1 MESE IN 10 IMMAGINI

Febbraio 2017

Indice

1. Gli alti livelli di indebitamento rendono la crescita mondiale molto sensibile ai tassi d’interesse
2. Gli investimenti delle imprese statunitensi faranno probabilmente fatica a decollare nel 2017
3. Un buon inizio per la crescita USA, che non durerà a lungo
4. Eurozona: picco dell’inflazione spettacolare ma di breve durata
5. Cina: continuano i deflussi di capitale

6. Peso messicano: il peggio potrebbe essere passato
7. Obbligazioni: Il rischio politico in Francia è in aumento
8. Azioni: Situazione in miglioramento per le banche di investimento USA
9. Regno Unito: Un rialzo dei tassi d’interesse può arrivare quanto prima
10. Rischio: Due indicatori di segno opposto



Adrien Pichoud
Chief Economist & Senior Portfolio Manager



Manuel Rybach
Senior Portfolio Manager

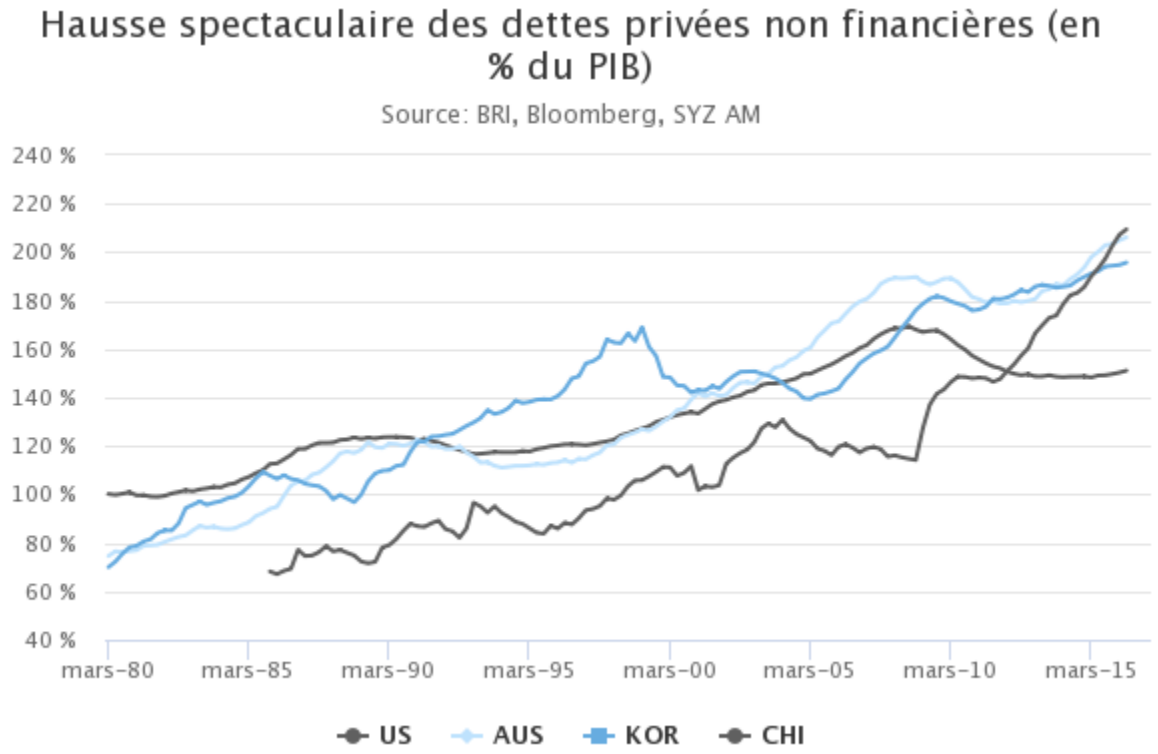
01

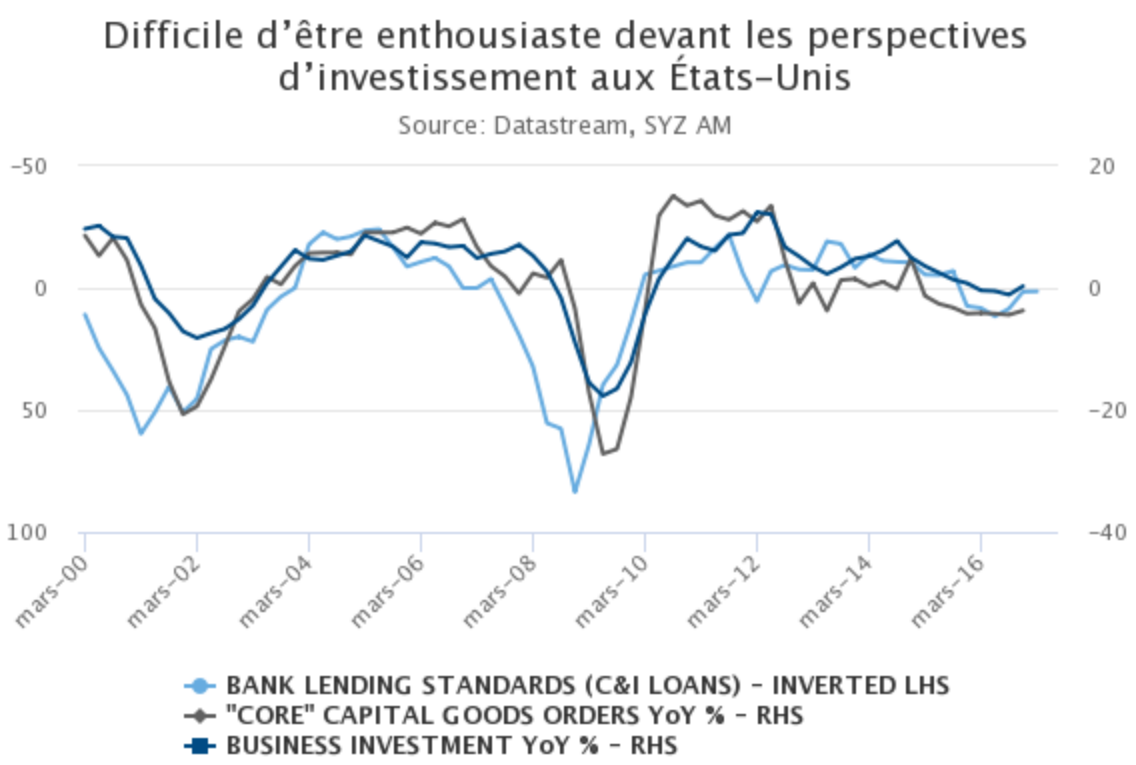
Gli alti livelli di indebitamento rendono la crescita mondiale molto sensibile ai tassi d’interesse

Molto è stato detto negli ultimi anni a proposito degli effetti collaterali negativi delle politiche monetarie ultra accomodanti prolungate e della loro inefficacia nello stimolare la crescita e l'inflazione. Questo punto di vista ha persino sostenuto l'idea che una normalizzazione dei livelli dei tassi potrebbe in ultima analisi controbilanciare in modo positivo alcuni di questi effetti collaterali.

Purtroppo se da un lato è impossibile valutare se l'economia globale sarebbe stata meglio senza queste politiche, è altrettanto impossibile tornare indietro o ignorare una delle principali conseguenze: un elevato indebitamento a livello mondiale, in particolare nelle economie emergenti con una parte importante di tale debito denominato in dollari USA.

Con un simile livello di indebitamento, i tassi d'interesse fanno davvero la differenza per la dinamica di crescita mondiale. L'impatto della politica monetaria è diventato molto asimmetrico, con limitata sensibilità a un ulteriore allentamento ma con una sensibilità molto alta a qualsiasi forma di irrigidimento. È improbabile che la Fed e le altre banche centrali siano in grado di normalizzare le loro politiche come facevano in passato.





02

Gli investimenti delle imprese statunitensi faranno probabilmente fatica a decollare nel 2017

Dal 2015, la crescita economica negli Stati Uniti si è basata esclusivamente sui consumi delle famiglie. Se si escludono i consumi però, si nota una contrazione del PIL statunitense, a causa, tra l'altro, del calo dei prezzi del petrolio, della solidità del dollaro USA, della riduzione delle scorte e dello scenario negativo degli utili societari. Recentemente questi trend si sono stabilizzati, aiutando ad alimentare le aspettative di un'agognata accelerazione della crescita a lungo termine sulla base di un rimbalzo degli investimenti delle imprese.

Tuttavia i fattori fondamentali smentisco tale ottimismo : il tasso di utilizzo delle capacità è basso il che significa che non c'è nessuna urgenza di effettuare investimenti per aumentare tali capacità, la crescita degli utili societari sta incominciando solo ora a riprendersi, e le condizioni di finanziamento restano restrittive, con le banche che registrano una marginale stretta di tali condizioni per il sesto trimestre consecutivo.

Un fattore che potrebbe potenzialmente far cambiare uno di questi elementi avversi potrebbe essere la riforma fiscale promessa da Donald Trump. Ma gli altri continuerebbero a persistere, scoraggiando i CEO a destinare i proventi agli investimenti produttivi. Sebbene un eventuale taglio delle tasse sarà effettivamente "straordinario", non dovrebbe comunque essere dato per scontato!

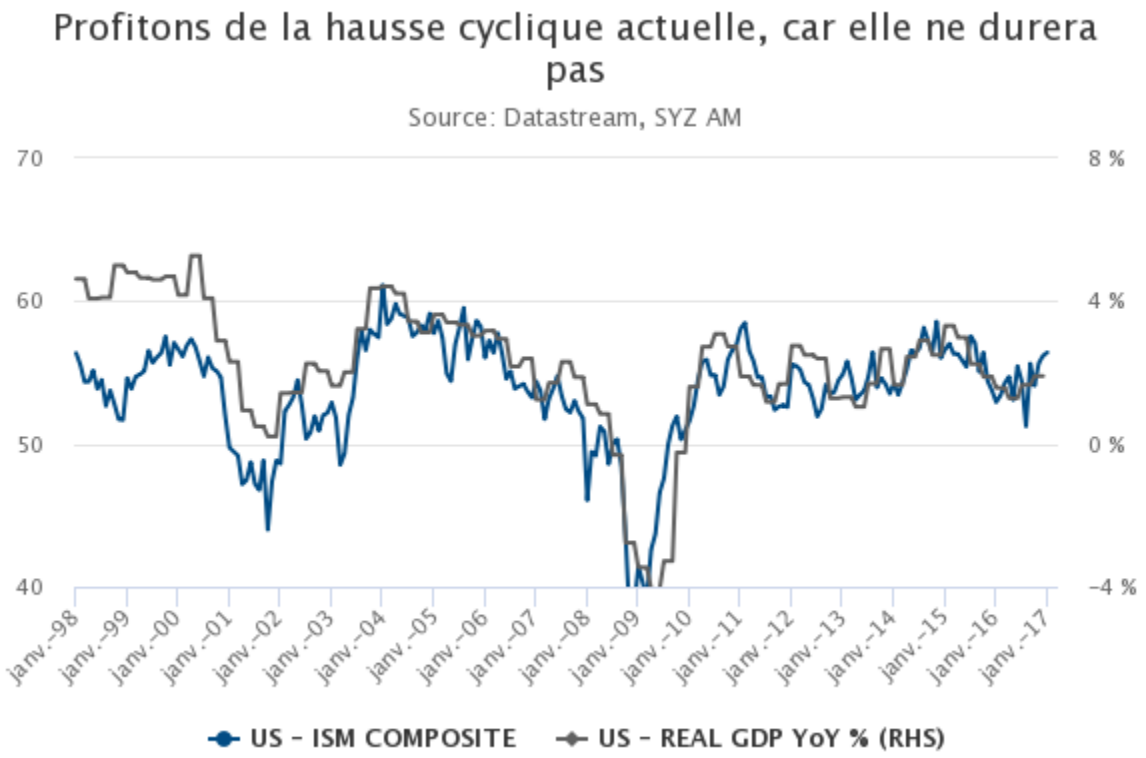
03

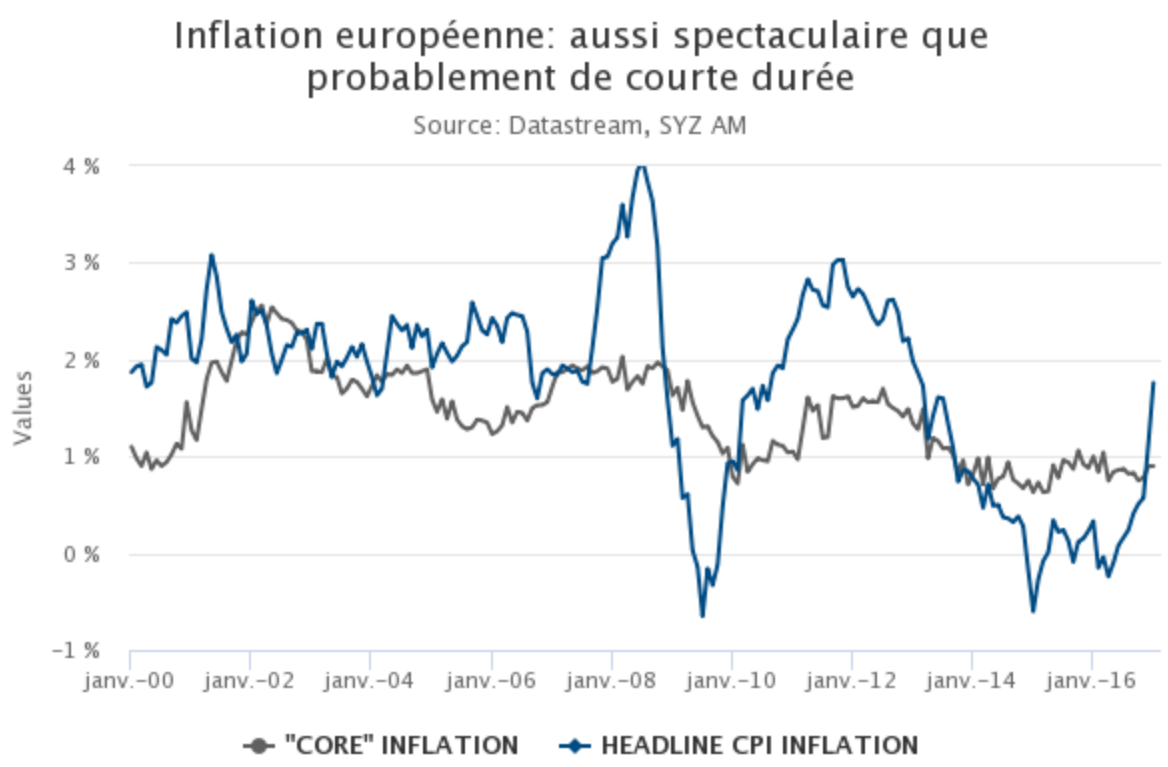
Un buon inizio per la crescita USA, che non durerà a lungo

Se le prospettive a medio termine dell'economia statunitense continuano a essere offuscate dalla grande incertezza, il 2017 ha iniziato sullo stesso piede sbagliato con cui si è chiuso il 2016. Tutti gli indicatori ciclici statunitensi stanno evidenziando una dinamica positiva che suggerisce una crescita del PIL superiore al trend per il primo trimestre.

I dati sulla fiducia delle famiglie e delle imprese erano abbastanza solidi alla fine della scorsa estate e sono stati ulteriormente sostenuti dall'elezione di Donald Trump. L'indice ISM composito indica una crescita del PIL su base annua del 2,5% circa nel primo trimestre, al di sopra dell'attuale tasso di crescita potenziale (1,7%).

Purtroppo è improbabile che questa tendenza prosegua oltre il primo trimestre. Accanto agli investimenti delle imprese (vedi sopra), la spesa delle famiglie resta sostenuta da solidi dati sull'occupazione. Ma la crescita effettiva del potere di acquisto sta rallentando dato che l'inflazione trainata dall'aumento dei prezzi del petrolio non è compensata da una crescita dei salari nominali. Si sta già registrando una stretta delle condizioni di finanziamento applicabili al credito al consumo. Approfittiamo dell'attuale dinamismo ciclico perché probabilmente non durerà molto.





04

Eurozona: picco dell’inflazione spettacolare ma di breve durata

A gennaio è successo qualcosa di "incredibile": i dati dell’inflazione nell’area euro si sono rivelati nettamente superiori alle aspettative. Sono balzati al +2,0% in Germania, +3,0% in Spagna, e al +1,8% per quanto riguarda l’inflazione complessiva dell’eurozona. Un vero e proprio cambiamento rispetto a un anno fa quando i dati sull’inflazione erano in territorio negativo!

La spiegazione è semplice: dal 2014 l’inflazione complessiva è stata ampiamente sostenuta dai prezzi del petrolio. Il loro crollo ha portato i tassi di inflazione a livelli vicini allo zero fino al 2015 mentre il loro rimbalzo, registrato da inizio 2016, ha logicamente fatto salire di recente l’inflazione.

Nel corso del periodo, l’inflazione core, prezzi del petrolio esclusi, si è mantenuta stabile a poco più dell’1%, lontana dall’obiettivo fissato dalla BCE. Se i prezzi del petrolio resteranno stabili, dopo il primo trimestre l’inflazione complessiva convergerà verso tale livello. È pertanto improbabile che l’attuale picco di inflazione scatenerà una reazione immediata della banca centrale. La BCE ha già compiuto due volte tale errore (nel 2008 e nel 2011) ed è stata costretta ogni volta a fare rapidamente marcia indietro.

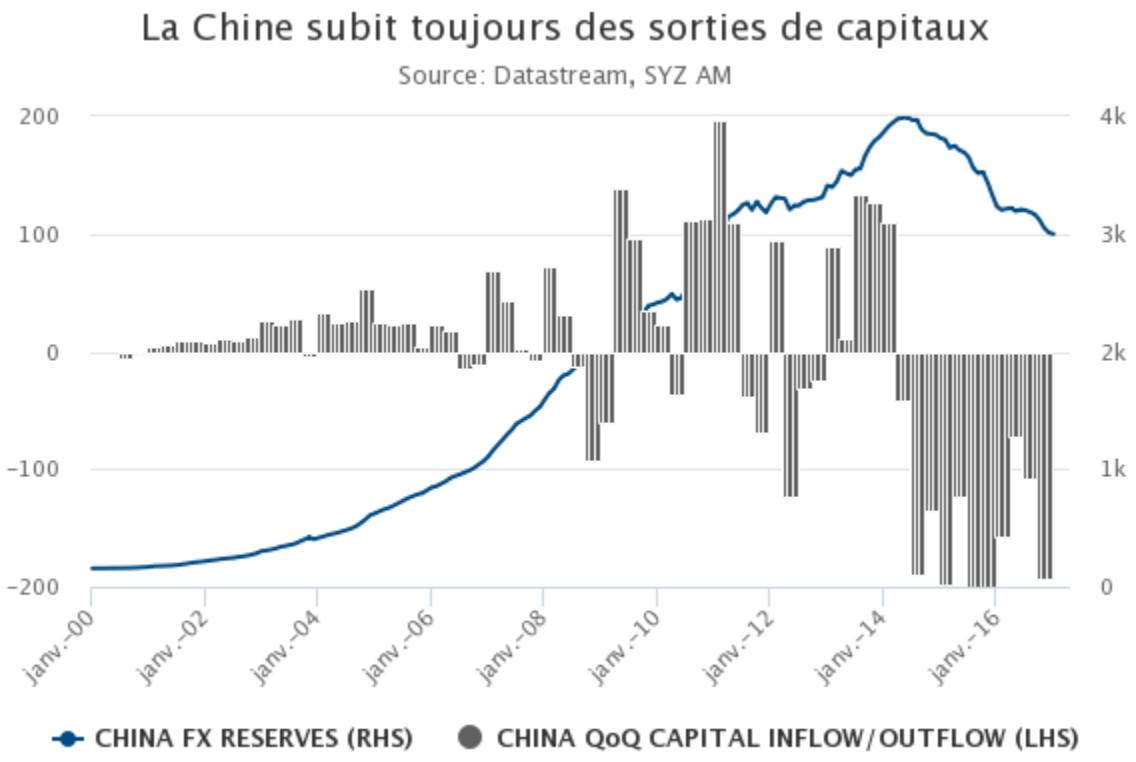
05

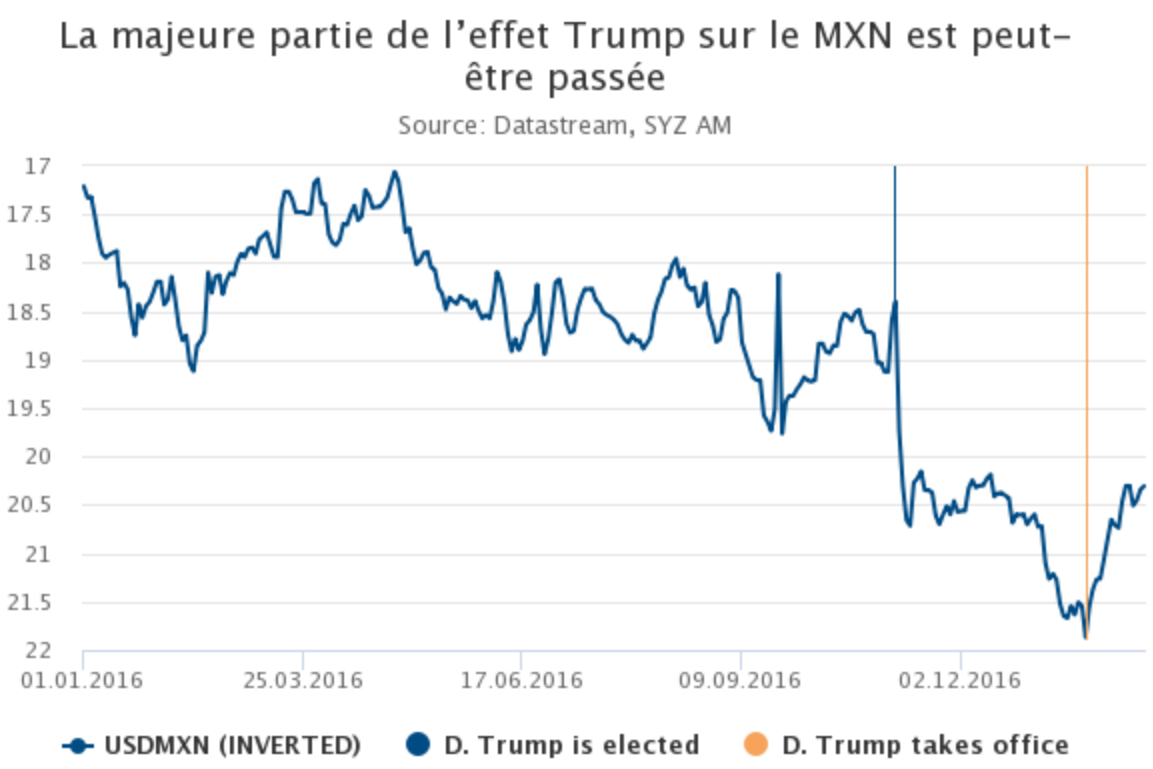
Cina: continuano i deflussi di capitale

La Cina ha rappresentato molto meno di una preoccupazione immediata per gli investitori mondiali nel 2016 rispetto al 2015. La crescita del PIL si è stabilizzata appena sotto il 7%, sostenuta da un mix accomodante di allentamento della politica monetaria e fiscale e da un deprezzamento del renminbi (-6% in 2016).

Tuttavia uno dei fattori destabilizzanti del 2015 è persistito anche lo scorso anno, sebbene con un'intensità più moderata. Si tratta dei deflussi di capitale che sono continuati nonostante i tentativi di ridurre le varie "falle" del conto capitale della Cina. Nel 2016 sono ammontate a mezzo trilione di USD, dopo aver raggiunto USD 800 miliardi nel 2015. Di conseguenza le riserve valutarie hanno continuato a diminuire, scendendo al di sotto di USD 3 mila miliardi e toccando così il livello più basso degli ultimi 6 anni.

La combinazione di campagne anticorruzione e una normativa più severa in Cina, prospettive di crescita più basse, un trend ribassista dello yuan che dovrebbe perdurare e le aspettative di un aumento dei tassi in USD continuano ad alimentare l'uscita dal Paese del Sol Levante di capitale cinese.





06

Peso messicano: il peggio potrebbe essere passato

Prima delle elezioni presidenziali statunitensi, il peso messicano è stato un indice dell'andamento della campagna presidenziale di Donald Trump, data la forte retorica antimessicana del candidato. Appena dopo le elezioni, il MXN ha logicamente subito un forte deprezzamento che è continuato a gennaio quando l'attivismo del neoeletto presidente Trump ha indotto i produttori statunitensi di automobili ad annunciare modifiche dei loro piani di investimento in Messico. Il peso ha raggiunto il minimo storico nei confronti del dollaro USA proprio il giorno prima che Donald Trump si insediasse ufficialmente alla Casa Bianca.

Da quando Trump è al potere, il MXN ha registrato un rialzo, nonostante alcune tensioni diplomatiche nei primissimi giorni della sua presidenza e la reiterata volontà del presidente USA di rinegoziare il NAFTA e di "costruire il muro" con il Messico.

Sebbene parte di tale rimbalzo sia anche legato a un tono fermamente aggressivo della banca centrale messicana, il recente andamento del peso messicano potrà seguire una leggera variante di un noto motto del mercato borsistico : "Vendi sulla notizia, compra sull'azione".

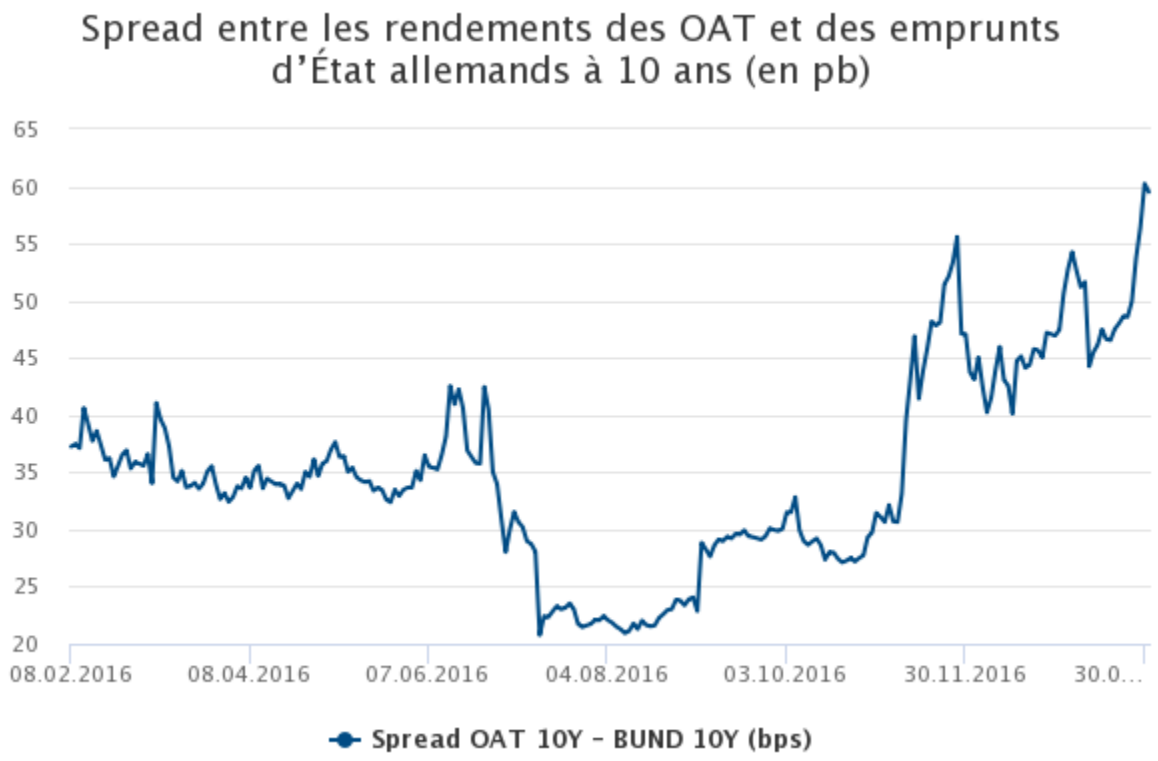
07

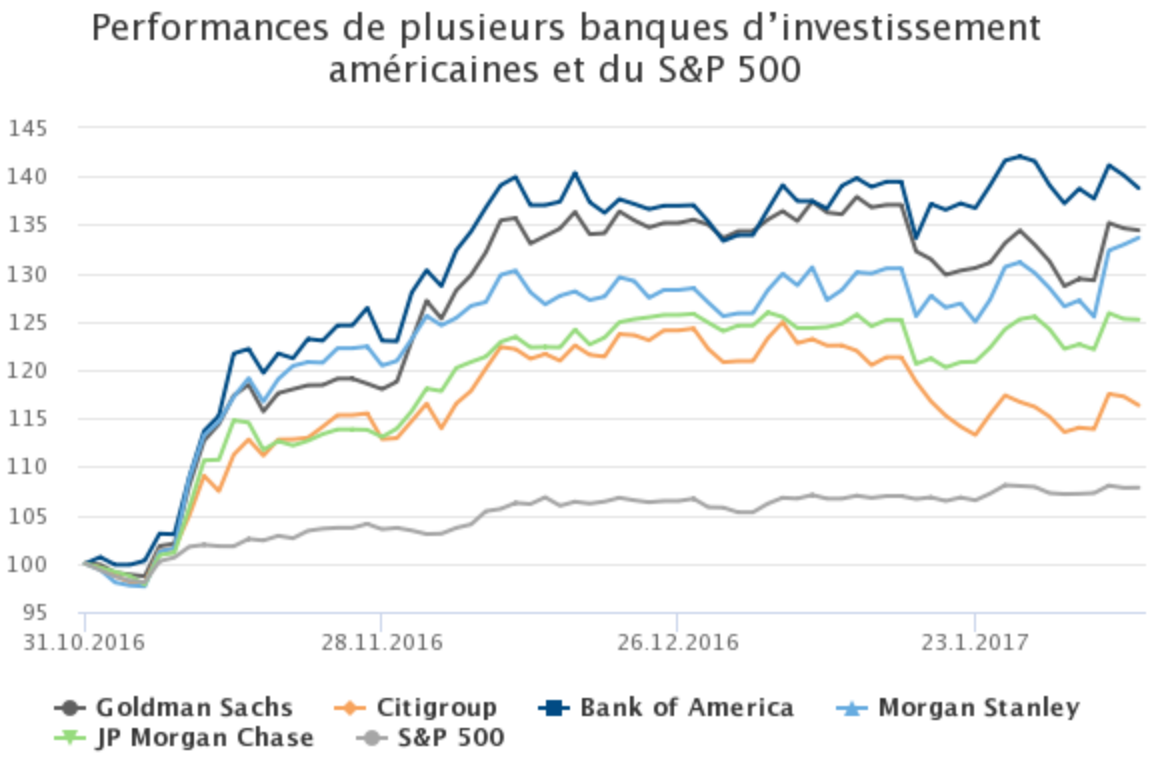
Obbligazioni: Il rischio politico in Francia è in aumento

Dalla scorsa estate, con l’avvicinarsi delle elezioni presidenziali in Francia, gli spread degli OAT francesi hanno iniziato ad ampliarsi rispetto ai Bund. Il livello degli spread, al minimo nel 2016, era di 22 pb e a fine gennaio si attesta a 60 pb. Si tratta di un livello simile a quello che non si registrava più dal 2014.

Il principale elemento scatenante dell’ultimo ampliamento degli spread è la grande incertezza riguardante il futuro presidente francese in seguito alla perdita di consensi di François Fillon e al rischio di coda rappresentato dal partito di estrema destra che sta continuando a guadagnare consensi. Di conseguenza si delineano buone prospettive per il candidato centrista Emmanuel Macron.

Gli OAT francesi continueranno probabilmente a essere una fonte di volatilità fino al risultato delle elezioni presidenziali, previsto per il 7 maggio, seguite dalle legislative che inizieranno l'11 giugno.





08

Azioni: Situazione in miglioramento per le banche di investimento USA

Le principali banche di investimento statunitensi che hanno realizzato utili a gennaio hanno registrato ricavi più elevati del previsto grazie principalmente ai solidi risultati delle componenti costituite da reddito fisso, valute e materie prime. Inoltre anche l'UPA delle banche statunitensi è stato rivisto al rialzo lo scorso trimestre.

L'effetto Trump è percepito come positivo per le banche statunitensi in quanto il margine di interesse è in generale miglioramento, accompagnato contemporaneamente dalla prospettiva di una riduzione dell'imposta sulle società e dal rimpatrio del capitale in eccesso nelle banche USA, con conseguente aumento dei riacquisti.

La redditività delle banche sta migliorando e spinge al rialzo il prezzo delle loro azioni dato l'incremento dei tassi d'interesse a breve termine, l'aumento delle stime di inflazione e un rafforzamento della crescita negli USA. Più di recente, il rally è stato alimentato anche dall'intenzione di Donald Trump di emettere un ordine esecutivo contro il Dodd-Frank Act.

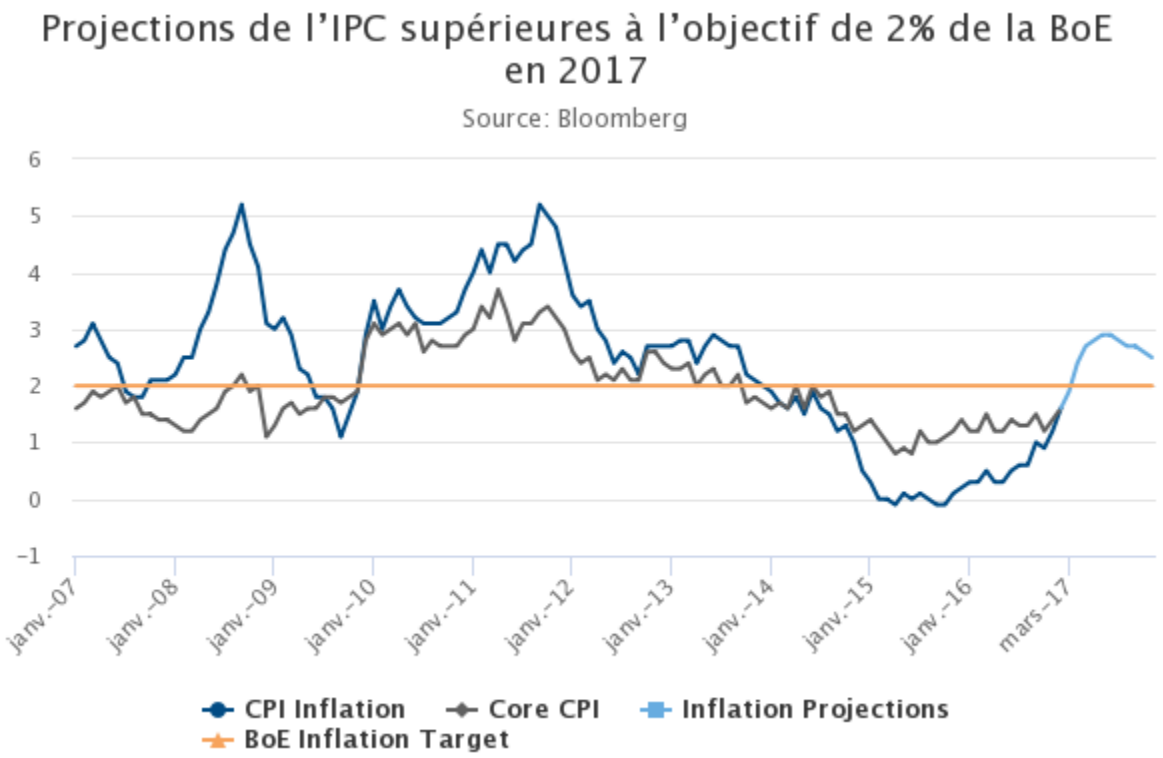
In questo contesto, la performance dell'indice S&P 500 Banks da fine ottobre è salita del 24,7% (sulla scia di un irripidimento della curva dei rendimenti) rispetto al +7,8% dell'indice S&P 500.

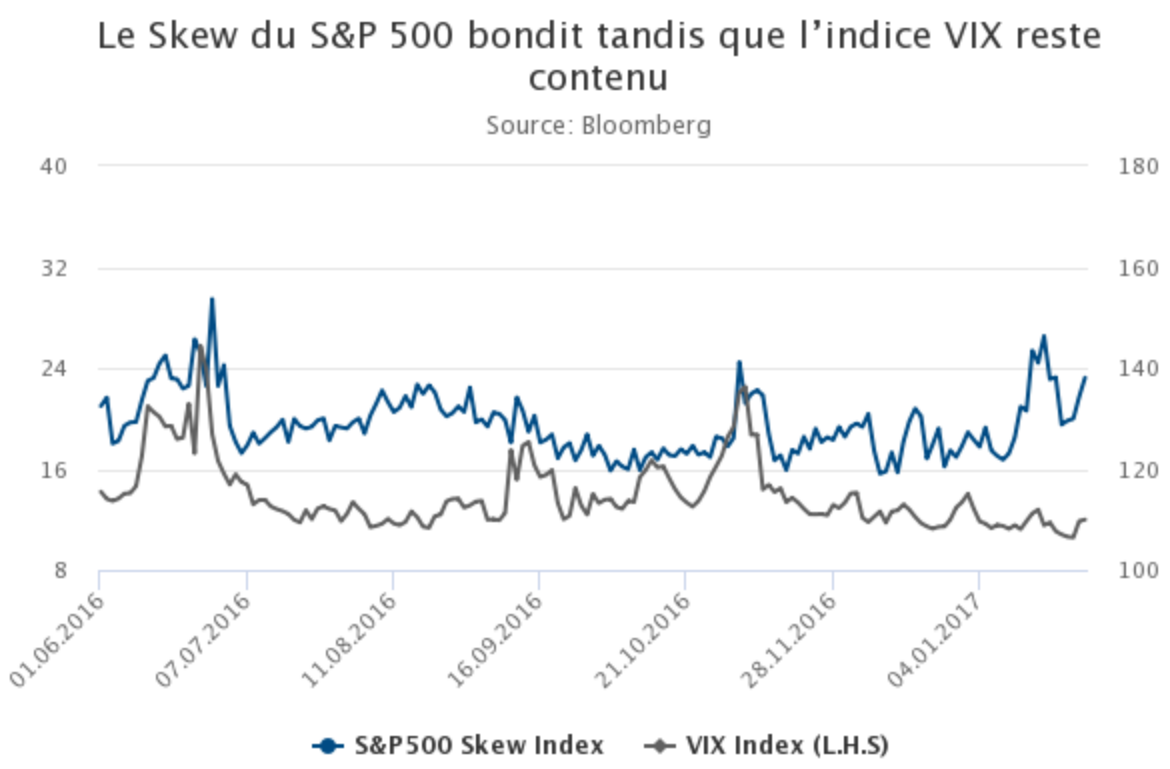
Regno Unito: Un rialzo dei tassi d’interesse può arrivare quanto prima

L’accelerazione dell’inflazione potrebbe diventare un problema per la politica monetaria. Se solo tre mesi fa le discussioni riguardavano un ulteriore taglio dei tassi, la Banca d’Inghilterra ha recentemente comunicato che i tassi d’interesse potrebbero muoversi in entrambe le direzioni, indicando le sue crescenti preoccupazioni sull’inflazione.

Una sterlina più debole conseguente al voto favorevole alla Brexit, il taglio dei tassi dell’agosto dello scorso anno, nonché l’incremento dei prezzi delle materie prime hanno nel complesso contribuito a un aumento dell’inflazione. Di conseguenza a dicembre l’IPC ha superato le aspettative, raggiungendo l’1,6% ossia il livello più alto dal 2014. Si prevede attualmente che a fine 2017 l’inflazione si attesterà al di sopra (al 2,7% circa) dell’obiettivo del 2% fissato dalla banca centrale e aumentano le probabilità di un rialzo dei tassi durante l’anno in corso (50% circa).

Il netto rallentamento anticipato dalla BoE non si è concretizzato e, se i dati economici continuano l’andamento positivo intrapreso, la Banca d’Inghilterra potrebbe cambiare la direzione del ciclo dei tassi d’interesse.





10

Rischio: Due indicatori di segno opposto

Mentre l'indice S&P è scambiato a livelli vicini ai massimi storici in una situazione di crescente incertezza politica, l'indice VIX riflette l'umore di relativa calma ed è scambiato al di sotto della media di lungo periodo. La strategia di volatilità a breve ha raggiunto livelli record, agendo da fattore di compressione dell'indice VIX.

L'indice SKEW invece, che è un'altra misura dello stress dei mercati, indica una solidità della domanda di copertura dei rischi di coda. Questo indice, che tipicamente si mantiene in un range compreso tra 100 e 150, determina il disallineamento implicito della distribuzione dei rendimenti dell'indice S&P (livelli elevati indicano che ci si deve aspettare un movimento ampio). A gennaio ha raggiunto quota 146 e da allora si è mantenuto nel range alto.

Entrambi gli indicatori si sono già mossi in direzioni opposte, ma questo periodo prolungato di dislocazione potrebbe portare a un picco del VIX. Sebbene i dati economici continuino ad indicare una maggiore solidità dell'economia, un crescente numero di investitori sta coprendo l'esposizione lunga tramite put su S&P, in uno scenario caratterizzato da incertezza politica e un potenziale irrigidimento della politica monetaria.

Disclaimer

Il presente documento di marketing è stato redatto dal Gruppo Syz (di seguito denominato «Syz»). Esso non è destinato alla distribuzione o all'utilizzo da parte di persone fisiche o giuridiche cittadini o residenti in uno Stato, un Paese o una giurisdizione le cui leggi applicabili ne vietino la distribuzione, la pubblicazione, l'emissione o l'utilizzo. Spetta unicamente agli utenti verificare che siano legalmente autorizzati a consultare le informazioni nel presente. Il presente materiale ha esclusivamente finalità informative e non deve essere interpretato come un'offerta o un invito per l'acquisto o la vendita di uno strumento finanziario, o come un documento contrattuale. Le informazioni fornite nel presente non sono intese costituire una consulenza legale, fiscale o contabile e potrebbero non essere adeguate per tutti gli investitori. Le valutazioni di mercato, le durate e i calcoli contenuti nel presente rappresentano unicamente stime e sono soggetti a variazione senza preavviso. Si ritiene che le informazioni fornite siano attendibili; tuttavia, il Gruppo Syz non ne garantisce la completezza o l'esattezza. I rendimenti passati non sono indicativi di risultati futuri.