



Obbligazioni USA: Rendimenti di nuovo in ribasso – Dati congiunturali ultimamente piuttosto deludenti

Nel breve periodo ci si aspetta una crescita economica piuttosto deludente negli USA

Nei prossimi mesi, l'economia USA potrebbe mostrare un andamento più debole di quello finora scontato dai mercati. Dopo i dati congiunturali relativamente buoni nei primi mesi dell'anno, le aspettative del consenso sulla crescita si sono spostate notevolmente verso l'alto. Tuttavia, le misure di risparmio fiscali (oltre agli aumenti di imposte e tasse, compresa la riforma della sanità) dovrebbero produrre i loro effetti solo nei trimestri a venire e allora potrebbero portare a una crescita economica nettamente più debole. Le prospettive congiunturali a medio termine rimangono tuttavia abbastanza positive. A ciò si aggiunge il fatto che le imprese americane da anni investono solo marginalmente nel proprio stock di capitale. Tra l'altro, questo ha da un lato trascinato in alto i margini di profitto, mentre dall'altro, in questo modo aumenta sempre di più la necessità di investire. Nei prossimi anni, ciò dovrebbe creare una forte domanda di beni di investimento e di capitale e sostenere la congiuntura.

Nonostante i compromessi politici, il ritmo dell'indebitamento rimane troppo alto

Per quanto riguarda il deficit di bilancio e il debito pubblico, il quadro si è leggermente schiarito grazie ai compromessi raggiunti tra repubblicani e democratici. Nonostante questi primi, timidi passi verso un consolidamento, l'andamento dell'indebitamento rimane tuttavia troppo forte. I rischi maggiori si trovano nei deficit dei sistemi sociali e sanitari che nei prossimi anni rischiano letteralmente di esplodere. La riforma della sanità, duramente contesa, fatta approvare dal Presidente Obama, potrebbe addirittura inasprire questo trend. Allo stesso tempo, esiste tuttavia anche un potenziale enorme di risparmio, senza però peggiorare di molto le prestazioni assistenziali. Fino a oggi, tutti gli sforzi in questa direzione sono naturalmente falliti a causa della fortissima lobby della potente industria farmaceutica e sanitaria americana.

I titoli di Stato per ora continuano a muoversi in un ampio corridoio laterale

La banca centrale americana (Fed) nel frattempo ha portato avanti le sue misure di "allentamento della politica monetaria" così come aveva annunciato. Con ogni probabilità, la Fed estenderà quindi almeno fino al 2015 sia la sua politica dei tassi zero, sia l'acquisto ogni mese, di titoli di Stato per un importo di poco inferiore ai cento miliardari – anche se ultimamente si sono fatti sentire alcuni economisti che riescono a immaginare una possibile fine già molto prima. Tuttavia, affinché questo accada, sarebbero necessari o una forte ripresa del mercato del lavoro o un aumento dell'inflazione superiore alle attese. Sono possibili entrambi, ma allo stato dei fatti sono poco probabili. I titoli di Stato USA hanno subito solo leggere correzioni, nonostante i forti aumenti dei corsi sui mercati azionari, e nell'ultimo periodo hanno saputo guadagnare di nuovo sensibilmente. Le obbligazioni societarie incontrano ancora il favore di molti investitori; gli afflussi di capitali continuano. Per ora non si è ancora visto molto della "rotazione dai bond verso le azioni" spesso annunciata. È sempre più in dubbio il fatto che i rischi assunti vengano compensati da rendimenti adeguati, anche se molti analisti sottolineano spesso la salute finanziaria abbastanza buona del settore delle imprese. Perché l'argomento più volte menzionato a questo proposito, secondo cui la disponibilità in contanti delle imprese USA si trovi su livelli da record, in realtà non conta. Da un lato, questi capitali sono concentrati in un numero relativamente piccolo di aziende (20 imprese detengono quasi il 40% delle disponibilità in contanti di tutte le 3000 aziende dell'indice azionario Russel 3000). Dall'altro lato, sono aumentati molto di più i debiti della maggior parte delle imprese. Gli attuali livelli dei rendimenti

L'elevata liquidità a disposizione delle aziende USA non è un motivo per non preoccuparsi della loro salute

bondreport



La politica della Fed mira decisamente all'aumento dei prezzi di azioni e immobili e accetta molti effetti secondari negativi

assoluti sono quindi senza dubbio da definire solo limitatamente e in modo molto selettivo come attraenti. Le valutazioni relative, invece, come ad esempio i premi di rendimento nei confronti dei titoli di Stato, sono, nel confronto storico, ancora relativamente convenienti. A questo proposito è da valutare negativamente che spesso il livello dei tassi artificialmente basso porta di nuovo a fare investimenti nell'economia reale che in un ambiente di tassi d'interesse normale non verrebbero fatti a causa della mancanza di redditività. Nel breve periodo questo genera crescita, ma nel lungo periodo porta a crediti in sofferenza e allocazioni sbagliate di capitale. Negli USA si sta di nuovo riscontrando maggiormente la concessione di crediti sub-prime soprattutto nel settore automobilistico – nemmeno 6 anni dopo la crisi finanziaria ed economica provocata (e fino a oggi non ancora completamente superata) proprio da questi crediti.

Cipro – paese piccolo, ma possibili ripercussioni di ampio raggio

Obbligazioni Europee: Cipro – problema prevedibile con esteso potenziale di contagio

Le parole del capo della BCE Draghi, di “fare tutto ciò che è necessario” per salvare l'euro, funzionano ancora – senza che la BCE abbia dovuto finora spendere nemmeno un centesimo per altri acquisti di titoli di Stato all'interno del cosiddetto programma OMT. Il fatto che i gravi squilibri all'interno della zona euro e il problema dell'indebitamento troppo alto non siano stati ovviamente superati è stato nuovamente sottolineato dal recente inasprimento della crisi del debito a Cipro. Che Cipro si trovasse a navigare in acque agitate era stato del resto soltanto una questione di tempo – proprio per questo è ancora più sorprendente l'approccio a dir poco negligente della politica. Cipro sarà pure irrilevante dal punto di vista della grandezza, ma qui si tratta soprattutto di percezione e di fiducia. E per questo è poco importante, quanto sia piccola o grande la prima tessera del domino che cade. Si è infranto un grade tabù quando è stato pubblicamente valutata la possibilità di toccare anche i depositi a risparmio sotto i 100.000 euro – che finora nella zona euro erano considerati “coperti” e “garantiti dallo Stato”. Sussiste il rischio che, nonostante tutti i tentativi di contenimento e i massicci limiti alla circolazione dei capitali, ci sarà una corsa alle banche in Cipro e i risparmiatori in altri paesi, in particolare negli Stati periferici, trarranno conseguenze da tutti questi sviluppi. Un altro risultato della crisi cipriota è che si è ben lungi da un'unione bancaria nella zona euro. Ostacolare per il momento la creazione di una tale unione bancaria potrebbe anche essere stato uno dei motivi delle azioni dei politici tedeschi (e olandesi). Senza una tale unione bancaria tutte le garanzie statali per i depositi bancari sono infine legati al merito di credito del rispettivo Stato. In questo modo continua anche a esistere, per il momento, il ciclo negativo di feedback tra le banche degli Stati deboli dell'eurozona e i loro rispettivi mercati dei titoli di Stato.

Unione bancaria nell'area euro ancora lontana

I mercati dei titoli di Stato finora poco impressionati da notizie negative

I mercati dei titoli di Stato in euro finora hanno reagito in modo molto, molto moderato agli avvenimenti in Cipro, così come all'esito delle elezioni in Italia (qui si è verificato il peggior scenario possibile, poiché per il momento non ci sarà nessun governo funzionante). I titoli di Stato dei paesi periferici hanno perso poco; i titoli di Stato tedeschi, invece, hanno saputo guadagnare notevolmente e quotano di nuovo sotto l'1,30% per i titoli decennali. Questo dovrebbe aver a che fare anche con i dati congiunturali deludenti che finora stanno segnalando un inasprimento della recessione nella zona euro. Non soltanto negli Stati periferici, ma anche nei paesi core, per esempio Francia e Olanda, ci sono marcate tendenze al rallentamento e in

Gli indicatori congiunturali nella zona Euro continuano ad essere deboli



entrambi i paesi si aggiungono i mercati immobiliari in calo come nuovo elemento negativo.

Le obbligazioni societarie in euro continuano a essere ricercate e offrono tuttora un rapporto rischio-rendimento migliore dei titoli di Stato in euro dei paesi core. Per gli investitori in obbligazioni l'anno 2013 dovrebbe in ogni caso offrire guadagni di molto inferiori al 2012 in termini assoluti, poiché considerando i rendimenti estremamente bassi eventuali proventi da interessi potrebbero essere più che compensati da minimi aumenti dei rendimenti.

Titoli di Stato Giappone: Svolta della Bank of Japan – il nuovo capo ricorre al „bazooka“

La banca centrale giapponese (BoJ) ha effettivamente portato a termine la svolta drastica precedentemente annunciata da molti. Se ne è parlato fin dalla vittoria schiacciante dei conservatori alle ultime elezioni parlamentari – di conseguenza, lo yen si era già deprezzato del 20% circa. Finora gli effetti sull'economia reale sono stati tuttavia deludenti: La bilancia commerciale del Giappone è scivolata ancora di più nel deficit e nonostante i prezzi in rapido aumento per le importazioni, specialmente delle materie prime e dell'energia, i prezzi al consumo sono addirittura di nuovo in calo. Con le ampie misure appena annunciate, la BoJ vuole generare inflazione quasi a ogni costo. L'obiettivo è del 2% di inflazione annua, da raggiungere entro 24 mesi. Oltre a titoli di Stato dovrebbero essere acquistati anche ETF e J-REIT, per il momento senza limite di tempo. Il volume mensile previsto per ora corrisponde all'equivalente di 58 miliardi di euro circa, dal 2014 sarà di quasi 110 miliardi di euro. Complessivamente, nei prossimi due anni dovrebbe essere iniettato così l'equivalente di oltre 1.000 miliardi di euro nel sistema finanziario. Se in questo modo si riescano a raggiungere gli effetti desiderati è da mettere in dubbio. Così sembra tuttavia essere garantito, per il momento, il finanziamento del debito pubblico galoppante del Giappone. I rendimenti dei titoli di Stato giapponesi decennali già estremamente bassi sono scesi ancora nelle ultime settimane – secondo le recenti dichiarazioni della BoJ sono calati a poco sopra lo 0,40%.

BoJ intende immettere l'equivalente di oltre 1000 miliardi di euro nel sistema finanziario – il successo delle misure sembra incerto

Possibili altri cali dei rendimenti, ma il potenziale di ribasso è tuttavia limitato e si incontra sempre più resistenza

Obbligazioni Emerging Markets: La grande festa è finita.

Gli afflussi di capitali nelle obbligazioni dei paesi emergenti (EM) continuano e i premi di rendimento rispetto alle nazioni industrializzate sviluppate si avvicinano ai livelli record del 2006/2007. In principio, sono possibili ulteriori cali dei rendimenti, ma il margine diventa sempre più scarso. In diversi Stati EM i tassi di inflazione iniziano di nuovo leggermente a salire o si trovano ancora su livelli troppo alti per giustificare altri ribassi dei rendimenti. La maggior parte dei bond EM non è dunque più da ritenere sottovalutata (come molte obbligazioni societarie dei paesi industrializzati). Tuttavia, anche nel 2013 potrebbero mostrare nuovamente un andamento del valore decisamente positivo, in particolare, se di fronte ai bassi tassi negli USA, nell'UE e in Giappone continuerà la corsa degli investitori ai rendimenti più alti.

Per quanto riguarda gli indicatori anticipatori congiunturali, negli Emerging Markets sono oramai generalmente da registrare soltanto degli aumenti modesti. Probabilmente si vedrà una ripresa economica più forte solo nella seconda metà dell'anno. Indipendentemente da ciò, la Cina dovrebbe continuare a fungere da locomotiva della crescita e raggiungere l'obiettivo di crescita del governo di 8,5% circa anche nel 2013. In generale, bisogna però tenere in



considerazione che negli ultimi anni il massiccio aumento della concessione di credito è stato un driver centrale della crescita in molti paesi emergenti. Questo, naturalmente, è andato di pari passo con un indebitamento più alto delle famiglie e delle imprese. Il suo volume in termini assoluti non è, tuttavia, ancora motivo di preoccupazione. Mantenere questo ritmo di espansione del credito sembra però quasi impossibile per la maggior parte dei paesi, cosa che significa tendenzialmente mettere un freno alla crescita economica. La crescita futura dovrà dunque scaturire maggiormente da un incremento di produttività – per questo sono però spesso necessari maggiori investimenti, una riduzione della burocrazia e della corruzione e, in parte, anche un ri-orientamento della politica economica.

Valute: Lo Yen rimane al centro dell'attenzione

Il rialzo delle quotazioni dell'euro nei confronti del dollaro USA sembra essere giunto a uno stop per il momento. Sui mercati valutari l'attenzione è tuttora rivolta chiaramente allo yen. Questo si è nettamente svalutato, in particolare a causa delle speculazioni su una possibile svolta della BoJ e dei segnali di una politica decisamente più aggressiva del governo per stimolare la crescita. A livello mondiale, ora si fanno sempre più largo le preoccupazioni di una corsa globale alla svalutazione. I ministri delle finanze del G20 hanno comunque tentato di dissolvere questi timori. Uno yen nettamente più debole sembra però quasi inevitabile per la futura sopravvivenza dell'economia giapponese. In considerazione delle finanze pubbliche disastrose del Giappone sarà sempre più difficile evitarlo. D'altro canto, gli USA probabilmente non accetteranno senza intervenire che il dollaro si apprezzi ancora di più. In questo modo, le tensioni nel triangolo „magico“ delle tre valute principali (euro, dollaro e yen), potrebbero scaricarsi soprattutto sotto forma di un euro tendenzialmente più forte. Questo vale ancora di più, poiché – oltre alle dichiarazioni verbali – la FED e la BoJ adottano in pratica delle politiche monetarie espansive molto più aggressive della BCE. E in effetti, la moneta unica europea si è notevolmente apprezzata rispetto allo yen giapponese negli ultimi mesi – del 25% circa dal novembre 2012.

Il prezzo dell'oro si sta consolidando nei confronti del dollaro USA da oltre un anno e questo potrebbe continuare così anche nei prossimi mesi. Per ora le prospettive fondamentali per l'oro rimangono, nel complesso, favorevoli. Le banche centrali sono tuttora acquirenti netti e i continui tassi reali bassi, spesso negativi, in molti paesi e le insicurezze sulle immense montagne di debito di molte nazioni industrializzate rappresentano, nel complesso, ancora un buon ambiente per il metallo prezioso.

Lo yen si deprezza notevolmente – saranno i mercati valutari il prossimo teatro di turbolenze ancora più gravi?

Il presente documento è stato redatto e realizzato da Raiffeisen International Fund Advisory GmbH., Vienna, Austria ("Raiffeisen Capital Management" ovvero „RIFA“). Le informazioni in esso riportate, nonostante la cura posta nelle ricerche, sono destinate esclusivamente a scopi di informazione senza alcun impegno. Esse 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. È esclusa qualsiasi responsabilità di RIFA in relazione al presente documento ed 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, nonché 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 non costituiscono un indicatore affidabile per gli andamenti futuri. Si ricorda inoltre che, nel caso di prodotti espressi in valute straniere, il rendimento può aumentare o diminuire anche in seguito alle oscillazioni del cambio. Il contenuto del presente documento non rappresenta 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. Prima di investire nei nostri prodotti, saremmo lieti di fornirle il prospetto completo, che potrà essere utilizzato per scopi informativi e ad integrazione dei servizi offerti dal suo consulente finanziario. È opportuno che ogni

Aprile 2013

Rendiconto periodico sui mercati obbligazionari globali

bondreport



Pagina 5 di 5

investimento concreto venga preceduto da un colloquio con opportuna consulenza in cui venga considerato anche il prospetto completo. Si ricorda espressamente che le operazioni di investimento in titoli possono essere accompagnate da rischi elevati e che il loro trattamento fiscale dipende dalla situazione personale dell'investitore, oltre ad essere soggetto a modificazioni future. La performance dei fondi d'investimento è calcolata da Raiffeisen Kapitalanlage Gesellschaft mbH e Raiffeisen Immobilien Kapitalanlage GMBH in conformità al metodo sviluppato dalla OeKB (Österreichische Kontrollbank), sulla base dei dati forniti dalla banca depositaria (utilizzando un prezzo indicativo nell'eventualità di che il pagamento del prezzo di rimborso sia stato sospeso). Costi individuali come le spese di sottoscrizione e rimborso non sono state considerate nel calcolo della performance. Nel caso in cui questi costi siano stati inclusi, ciò implicherà una performance inferiore in base all'ammontare delle spese di sottoscrizione e rimborso. Il livello massimo delle commissioni di sottoscrizione e rimborso è illustrato nelle Informazioni Chiave per gli Investitori (KIID). La performance della Raiffeisen Capital Management Luxembourg SICAV e dei suoi fondi sottostanti è calcolata da RBC Dexia Investor Services Bank S.A. utilizzando il NAV del fondo in modo da riflettere la deduzione di tutte le commissioni e spese relative alla gestione del fondo (ad esempio: commissioni di gestione, commissioni di deposito, costi di transazione e altre spese). La performance ottenuta in passato non permette di trarre conclusioni relative all'andamento futuro di un fondo di investimento o di un portafoglio. L'andamento della quotazione è espresso in termini percentuali (senza spese), ipotizzando il reinvestimento dei proventi distribuiti. Il prospetto informativo completo pubblicato relativo al fondo, così come le Informazioni Chiave per gli Investitori (KIID) per il fondo di investimento descritto nel presente documento sono disponibili per gli interessati, nella versione attualmente vigente e comprensivo di tutte le modifiche intervenute dalla prima pubblicazione, sul sito www.rcm-international.com oppure www.rcm-international.com/sicav in lingua inglese o, nel caso delle informazioni Chiave per gli investitori (KIID), nella sua lingua nazionale. 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.

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 ne per eventuali scelte di investimento effettuate sulla base delle informazioni in esso contenute. Chiusura redazione: 04.04.2013