalla corsa agli extra rendimenti degli investitori in un mondo con una politica dei tassi a zero permanente.

Conclusione: Il rendimento dei titoli di Stato tedeschi a 10 anni potrebbe ancora scendere oltre, nonostante il livello già estremamente basso. A lungo termine, però, il rapporto opportunità-rischio intanto è diventato naturalmente molto asimmetrico. Un raddoppio dei



bondreport



rendimenti al 2% è inoltre possibile in ogni momento. Un'importante svolta dei tassi d'interesse verso l'alto, per esempio tornando a rendimenti nominali di 4-5% per i titoli di Stato dei paesi europei core, è poco probabile tenuto conto della situazione economica della zona euro almeno nei prossimi 3-5 anni.

Titoli di Stato Giappone: Crolla la congiuntura – si spera nel prossimo trimestre

Da aprile 2013 la banca centrale giapponese (BoJ) sta acquistando quantità elevate di titoli di Stato e altri strumenti finanziari e, parallelamente, il capo del governo Abe ha promesso ampie riforme e misure economiche per rilanciare la congiuntura. A questo proposito i media hanno coniato il termine "Abenomics". Dopo i parziali successi iniziali, da diversi mesi dominano tuttavia le notizie negative. La bilancia commerciale fa registrare dei deficit sempre più grandi, la produzione industriale è in calo e nell'ultimo trimestre l'attività economica si è contratta addirittura del 6,8% p.a.. Quest'ultimo dovrebbe essere soprattutto una conseguenza dell'aumento delle tasse in primavera e quindi a Tokio ora si spera in un forte "rebound" nei prossimi trimestri. Nel lungo periodo, la situazione del Giappone rimane oltremodo precaria. L'indebolimento dello yen non ha praticamente quasi avuto nessun effetto sul lato delle esportazioni, ma nel compenso ha fatto salire l'inflazione nel paese. Quest'ultimo è tuttavia stato uno degli obiettivi dichiarati del governo Abe. Parallelamente, dovevano però anche aumentare i salari, ma di questo non c'è traccia. La conseguenza è che i beni essenziali, come l'energia e i generi alimentari, sono diventati molto cari e, allo stesso tempo, i redditi reali sono stabili o in calo. Di conseguenza, ai consumatori rimangono meno soldi per acquistare beni di consumo non essenziali. Questo non era l'obiettivo dell'"Abenomics". Anche per la situazione catastrofica dell'indebitamento del Giappone, "Abenomics" finora non ha portato assolutamente nessun rimedio e delle ampie riforme annunciate all'inizio non si vede quasi nulla. Al contrario. Ultimamente, il governo del Giappone ha mostrato una chiara tendenza alla rimilitarizzazione e al riarmo. Non si sa da dove dovrebbero venire i mezzi finanziari considerando l'indebitamento di quasi il 250% del PIL. I risultati molto scarsi dell'Abenomics sono da vedere sullo sfondo di una contemporanea politica monetaria estremamente espansiva. Con un programma di QE equivalente a ca. 1.400 miliardi di dollari USA, la BoJ ha inoltre messo a disposizione il controvalore monetario corrispondente a un quarto dell'attività economica annuale del Giappone. Inizia a farsi largo l'incertezza e, inoltre, le difficoltà economiche della Cina sono tutt'altro che un sostegno. Bisogna vedere, se e quali ulteriori riforme intraprenderà il premier Abe. La BoJ, dal canto suo, al momento è poco propensa a far partire un altro programma di QE, probabilmente anche di fronte ai risultati deludenti delle misure finora intraprese. Con ogni probabilità, però, prima o poi non avrà altra scelta. Di conseguenza, la politica monetaria molto espansiva e l'ulteriore indebolimento dello yen dovrebbero continuare ancora per molto tempo.

Crollo dell'economia in Giappone

L'indebolimento dello yen non aiuta le esportazioni

Abenomics finora con bilancio deludente

Giappone – ammissione dei limiti delle possibilità delle banche centrali

Obbligazioni Emerging Markets: ritornano gli investitori

La nuova spinta al ribasso iniziata all'inizio dell'anno per le obbligazioni e le valute di molti paesi emergenti è stato abbastanza presto sostituito da una ripresa e si sono di nuovo visti altri afflussi di capitali. Sulla lista degli acquisti degli investitori abbiamo trovato in particolare le obbligazioni in valuta forte. L'interesse rinnovato dovrebbe essere dovuto in primo luogo a tre fattori: L'inversione del momentum dei prezzi in precedenza molto negativo, i rendimenti dei titoli di Stato USA in calo (invece che in salita, come previsto dai più) e la consapevolezza sempre più

Buone performance per le obbligazioni EM nel 2014



bondreport



grande che il periodo dei tassi bassi nella zona euro continuerà probabilmente per molti anni e forse anche negli USA. In altre parole: La "caccia al rendimento" globale ha fatto il suo ritorno anche in questo segmento di mercato. Ovviamente, in questo contesto bisogna osservare i singoli paesi emergenti sempre nello specifico. Così, l'escalation ulteriore della crisi in Ucraina è stata tutt'altro che di sostegno per le obbligazioni dei paesi dell'Europa dell'est e della Russia. D'altra parte, l'effettivo default dell'Argentina ha provocato poco più di un'alzata di spalle sui mercati. In generale, il quadro per gli Emerging Markets rimane, indipendentemente da ciò, quello di un rallentamento economico e di una politica monetaria nazionale quasi ovunque più espansiva. Ciò potrebbe significare rendimenti in ulteriore calo, probabilmente però anche l'uno o l'altro indebolimento valutario. La classe di attivo è quindi nel complesso ancora relativamente attraente, dovrebbe però essere in ogni caso valutata e trattata in modo individuale da paese a paese.

Valute: Ultimamente dollaro USA più forte

Leggero apprezzamento del dollaro potrebbe continuare – al momento, tuttavia, non sono in vista forti movimenti dei corsi delle principali valute

Nelle ultime settimane il dollaro USA ha guadagnato sia nei confronti dello yen e dell'euro sia nei confronti delle diverse valute degli Emerging Markets. Di conseguenza, la fase di temporanea forza dello yen potrebbe essere giunta al termine e potrebbe iniziare una nuova fase al ribasso, poiché la BoJ prima o poi dovrà agire in questo senso (vedi paragrafo sul Giappone). Alla recente debolezza dell'euro contro il dollaro USA dovrebbero aver contribuito sia il calo inaspettatamente forte dell'inflazione e la congiuntura inaspettatamente debole sia l'escalation della crisi ucraina. Il proseguimento del calo contro il dollaro USA dipenderà soprattutto da due fattori: Verrà avviato un programma di QE dalla BCE e se sì in che misura? E ci saranno degli importanti deflussi o afflussi di capitali esteri nei mercati finanziari europei (obbligazioni, azioni)? Il primo dovrebbe piuttosto indebolire l'euro, se avviene su larga scala. In tal caso, però, i mercati azionari e obbligazionari in Europa potrebbero contemporaneamente ricevere una forte spinta, cosa che potrebbe di nuovo compensare l'effetto sulle valute. Tutto sommato, lo scenario più probabile per i prossimi mesi dovrebbe essere quello di un cambio euro/dollaro praticamente invariato o poco più debole.

Dopo che il prezzo dell'oro nel 2013 è crollato notevolmente (ca. il 30% calcolato in dollari), nel 2014 si può osservare una stabilizzazione e un consolidamento. Anche se attualmente non prevediamo un nuovo forte aumento delle quotazioni dell'oro, il trend rialzista di lungo periodo dell'oro dovrebbe essere ancora intatto. Contemporaneamente, al momento non si sta intravedendo però nessun vero catalizzatore in grado di trainare di nuovo fortemente verso l'alto il prezzo dell'oro.

Cifre chiave (Dati al 29.08.2014, fonte: Bloomberg)

Rendimenti (titoli di Stato, 10 anni)		Tassi di cambio:	
USA	2,33%	EUR/USD	1,3190
Giappone	0,60%	USD/JPY	103,80
Germania	0,88%	USD/RMB	6,1442
ITA/ESP/GRE	2,40% / 2,19% / 5,67%	oro (USD/oz)	1288
M. Emergenti (JPM EMBI, duration ponderata)	5,08% (duration ca. 6,84 anni)		

Settembre 2014

Rendiconto periodico sui mercati obbligazionari globali

bondreport



Seite 5 von 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: 29.08.2014