[Global OUTLOOK]

AGOSTO

2019

FIDEURAM INVESTIMENTI

INVESTMENT CENTER
FIDEURAM
INTESA SANPAOLO
PRIVATE BANKING

[Indice]

IL CONTESTO ATTUALE – *a cura di Gianluca La Calce* 3

VIEW SUI MERCATI – *a cura di Luca Vaiani e Renato Zaffuto* 4

FOCUS SU TARGET2 – *a cura di Flavio Rovida e Ilaria Spinelli* 6

FOCUS SUL SETTORE MINERARIO E AURIFERO – *a cura di Blackrock* 15

FOCUS SULL'AZIONARIO CINESE – *a cura di UBS Asset Management* 19

FOCUS SULLE OBBLIGAZIONI INFLATION LINKED – *a cura di M&G Investments* 22

Il contesto attuale

Gianluca La Calce
Amministratore Delegato e Direttore Generale di Fideuram Investimenti SGR

I primi sette mesi dell'anno sono stati complessivamente molto positivi per gli investitori.

Nel primo trimestre le attività rischiose, ridimensionati i timori di una recessione, hanno reagito alla compressione del 2018 con rialzi continui e di assoluta rilevanza in chiave storica. Quando, nel secondo trimestre, si è comunque avuta evidenza del rallentamento del ciclo economico, la nuova linfa è arrivata dal cambiamento nell'atteggiamento delle Banche Centrali, culminato nel primo ribasso dei tassi da parte della FED e nella prospettiva di un nuovo Quantitative Easing da parte della BCE.

Alla fine del secondo trimestre, quindi, abbiamo osservato mercati azionari pressoché sui massimi, con poche eccezioni come la Cina, e un'ulteriore generale compressione dei rendimenti a scadenza di tutti i mercati obbligazionari.

In queste ultime settimane abbiamo sofferto una maggiore volatilità frutto, da una parte, del fatto che le valutazioni hanno incorporato l'azione delle banche centrali e, dall'altro, dal venir meno dell'illusione che i contrasti tra Stati Uniti e Cina potessero essere qualcosa di diverso dal tema strategico di due super potenze che devono trovare nuovi equilibri.

In sintesi, quindi, non assistiamo ad un cambiamento del contesto: rendimenti negativi su due terzi delle emissioni obbligazionarie in euro e su poco meno di un terzo di quelle globali mantengono gli investitori in un'atmosfera di ricerca di opportunità di rendimento e di diversificazione globale dei portafogli.

Se emergono di tanto in tanto fonti di tensioni politiche o geo-politiche (contrasti Cina-USA, Brexit, crisi politica in Italia), generando volatilità sui mercati, rimangono sempre a sostenere il ciclo economico gli interventi delle Banche Centrali e le trasformazioni strutturali dell'economia legate all'utilizzo delle nuove tecnologie digitali.

Colgo l'occasione per augurare a tutti un buon Agosto,

Gianluca La Calce

View sui mercati

Luca Vaiani – *Responsabile Investment Strategy di Fideuram Investimenti*

Renato Zaffuto – *Responsabile Area Investimenti di Fideuram Investimenti*

Dopo il forte recupero dei mercati di inizio anno spinto dal venir meno dei timori recessivi, lo scenario è stato caratterizzato dalle banche centrali che sono tornate a rendere più espansiva la politica monetaria e dalle tensioni tra USA e Cina che vanno oltre gli aspetti commerciali.

L'evoluzione della politica monetaria ha favorito il forte ribasso dei tassi di interesse globali e definito un contesto di ricerca di *carry* che ha dato supporto alle classi di attivo più rischiose attraverso la compressione degli *spread* di credito e l'espansione dei multipli azionari.

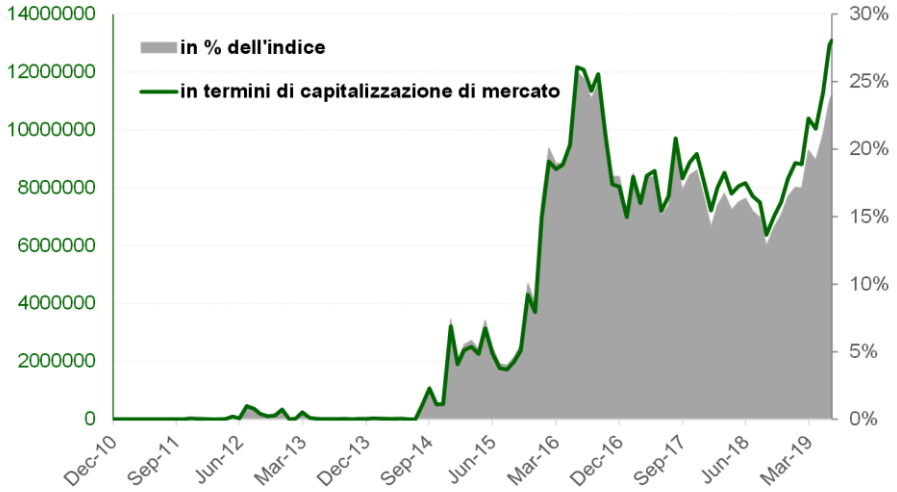
Per contro, momenti di maggiore volatilità sono stati associati all'acuirsi delle tensioni tra USA e Cina, dimostrando che le questioni aperte sono molteplici e lontane dall'essere risolte. Sul fronte politico, peraltro, rimangono aperte altre situazioni come Brexit e l'evoluzione politica italiana, che possono contribuire a creare momenti di maggiore incertezza.

Sino ad ora le correzioni dei prezzi indotte da queste situazioni e dall'imposizione delle tariffe si sono rivelate temporanee perché l'impatto macroeconomico è stato tutto sommato contenuto e compensato dalla politica monetaria. Peraltro, le condizioni finanziarie globali sono state mantenute accomodanti dall'aspettativa degli operatori di mercato che la dimensione complessiva degli interventi delle banche centrali sarà più robusta di quanto già annunciato, anticipando ulteriori ribassi nei tassi ufficiali.

Oggi circa il 30% delle emissioni incluse nell'indice Bloomberg Barclays Global Aggregate, che è rappresentativo delle obbligazioni globali governative e societarie di migliore qualità, tratta a tassi di rendimento negativi[1].

Questo contesto ha portato le valutazioni delle classi di attivo rischiose a posizionarsi nella parte alta del loro *range* storico, sebbene non a livelli estremi. Tuttavia, **i tassi negativi spingono le valutazioni delle *asset class* che offrono una remunerazione attesa positiva a trattare**, in alcuni casi, **anche a premio rispetto ai propri fondamentali**[2].

Titoli con rendimento negativo nell'indice Barclays Global Aggregate



Fonte: Bloomberg Barclays, Fideuram Investimenti

Con la politica monetaria in larga parte prezzata nelle valutazioni, **aumenta il rischio che il protrarsi delle tensioni politiche possa** avere un impatto sul *sentiment*, sulla tenuta della *supply chain* globale, con riflessi in particolare sui settori della tecnologia, e in generale **influenzare negativamente il ciclo economico**. In quest'ottica

[1] La percentuale si riferisce alle emissioni incluse nell'indice nella propria valuta di denominazione. Quanto consideriamo il costo della copertura valutaria che grava sull'investitore basato in euro che non vuole assumere rischio di cambio questa percentuale aumenta significativamente. Il rendimento a scadenza dell'indice Bloomberg Barclays Global Aggregate è 1.31% in dollari, ma negativo e pari a -0.13% quando si copre il rischio valutario contro euro (dati al 6 agosto 2019).

[2] Anche i titoli di stato italiani hanno seguito questo trend di discesa dei rendimenti fino a quando i timori di crisi di governo non hanno fatto risalire lo *spread*; le nostre analisi ci portano a definire il valore neutrale dello *spread* con il Bund in area 210 / 250 punti base, ma recentemente il BTP ha trattato a livelli più stretti di questi. Nella scomposizione dello spread la componente legata all'incertezza politica è quella che indice maggiormente sulla volatilità di breve periodo dello *spread* ed è tornata a riallargarsi con l'incertezza sulla tenuta della maggioranza che sostiene il governo.

si collocano le recenti tensioni valutarie con la svalutazione del renminbi che ha superato quota 7 contro dollaro e che ha messo pressione al complesso delle divise emergenti.

I nostri portafogli hanno recentemente ridotto l'esposizione al rischio e oggi mostrano un **sottopeso nella componente azionaria** (in particolare sui mercati più esposti al commercio internazionale, come Giappone e alcuni paesi europei ed emergenti) **e nei segmenti più rischiosi del mondo obbligazionario** (*high yield* e obbligazioni dei paesi emergenti in valuta locale).

Il **posizionamento a favore di metalli preziosi, obbligazioni societarie *investment grade* e debito emergente in valuta forte** compensa il sottopeso nelle obbligazioni governative di alta qualità. L'oro in questo contesto beneficia dell'atteggiamento accomodante delle banche centrali, dell'aumento dell'incertezza macroeconomica e della crescente percezione di una maggiore interferenza politica sulle decisioni monetarie.

Questo posizionamento riflette l'idea che **lo spazio di ulteriore miglioramento delle valutazioni delle principali classi di attività sia limitato** dopo il forte rialzo dei mercati da inizio anno, perché già incorporano il supporto delle banche centrali ma può pesare l'influenza di fattori politici e ciclici meno brillanti.

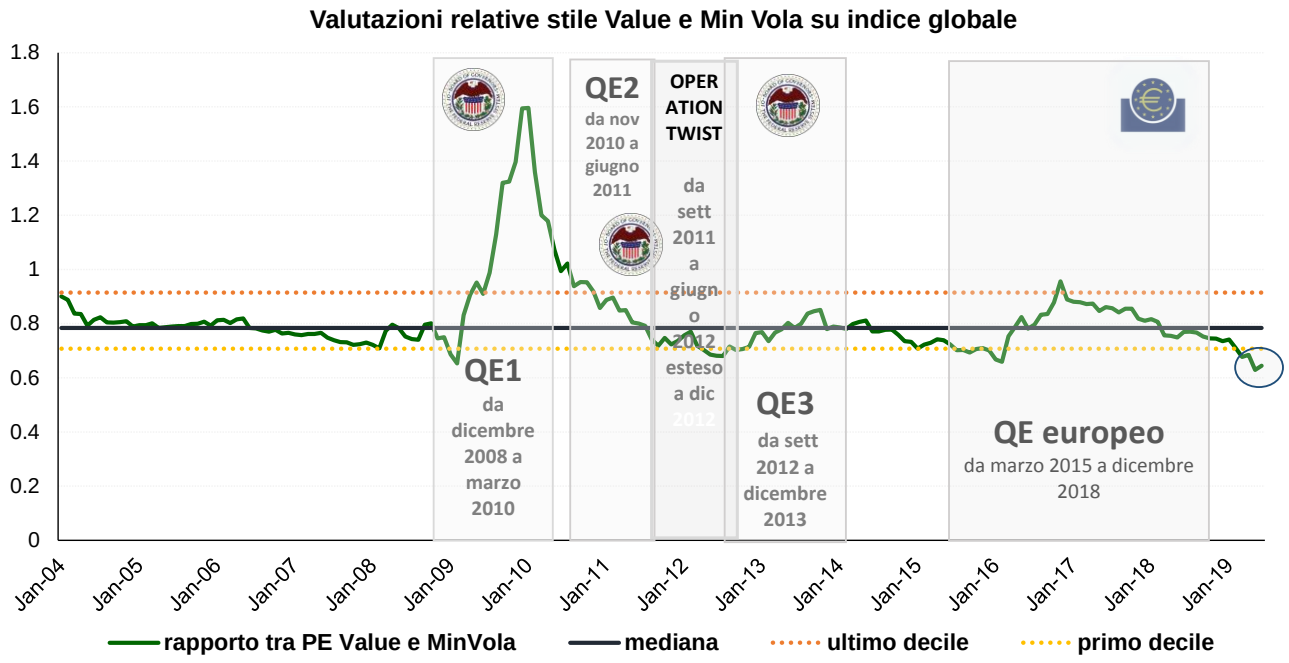
Manteniamo anche una esposizione al dollaro, con l'idea che il momento economico americano continui a mostrare, in termini relativi, più vigore rispetto all'Europa e ai paesi emergenti.

Non crediamo, tuttavia, **che il ciclo economico globale**, per quanto in rallentamento, **sia prossimo ad un periodo recessivo** nonostante l'indubbio aumento dell'incertezza che sta frenando gli investimenti delle imprese in beni capitali.

Per questo non abbiamo una opinione negativa sulle azioni in un orizzonte di più lungo periodo, e anzi pensiamo che l'attuale debolezza possa offrire opportunità di acquisto in alcuni segmenti, come le azioni USA dove il posizionamento degli investitori non è eccessivamente elevato e i fondamentali aziendali rimangono solidi.

Infine, la distanza tra le valutazioni delle azioni di maggiore qualità e crescita più elevata rispetto a quelle caratterizzate da valutazioni inferiori si è ampliata a livelli raggiunti solo poche volte in passato.

Continuiamo a privilegiare le prime, ma il gap valutativo suggerisce un posizionamento meno estremo.



FOCUS SU TARGET2: i saldi della discordia

Flavio Rovida – *Responsabile Ricerca Macroeconomica di Fideuram investimenti*

Ilaria Spinelli – *Analista team Ricerca Macroeconomica di Fideuram investimenti*

Nella fase più acuta della crisi del debito sovrano nel 2011-12, un tema molto tecnico e specialistico come l'andamento dei saldi di Target2 delle banche centrali dell'Eurozona ha generato notevole interesse nel dibattito economico e politico. Alcuni economisti, in particolare in Germania, consideravano l'ampliamento di questi flussi finanziari come un "salvataggio nascosto" delle economie periferiche allora in difficoltà (e che andava quindi, in qualche modo, affrontato e corretto). Altri economisti (e la BCE) argomentavano invece che l'emergere dei saldi di Target2 rifletteva in modo "fisiologico" i meccanismi di funzionamento delle politiche monetarie (convenzionali e non) dell'Eurozona, dato il disegno del sistema di pagamenti adottato nell'Area Euro ed il grado di decentralizzazione della politica monetaria nell'Unione Monetaria. Questa seconda posizione risulta, a nostro avviso più convincente, come questa nota vorrebbe evidenziare.

Il dibattito si è poi ridotto temporaneamente di intensità nella fase in cui, dopo il "*Whatever it takes*" del Presidente Draghi a fine luglio 2012, i timori sulla tenuta dell'euro si sono ridimensionati, ma è tornato attuale negli ultimi anni in presenza di un nuovo significativo ampliamento dei saldi di Target2, dopo l'avvio del QE da parte della BCE.

L'obiettivo di questa nota è di fornire un'introduzione al funzionamento del sistema di Target2, evidenziando come l'approccio decentralizzato della politica monetaria nell'Eurozona, unitamente alle scelte adottate dalla BCE a partire dall'inizio della crisi finanziaria siano fondamentali per comprendere l'origine di questi saldi.

La natura dei saldi di Target2 sarà messa, in particolare, in relazione con le voci del bilancio delle banche centrali, da un lato, e con le poste della bilancia dei pagamenti, dall'altro. Si intende inoltre delineare quali sono stati i fattori che hanno determinato l'aumento dei saldi, prima nel periodo della crisi finanziaria e della successiva crisi del debito (2008-2012) e poi, dopo il 2015, nel periodo di implementazione del QE da parte della BCE, con una particolare attenzione all'andamento dei saldi di Target2 nel caso dell'Italia.

Questa nota non affronta invece direttamente il tema molto complicato (non solo dal punto di vista economico, ma anche da quello politico e giuridico) delle implicazioni derivanti dall'esistenza di elevati squilibri nei saldi di Target2 in caso di uscita dall'euro di uno dei paesi membri o, addirittura, di *break-up* dell'Unione Monetaria nel suo complesso. Siamo convinti, peraltro, che in uno scenario di questo genere, vi sarebbero urgenze di carattere economico e politico ben più rilevanti del regolamento delle posizioni accumulate in Target2.

Target2: funzionamento, origine dei saldi e relazione con la politica monetaria della BCE

Prima di descrivere brevemente il funzionamento del sistema di pagamento Target2, è fondamentale precisare che **il particolare assetto istituzionale della politica monetaria nell'Area Euro è alla base dell'esistenza dei saldi (attivi o passivi) di Target2 di ciascuna banca centrale nazionale nei confronti della BCE**.

Una caratteristica peculiare dell'Area Euro è rappresentata dal fatto che le decisioni di politica monetaria sono accentrate nel Consiglio Direttivo della BCE, ma **l'effettiva implementazione di queste decisioni è notevolmente decentralizzata e viene pertanto delegata alle singole banche centrali nazionali** che compongono il cosiddetto Sistema Europeo delle Banche Centrali (SEBC). Al riguardo, è importante ricordare che tutte le istituzioni monetarie e finanziarie che rappresentano le controparti della BCE non detengono i propri depositi (o riserve) presso la BCE, ma solo presso una delle banche centrali nazionali.

Pertanto, le operazioni di politica monetaria (sia convenzionali che non) si riflettono, *in primis*, in un cambiamento delle voci dell'attivo e del passivo delle banche centrali nazionali (e, ovviamente, allo stesso tempo, anche nel bilancio aggregato del SEBC). Quando, ed esempio, una banca italiana riceve un prestito (a fronte di collaterale) da parte della BCE, questo prestito risulta come una variazione nella voce dei prestiti nell'attivo della Banca d'Italia e, allo stesso tempo, una variazione dell'entità delle riserve (ovvero dei depositi della banca che ha ricevuto il prestito) sul lato del passivo della Banca d'Italia.

Target2 rappresenta il principale sistema per pagamenti in euro di importo rilevante (Target è l'acronimo di Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System) **ed è operato direttamente dal SEBC**.

Il sistema Target (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system) ha iniziato ad operare il 4 gennaio 1999, pochi giorni dopo l'avvio dell'euro, per regolare gli ordini di pagamento provenienti dagli intermediari bancari e finanziari europei e consentire il funzionamento della politica monetaria comune. Target operava in base ad un principio di "armonizzazione minima" dei già esistenti sistemi nazionali. Nel 2007 il sistema si è poi evoluto in Target2, basato su una piattaforma unica condivisa (Single Shared Platform, SSP) sviluppata dalle banche centrali di Francia, Germania e Italia, al fine di armonizzare pienamente i servizi e i costi dei pagamenti e di rendere il sistema più flessibile a fronte dell'allargamento dell'Unione europea. Nel 2018 Target2 ha processato giornalmente in media 345 mila pagamenti, pari a circa 1700 miliardi di euro e settimanalmente un flusso di pagamenti pari al PIL annuale dell'intera Area Euro, qualificandosi così come uno dei più grandi sistemi di pagamento al mondo. Più di 1700 banche usano Target2 per eseguire operazioni in euro, per conto proprio o per conto della clientela. Se si considerano anche succursali e filiazioni, attraverso Target2 è possibile raggiungere oltre 55 mila banche (e i loro clienti) in tutto il mondo.

Il sistema Target2 consente il regolamento immediato di transazioni finanziarie in euro attraverso la variazione delle riserve che le istituzioni finanziarie detengono presso le banche centrali. Per comprendere il meccanismo che determina i saldi di Target2, si consideri, ad esempio, una banca italiana (Intesa) che, come corrispettivo di un acquisto di beni di un proprio cliente da una società tedesca, debba accreditare 1 milione di euro ad una banca tedesca (Commerzbank). In questo caso Intesa vedrà ridursi di 1 milione i propri depositi presso la Banca d'Italia, che "girerà" questi fondi a Commerzbank per il tramite di Target2. In questo modo, presso la Bundesbank i depositi di Commerzbank, la banca tedesca che riceve il pagamento, aumenteranno di 1 milione di euro. Al fine di evitare uno squilibrio nei bilanci della Banca d'Italia e della Bundesbank, deve però essere aggiunto un aumento delle passività di 1 milione di euro come debito della Banca d'Italia nei confronti della BCE (un saldo negativo di Target2) e un credito di 1 milione nell'attivo della Bundesbank (un saldo positivo di Target2 della Bundesbank nei confronti della BCE).

Le variazioni nei bilanci delle istituzioni coinvolte nella transazione (esclusa per semplicità la BCE) sono riassunte nella Figura 1. Si noti che la BCE ha un ruolo di *clearing house* nel sistema. L'esempio appena presentato semplifica decisamente il funzionamento del sistema Target2: in realtà, tutte le transazioni finanziarie gestite da Target2 vengono aggregate e "nettate" su base giornaliera, originando così i saldi (attivi o passivi) di Target2 per ciascuna banca centrale nei confronti della BCE, che vengono aggiunti a quelli cumulati nel corso del tempo.

FIGURA 1.

Intesa	
Attivo	Passivo
-1 *(riserve BI)*	-1 *(deposito cliente)*

Commerzbank	
Attivo	Passivo
+1 *(riserve Buba)*	+1 *(deposito cliente)*

Banca d'Italia	
Attivo	Passivo
	-1 *(riserve Intesa)* +1 *(passivo Target verso BCE)*

Bundesbank	
Attivo	Passivo
+1 *(attivo Target verso BCE)*	+1 *(riserve Commerzbank)*

E' importante notare che **il sistema di Target2 è utilizzato anche per l'implementazione della politica monetaria della BCE**. L'esempio che proponiamo ora, in particolare, verrà ripreso più avanti per evidenziare il legame tra *Quantitative Easing* della BCE e aumento dei saldi di Target2. Si consideri, nell'ambito del programma di QE (la cui implementazione è stata delegata pressoché interamente alle banche centrali nazionali), un acquisto di 10 milioni di BTP da parte della Banca d'Italia da un intermediario finanziario della City di Londra, che chiamiamo XYZ Bank e che accede al sistema di Target2 attraverso la Bundesbank (una situazione peraltro piuttosto ricorrente). Si noti che, anche se la Banca d'Italia ha acquistato titoli governativi italiani, **in questo caso la transazione è a tutti gli effetti *cross-borders*** e viene "intermediata" attraverso Target2 con la creazione di un passivo della Banca d'Italia verso la BCE e un corrispondente attivo della Bundesbank (sempre verso la BCE).

Pertanto ne risulta che, dal lato dell'attivo, i titoli detenuti dalla Banca d'Italia per finalità di politica monetaria aumentano di 10 milioni, mentre al passivo il saldo negativo di Target2 aumenta in misura corrispondente. Per quanto riguarda la Bundesbank, l'aumento delle riserve di 10 milioni di euro (ovvero il corrispettivo del pagamento dei BTP all'intermediario della City) sul lato delle passività è bilanciato da un aumento del saldo in credito di Target2 verso la BCE della stessa entità. Le variazioni di bilancio delle istituzioni del SEBC che hanno partecipato alla transazione sono presentate nella Figura 2. Ovviamente, se Banca d'Italia avesse acquistato i BTP da una banca italiana non vi sarebbe stata variazione alcuna nei saldi di Target2 come risultato diretto della transazione.

FIGURA 2.

Banca d'Italia	
Attivo	Passivo
+10	+10
(acquisto BTP)	*(passivo Target)*

Bundesbank	
Attivo	Passivo
+10	+10
(attivo Target)	*(riserve XYZ Bank)*

BCE	
Attivo	Passivo
+10	+10
(attivo Target verso Bankitalia)	*(passivo Target verso Buba)*

Un punto importante da sottolineare è che per ciascuna banca centrale del SEBC sia le passività sia i crediti originati da Target2 **sono solo nei confronti della BCE e non nei confronti di un'altra banca centrale del SEBC** (come ovvio, tra l'altro, per il fatto che si riferiscono al *netting* di operazioni su base aggregata). Non ha perciò alcun senso, ad esempio, riferirsi ai debiti di Target2 della Banca d'Italia nei confronti della Bundesbank.

Ne consegue, inoltre, che nel caso in cui un paese decidesse di fare *default* sulle passività di Target2 della propria banca centrale (in seguito ad un'eventuale uscita dall'euro), la conseguente perdita sarebbe subita dalla BCE (e suddivisa tra tutte le banche centrali del SEBC in proporzione alle *capital keys*, ovvero le quote del capitale nella BCE). E' utile inoltre ricordare che **i saldi di Target2 non rappresentano le uniche voci di attivo o passivo delle singole banche centrali nazionali nei confronti della BCE**. Ad esempio, anche la distribuzione delle banconote all'interno del SEBC determina saldi analoghi: le banche centrali, come la Bundesbank, che "emettono" banconote in misura superiore alla propria quota nel capitale della BCE, devono presentare una conseguente passività nei confronti della BCE, assimilabile ai saldi di Target2. Si noti che tutte le passività intra-SEBC, come i saldi di Target2, non hanno scadenza e pagano un tasso d'interesse eguale al tasso di rifinanziamento della BCE (pari allo 0% dal marzo del 2016).

I saldi di Target2 in relazione al bilancio delle banche centrali e alla bilancia dei pagamenti

I saldi di Target2 possono essere **presentati in relazione alle altre voci che costituiscono il bilancio delle banche centrali nazionali all'interno del SEBC** (come già evidenziato negli esempi precedenti). Poiché si riferiscono a transazioni finanziarie con l'estero, **i saldi di Target2 costituiscono però anche una voce della bilancia dei pagamenti** e possono quindi essere messi in relazione con le altre voci che descrivono i flussi finanziari *cross-border*.

In termini generali e molto semplificati, il bilancio di una banca centrale dell'Eurozona che presenti un saldo negativo di Target2, come quello della Banca d'Italia, può essere rappresentato nel modo seguente:

Attività	Passività
Operazioni di rifinanziamento	Banconote in circolazione
Titoli	Riserva obbligatoria
Altre Attività	Riserva in eccesso
	Capitale
	Target2

Se si ipotizza che le voci relative a Altre attività, Banconote, Riserve obbligatorie e Capitale siano costanti risulta che

ΔTarget2 = Δ (Operazioni di rifinanziamento + Titoli acquistati per finalità di politica monetaria) – Δ Riserve in eccesso (1)

In altri termini, **la variazione del passivo di Target2 riflette la differenza fra l'aumento dell'attivo per finalità di politica monetaria (la somma del rifinanziamento alle banche e degli acquisti di titoli) e l'aumento delle riserve in eccesso presso la banca centrale nazionale** (lo stesso vale ovviamente con segno invertito nel caso di un attivo di Target2).

Questa semplice equazione evidenzia che i saldi di Target2 rappresentano il corrispettivo di voci del bilancio di una banca centrale **direttamente legate alla conduzione della politica monetaria** (e, in particolare, come si vedrà oltre, delle implicazioni delle innovazioni di *policy* introdotte a partire dalla crisi finanziaria).

D'altro lato, è possibile analizzare i saldi di Target2 quale componente della bilancia dei pagamenti. Dall'identità della bilancia dei pagamenti segue infatti che, al netto di errori e omissioni (EO), il saldo di conto corrente (CA) deve essere finanziato dal conto capitale (KA) e/o dal conto finanziario (FA), ovvero

$$CA + KA + FA + EO = 0 \qquad (2)$$

A sua volta, il saldo del conto finanziario può essere disaggregato come segue

$$FA = FDI + PI + DER + RA + OTH \qquad (3)$$

dove FDI rappresenta gli investimenti diretti, PI gli investimenti di portafoglio (in azioni e obbligazioni), DER i derivati, RA le riserve ufficiali e OTH le altri voci.

I saldi di Target2 rappresentano una delle componenti della voce residuale OTH, che può essere quindi riscritta come OTH = Target2 + ROTH (4), dove ROTH rappresenta tutte le voci residuali eccetto i saldi Target2.

Sulla base di queste definizioni e disaggregando ulteriormente le voci che compongono gli investimenti di portafoglio (PI), la variazione del saldo di Target2 può essere presentata come segue:

Target2 = Saldo di conto corrente e conto capitale + Inv. Portafoglio esteri + Raccolta netta all'estero delle istituzioni monetarie e finanziarie residenti – Inv. di portafoglio dei residenti in titoli esteri + Residuo (5)

dove sulla base delle equazioni (2) e (3) la voce Residuo include FDI, DER, ROTH, RA e EO, mentre gli investimenti di Portafoglio esteri in (5) possono essere ulteriormente suddivisi in investimenti degli esteri in titoli pubblici, in titoli privati (escluse le obbligazioni bancarie) e in investimenti in obbligazioni bancarie dei residenti.

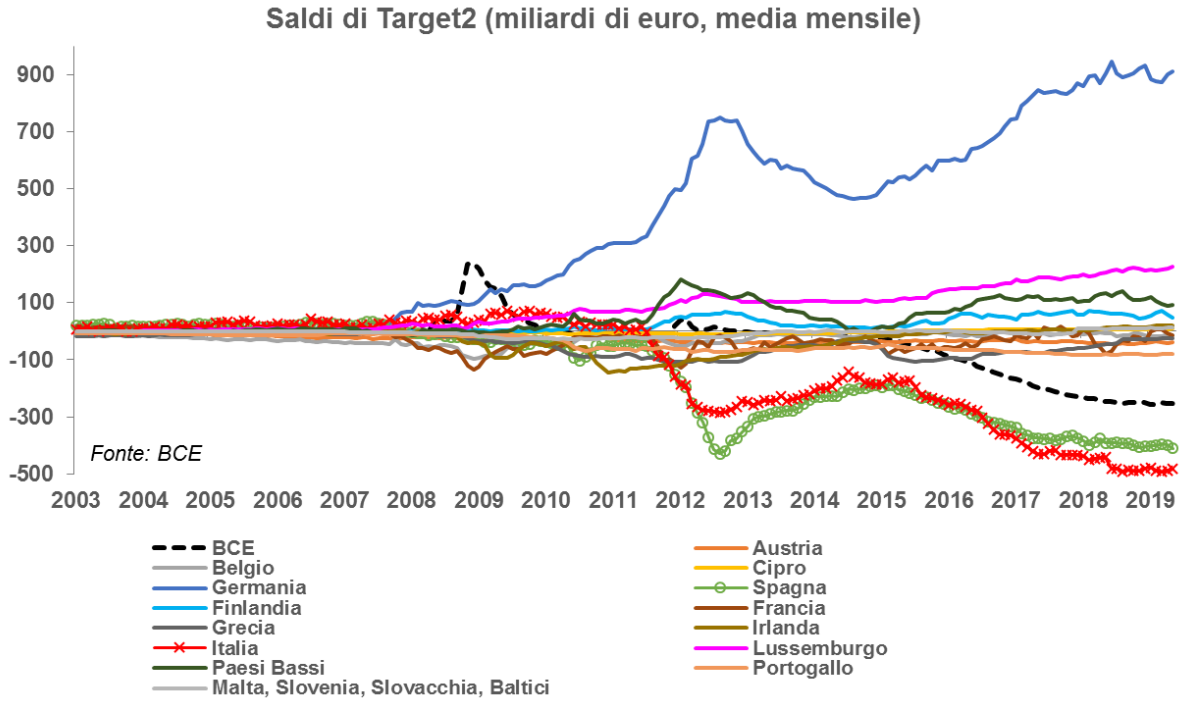
Questa disaggregazione delle controparti della variazione dei saldi di Target (che, tra l'altro, la Banca d'Italia presenta all'interno delle proprie statistiche sulla bilancia dei pagamenti) evidenza che **i saldi di Target2 possono essere "spiegati" in termini dell'andamento del conto corrente e/o delle principali voci del conto finanziario** e verrà utilizzata nella prossima sezione per analizzare le determinanti finanziarie dei movimenti dei saldi di Target2.

L'andamento dei saldi di Target2 e il caso dell'Italia

Il Grafico 1 mostra l'andamento dei saldi (attivi e passivi) di Target2 per le banche centrali dell'Area Euro a partire dal 2003 (i dati sono riferiti alle medie mensili dei saldi e sono di fonte BCE, l'ultimo dato disponibile è relativo a maggio).

Il grafico non è di immediata lettura perché il numero di paesi considerato è piuttosto ampio (anche se i dati relativi ad alcune banche centrali sono stati aggregati in una singola voce), ma risulta molto evidente come **nei primi anni dell'euro non si siano registrati squilibri nell'andamento di Target2** (i saldi per tutte le banche centrali oscillavano intorno alla zero).

GRAFICO 1.



Questi squilibri sono invece emersi a partire dalla crisi finanziaria e si sono poi ulteriormente amplificati nel periodo della crisi del debito sovrano e, dopo una fase di correzione, ancora di più dopo il 2015.

Il grafico evidenzia, in particolare, che la posizione creditoria della Bundesbank nei confronti della BCE per Target2, sostanzialmente pari a zero nel 2007, ha raggiunto un primo picco di 700 miliardi nell'estate del 2012 e, dopo una modesta correzione nel 2013 e 2014, è aumentata significativamente a partire dal 2015, **raggiungendo un picco di 932 miliardi nel dicembre 2018** (27% del PIL e 50% dell'attivo).

Saldi positivi di entità notevole sono stati anche accumulati dai Paesi Bassi (92 miliardi a maggio, pari al 12% del PIL), dal Lussemburgo (225 miliardi, ben 4 volte il PIL) e dalla Finlandia (49 miliardi, il 21% del PIL).

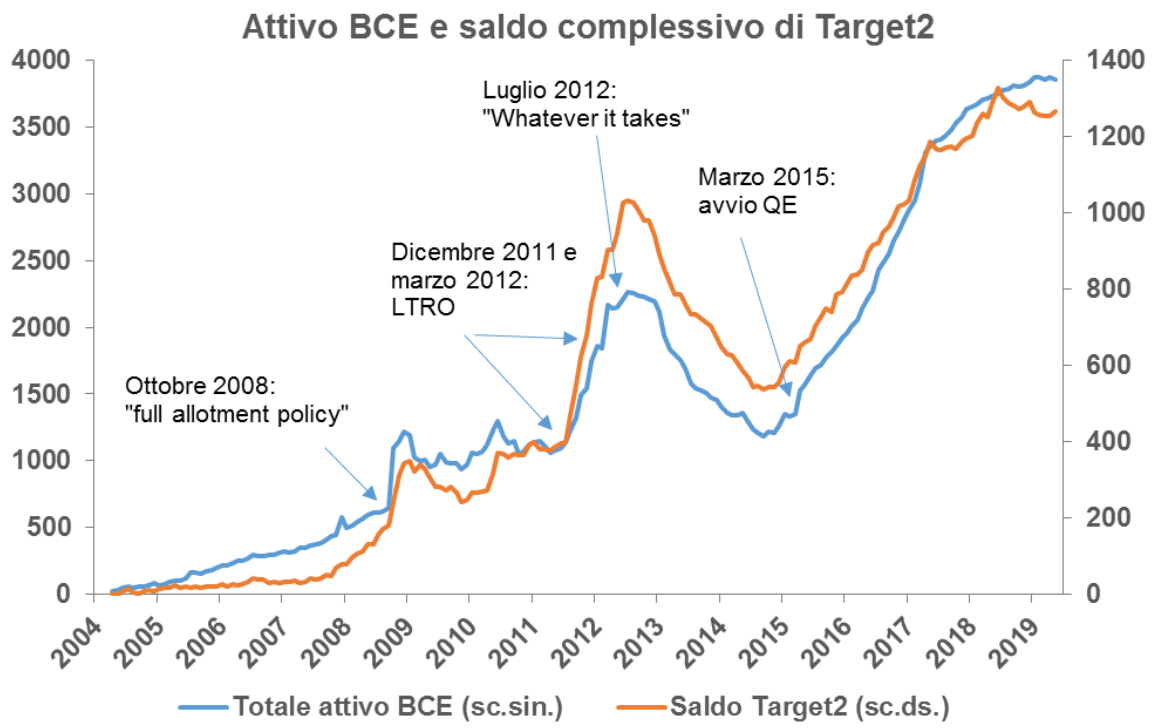
A fronte di questa dinamica si è registrato un **elevato e crescente passivo da parte delle banche centrali delle economie "periferiche"**: in particolare, il passivo di Target2 ha raggiunto, sempre a maggio di quest'anno in Italia, Spagna e Portogallo il valore rispettivamente di 483 (27% del PIL), 410 (il 34% del PIL) e 79 miliardi di euro (il 39% del PIL).

Da notare, inoltre, che a partire dal 2015 anche la BCE (si veda la linea tratteggiata nel Grafico 1) ha presentato un crescente saldo passivo (che ha raggiunto i 250 miliardi).

Quest'ultimo andamento può risultare sorprendente, ma in realtà è il risultato del fatto che una parte (circa il 10%) degli acquisti di titoli nel programma di QE sono stati effettuati direttamente dalla BCE e non dalle banche centrali nazionali.

Poiché, come notato nella sezione precedente, le banche che vendono titoli alla BCE non dispongono di un deposito presso la BCE, ma presso una banca centrale nazionale, ne consegue che la BCE registra un passivo di Target2 verso una banca centrale nazionale nel proprio bilancio come corrispettivo dell'acquisto di titoli all'attivo.

GRAFICO 2.



Fonte: BCE; miliardi di euro, variazioni cumulate dal 2004, per Target2 somma di tutti i saldi positivi

Il Grafico 2 mostra che **esiste un'elevata correlazione tra l'aumento dei saldi aggregati di Target2 (quale misura degli "squilibri" nel sistema) e la variazione dell'attivo totale della BCE**. Questo risultato non dovrebbe risultare sorprendente alla luce dell'analisi presentata in precedenza, che ha evidenziato come gli squilibri nei saldi di Target2 siano un risultato delle decisioni di politica monetaria adottate dalla BCE a partire dalla crisi finanziaria.

In particolare, il Grafico 2 evidenzia chiaramente che **i saldi di Target2 sono aumentati significativamente in tre fasi distinte**.

La prima fase si riferisce all'impatto della crisi finanziaria, con un primo picco dei saldi di Target 2 nel marzo 2009. In questo periodo la principale innovazione di politica monetaria introdotta dalla BCE è stata l'adozione (nell'ottobre del 2008, dopo il fallimento di Lehman Brothers) di aste di rifinanziamento per le banche in cui l'intera domanda è soddisfatta a tasso fisso (*fixed rate full allotment*).

La seconda fase nell'allargamento dei saldi di Target2 è quella relativa alla crisi del debito sovrano, in particolare nel momento in cui le tensioni hanno coinvolto Italia e Spagna nella seconda parte del 2011 e nel primo semestre del 2012, fino a mettere in dubbio anche la tenuta dell'Eurozona.

Le decisioni più rilevanti della BCE in questo periodo sono state l'introduzione di aste di rifinanziamento (LTRO) con scadenza triennale a fine 2011, che hanno gonfiato significativamente l'attivo della BCE, e gli acquisti di titoli governativi di Italia e Spagna nell'ambito del programma SMP.

Il picco dei saldi di Target2 in questa fase è stato raggiunto nell'agosto del 2012 (a circa 1000 miliardi di euro) ed ha coinciso con il "*Whatever it takes*" del Presidente Draghi, che ha ridimensionato i timori di *break-up* della moneta unica, determinando una significativa riduzione dei saldi di Target2 fino a inizio 2015 (con un minimo a circa 550 miliardi).

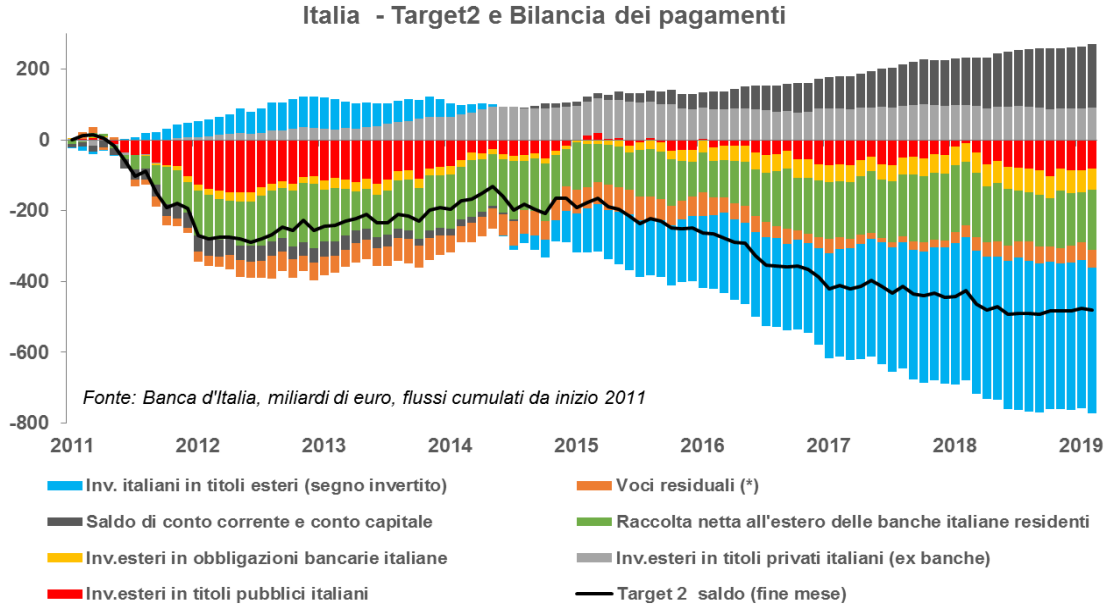
Cosa ha determinato l'aumento dei saldi di Target2 nel periodo della crisi finanziaria e della crisi del debito sovrano?

Questa dinamica è generalmente risultata dal fatto che **nelle economie periferiche si è registrato una "fuga di capitali"**: in particolare, gli investitori esteri hanno ridotto la propria esposizione ai titoli di debito pubblico dei paesi coinvolti nella crisi e le banche residenti hanno visto ridimensionata la propria capacità di ottenere finanziamenti nel mercato interbancario, a differenza di quanto successo negli anni precedenti la crisi.

Pertanto, **l'accesso alla liquidità fornita dalla BCE ha consentito al sistema bancario delle economie periferiche di ottenere fonti alternative di finanziamento**. **Questa dinamica è molto evidente nel caso dell'Italia** ed è illustrata nel Grafico 3, basato sulla relazione (5) presentata sopra, che mostra la notevole incidenza del deflusso di capitali relativo all'investimento estero in titoli governativi (barre rosse nel grafico) e alla raccolta sul mercato interbancario (barre verdi) sull'allargamento del passivo di Target2.

Si noti che solo in Grecia vi è evidenza che nel periodo della crisi il passivo di Target2 abbia riflesso una fuga di depositi dei residenti dal sistema bancario.

GRAFICO 3.



(*) Voci residuali: Investimenti diretti, derivati, voci residuali degli altri investimenti, riserve ufficiali, errori e omissioni

Non è corretto, invece, interpretare l'aumento dei saldi di Target2 come una conseguenza diretta di squilibri di parte corrente. Si noti, al riguardo, che negli anni precedenti la crisi finanziaria, alcune economie periferiche avevano registrato disavanzi di parte corrente molto elevati (fino al 10% del PIL in Spagna, quasi il 7% Irlanda, il 12% per il Portogallo e il 15% in Grecia), senza determinare però un passivo significativo nei saldi di Target2, poiché questi saldi erano stati interamente finanziati da flussi di investimenti privati, senza necessità di intermediazione da parte della liquidità della BCE. Anche nel caso dell'Italia, il Grafico 3 conferma che l'andamento del conto corrente non è rilevante nella dinamica del passivo di Target2.

La terza fase di allargamento dei saldi di Target2 avviene dopo l'inizio del 2015 ed è legata all'implementazione del *Quantitative Easing* da parte della BCE (iniziato appunto nel marzo del 2015 e terminato a fine 2018). Può sembrare sorprendente che una fase di ridimensionamento dei rischi sistemici nell'Eurozona si sia associata ad un aumento significativo dei saldi di Target2: è pertanto importante comprendere gli aspetti relativi alle modalità di implementazione del QE che hanno portato a questa dinamica.

Come già discusso, **gli acquisti di titoli nell'ambito del programma di QE sono stati condotti in larghissima parte dalle singole banche centrali del SEBC**, che hanno acquistato i titoli governativi del proprio paese (nel caso dei titoli governativi solo l'8% degli acquisti totali è stato effettuato direttamente dalla BCE). L'aspetto tecnico che è rilevante al riguardo è che, ovviamente, le banche centrali nazionali nell'ambito del QE possono acquistare titoli da intermediari finanziari non residenti, dando così luogo all'emergere di saldi di Target2, come evidenziato in precedenza nell'esempio dell'acquisto di BTP da parte della Banca d'Italia da una banca della City.

In altri termini, **anche se la banca centrale acquista titoli del proprio paese, la transazione che ne scaturisce ha natura *cross-border* e coinvolge un'altra banca centrale dell'Eurozona**. Sulla base dei dati forniti dalla stessa BCE (Economic Bulletin 2016/7), è noto che circa il 50% (in volume) delle transazioni del programma di QE

(il cui ammontare complessivo è stato di 2600 miliardi, comprensivi di titoli pubblici, *covered* e *corporate bonds* e *asset backed securities*) hanno interessato non residenti e circa l'80% ha avuto natura *cross-border*.

Il punto fondamentale, al riguardo, è che alcune banche centrali rappresentano un *hub* privilegiato per l'accesso al sistema di Target2 da parte di non residenti o hanno una relazione diretta con i principali centri finanziari: è questo il caso, in particolare, della Bundesbank e, in misura minore, della DNB, ma anche delle banche centrali della Finlandia e del Lussemburgo.

In altri termini, **è una conseguenza diretta delle modalità di implementazione del programma di QE che si sia registrato un aumento dei saldi di Target2** (associato inoltre con un'ulteriore concentrazione della liquidità in eccesso in alcuni paesi).

Al riguardo, è interessante notare che la stessa BCE ha fornito una simulazione sull'effetto dell'implementazione del programma di QE sull'andamento dei saldi di Target2 a livello aggregato (si veda il Grafico 4, tratto da una pubblicazione del Banco de Espana).

Il grafico mostra **l'evidente correlazione tra acquisto di titoli e aumento dei saldi di Target2** e suggerisce che, in realtà, l'incremento dei saldi di Target2 sia stato inferiore a quanto atteso sulla base dell'implementazione "meccanica" del QE.

GRAFICO 4.

Fonte: Eurosistema, Banca di Spagna

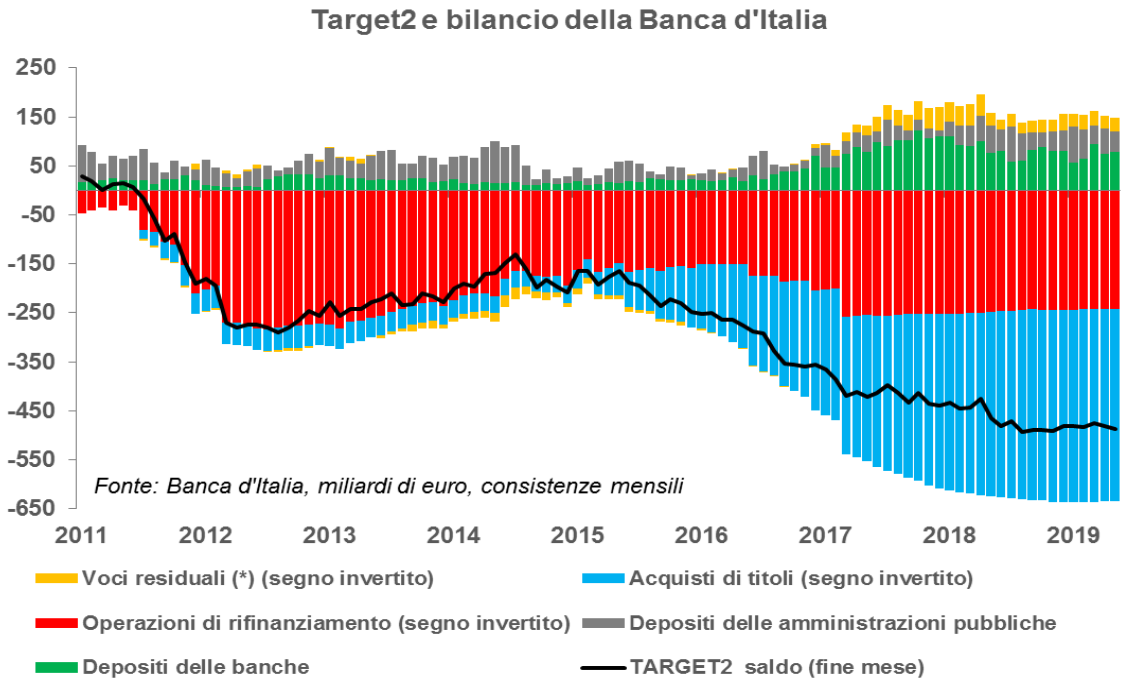
Un secondo aspetto legato al QE che ha influenzato la dinamica dei saldi di Target2 è quello legato al **ribilanciamento di portafoglio degli investitori che hanno ceduto i propri titoli alle banche centrali**.

Questo canale sembra avere avuto, in particolare, **un peso significativo nell'andamento dei saldi di Target2 nel caso dell'Italia**.

Il Grafico 5 mostra l'andamento delle principali voci del bilancio della Banca d'Italia ed evidenzia il ruolo degli acquisti di titoli nell'aumento del saldo passivo di Target2 a partire dall'inizio del QE nel marzo del 2015.

Più precisamente, in linea con la relazione (1) presentata in precedenza, il grafico evidenzia la relazione fra i saldi di Target2 e la differenza fra l'aumento dei titoli detenuti per finalità di politica economica e l'incremento dei depositi presso la banca centrale (che suggerisce appunto che una parte significativa degli acquisti della Banca d'Italia siano stati effettuati da non residenti e che una parte del corrispettivo delle cessioni di titoli siano stati investiti in titoli esteri da parte dei residenti).

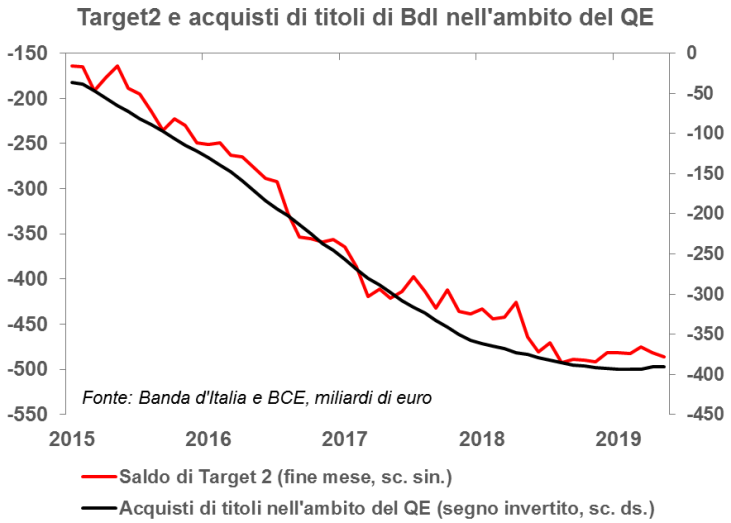
GRAFICO 5.



Voci residuali (*) : differenza tra banconote in circolazione e altre attività nette

Il Grafico 6 mostra, inoltre, **l'evidente correlazione fra gli acquisti di titoli della Banca d'Italia e l'aumento del passivo di Target2** (si noti però la diversa scala delle due serie): nel periodo del QE (marzo 2015 – dicembre 2018) i titoli detenuti dalla Banca d'Italia per finalità di politica monetaria sono aumentati di circa 350 miliardi e l'ammontare del saldo passivo di Target2 si è allargato di circa 315 miliardi. In aggiunta, il Grafico 3 evidenzia come a partire dal 2015 si sia registrata una significativa diversificazione verso titoli esteri da parte degli investitori italiani (le barre azzurre nel grafico). **L'andamento evidenziato dai due grafici non deve necessariamente essere interpretato come un segnale di "sfiducia" verso gli *asset* italiani** da parte dei residenti, quanto piuttosto come un riassestamento dei portafogli (in una fase di notevole compressione dei rendimenti sui titoli denominati in euro).

GRAFICO 6.



FOCUS SUL SETTORE MINERARIO E AURIFERO

A cura di BlackRock

Contesto Macroeconomico

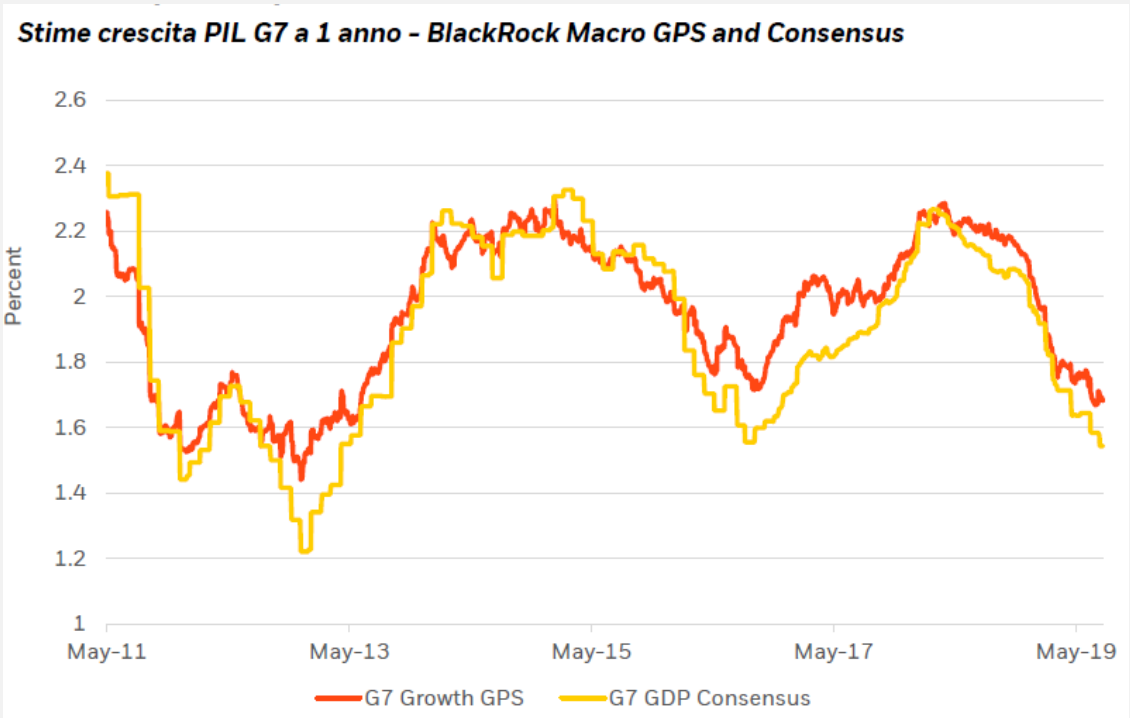
Mentre a livello micro vediamo forti discussioni sul settore delle risorse naturali, questo è sostenuto da un contesto macroeconomico relativamente incerto. Come dimostrano le stime di consenso degli analisti per la crescita del PIL del G7 a 1 anno (passata dal 2,27% di marzo 2018 all'1,54% di oggi), le aspettative di crescita globale sono peggiorate. L'indice PMI manifatturiero ha riportato un calo abbastanza significativo in questo periodo per gli Stati Uniti e la zona euro, mentre per la Cina è stato relativamente stabile: abbiamo visto alcune letture mensili inferiori a 50, a dimostrazione di una contrazione.

Le tensioni commerciali globali e gli attriti geopolitici rimangono elevati e danneggiano il *sentiment* degli investitori, aumentando l'incertezza. Nonostante i segnali di miglioramento sul tema delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina, prevediamo che queste continueranno per un po'di tempo, considerato il supporto bipartisan per una posizione dura nei confronti della Cina negli Stati Uniti, combinato con le difficoltà nel far applicare una soluzione al problema del trasferimento di tecnologia IP.

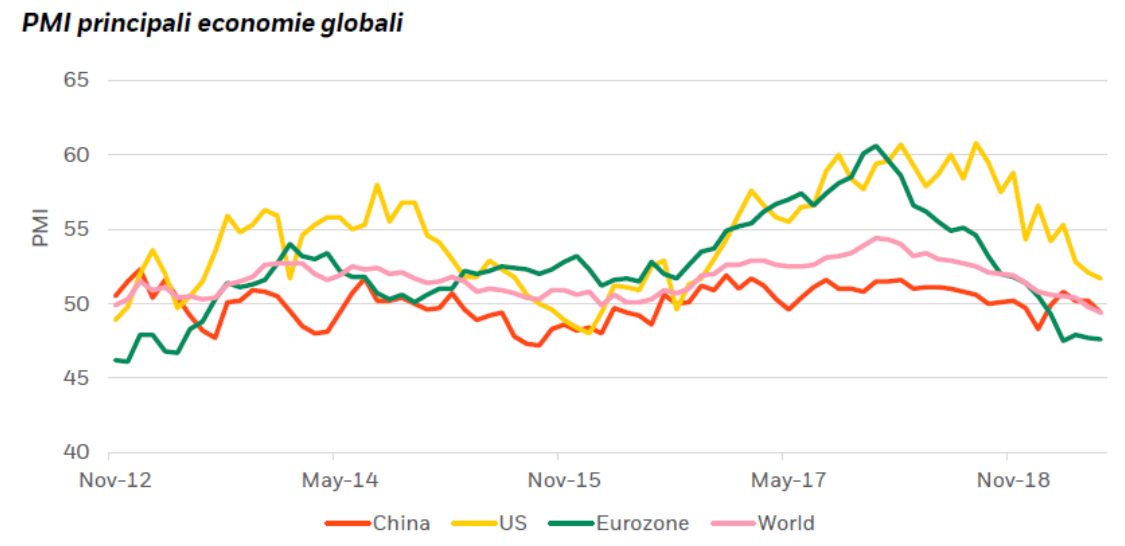
Nel frattempo, la curva dei rendimenti si è invertita, con il rendimento dei titoli di Stato a 2 anni superiore a quello a 5 anni: gli *spread* del tesoro implicano ora una probabilità del 29,6% di una recessione negli Stati Uniti nei prossimi 12 mesi.

Tuttavia, abbiamo visto una reazione delle banche centrali volta a stimolare la crescita, il che contribuisce a ritenere improbabile una recessione globale nei prossimi 12-18 mesi. Il nostro caso di base rimane una crescita globale positiva, sebbene a un livello inferiore rispetto a quanto previsto 1 anno fa.

La Federal Reserve americana ha operato i primi tagli sui tassi di interesse e la BCE ha messo sul tavolo un ulteriore round di QE, mentre la Cina ha ricevuto stimoli attraverso tagli al coefficiente di riserva, tagli fiscali e aumento della spesa per le infrastrutture. Quest'ultimo punto è particolarmente importante per il settore delle risorse naturali: seppur non ci aspettiamo lo stesso livello di stimolo che abbiamo visto all'inizio del 2016, prevediamo che arrivino comunque altri input e crediamo che la Cina continuerà a gestire un graduale rallentamento.



Fonte: BlackRock Investment Institute e Datastream, giugno 2019.



Fonte: BlackRock Investment Institute e Datastream, giugno 2019.

Prospettiva dell'oro: brillante

Guardando al futuro, riteniamo più probabile che tra un anno il prezzo dell'oro sarà più alto piuttosto che più basso, mentre prevediamo che le azioni di società aurifere offrano un beta superiore a 1 rispetto alle variazioni dei prezzi dell'oro. Per l'oro e i titoli azionari aurei il 2019 è stato finora un anno stellare: il prezzo dell'oro fisico ha segnato un rialzo del + 11,4%, mentre l'indice FTSE Gold Mines ha registrato un aumento di +33,4%. Ciò è stato particolarmente piacevole considerato che i mercati azionari più ampi hanno registrato rendimenti positivi e il dollaro USA si è rafforzato, fattori che normalmente creano un contesto difficile per l'oro.

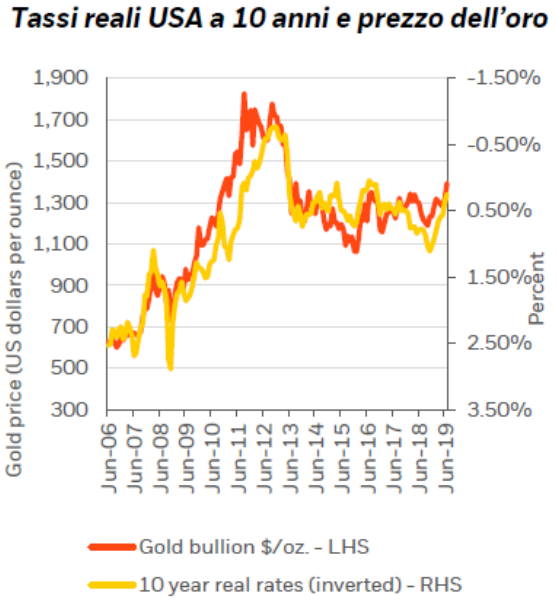
L'aumento dei prezzi dell'oro sembra essere stato guidato dalla forte domanda di investimenti in futures e ETF sull'oro fisico. A nostro avviso, la chiave di volta per la domanda di investimenti è stata la compressione dei tassi reali: il tasso reale sui governativi a 10 anni negli Stati Uniti è sceso allo 0,25% a luglio 2019, quando a inizio anno era a 0,92%. I tassi reali rappresentano il vero costo opportunità di detenere oro e prevediamo un ulteriore compressione nei prossimi 12 mesi. La FED americana è stata costretta a cambiare drasticamente la sua strategia e ci aspettiamo che prima di vedere una riduzione nel suo bilancio passerà ancora un considerevole periodo di tempo. Oggi, ci sono circa $14 trilioni di attività distribuite su obbligazioni a rendimento negativo, mentre l'oro rappresenta un bene rifugio a rendimento zero, che è comunque meglio di un rendimento negativo.

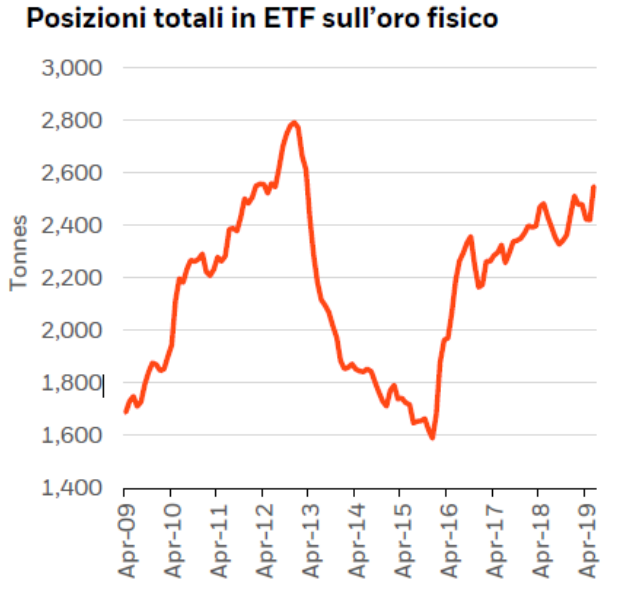
Oltre al calo dei tassi reali, un contributo alla domanda di oro come «bene rifugio" sembra essere arrivato dall'aumento dell'incertezza geopolitica, dalle preoccupazioni sulla crescita economica globale e dalla volatilità nei mercati azionari. Considerando la guerra commerciale USA-Cina, le tensioni militari nel Golfo, la Brexit nel Regno Unito ed il crescente protezionismo in generale, prevediamo un'elevata e persistente incertezza politica. Nel frattempo, nonostante il nostro scenario di base non includa una recessione globale nei prossimi 12-18 mesi, iniziamo a intravedere un maggior rischio di recessione. Al contempo, i mercati sembrano chiudere un occhio sulle potenziali implicazioni derivate dall'aumento dei livelli di indebitamento a livello globale. Inoltre, i mercati azionari sono ai massimi di tutti i tempi, dopo una straordinaria corsa al rialzo, con le valutazioni che in generale sembrano elevate.

Tutti questi fattori contribuiscono a sostenere la nostra opinione secondo cui la domanda di investimento in un «bene rifugio" è destinata a rimanere solida e vi è una forte argomentazione a favore della diversificazione, rivolgendosi all'oro e a titoli azionari auriferi.

Quest'anno abbiamo anche assistito a una forte domanda di oro da parte delle banche centrali, con 374 tonnellate di acquisti netti nel primo semestre del 2019, un aumento del 14,0% su base annua. Sebbene ci aspettiamo che nei prossimi 12-18 mesi la domanda di oro sarà principalmente guidata da investimenti in futures ed ETF sull'oro fisico, questo **aumento nella domanda da parte delle banche centrali è chiaramente utile e prevediamo che persista**.

Ragionando su un orizzonte temporale a più lungo termine, **prevediamo che il prezzo dell'oro tenderà al rialzo**, trainato dalla crescita economica in Cina e India, con un conseguente aumento della domanda al dettaglio, e dalla mancanza di investimenti recenti da parte delle società aurifere, che comporta dei limiti alla produzione delle miniere.





Fonte: BlackRock Investment Institute e Datastream, giugno 2019.

Outlook sul settore minerario: solidi flussi di cassa

Riteniamo che i prezzi delle materie prime siano generalmente supportati ai livelli attuali, mentre **le azioni minerarie siano valutate in maniera eccessivamente pessimistica, aprendo un'opportunità di ingresso**.

Il settore minerario è cresciuto del 18,7% dall'inizio dell'anno, una *performance* leggermente migliore rispetto ai mercati azionari. Il *sentiment* nei confronti del settore minerario è oscillato tra rialzista e ribassista, riflettendo la *view* degli investitori nei confronti della crescita economica globale e l'economia cinese. Come accennato in precedenza, il nostro scenario di base è che la Cina continui a gestire prudentemente un graduale rallentamento dell'economia rendendo stabile la domanda di materie prime minerarie.

Il 2019 è stato un anno con andamenti divergenti per le *commodities* minerarie, con i metalli preziosi che hanno sovraperformato, mentre la maggior parte dei metalli di base ha sottoperformato.

Il prezzo del ferro ha superato le aspettative, con un aumento del prezzo del minerale di ferro (62% fe) da $72,6 per tonnellata a $121 per tonnellata.

All'inizio di quest'anno, Vale (una grande azienda mineraria) ha subito danni ingenti a una delle sue dighe in Brasile. L'incidente ha provocato una tragica perdita di vite umane e ha costretto Vale a sospendere la produzione in alcune delle sue altre miniere durante le indagini su altre dighe. Questo, in combinazione con dei cicloni che hanno impattato la produzione nell'Australia occidentale e sul rifornimento stagionale presso le acciaierie cinesi, ha rafforzato significativamente il prezzo del ferro.

Sebbene questi potrebbero essere fattori relativamente temporanei e il prezzo del ferro potrebbe aumentare, non pensiamo che possa tornare ai livelli di inizio anni. Per le grandi società minerarie, che producono e spediscono ferro a circa $ 20 / tonnellata, ciò rappresenta una prospettiva utile ai margini e alla generazione di flussi di cassa.

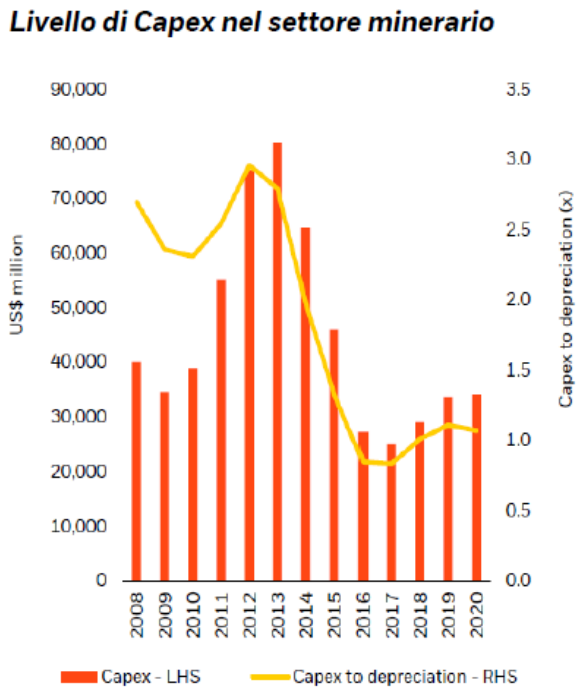
D'altro canto, abbiamo assistito a pressioni sulla maggior parte dei prezzi dei metalli di base, con i prezzi di rame, alluminio e zinco in calo (rispettivamente -0,4%, -4,6% e -2,0%). In particolare, sembra che il rame abbia sofferto la speculazione nel mercato dei *futures*, dove gli investitori sono andati *short* sul metallo, scommettendo sul deterioramento delle aspettative di crescita dell'economia globale.

Riteniamo che il prezzo sia sceso al di sotto del livello giustificato dai fondamentali di offerta e domanda fisica, creando a nostro avviso un'opportunità.

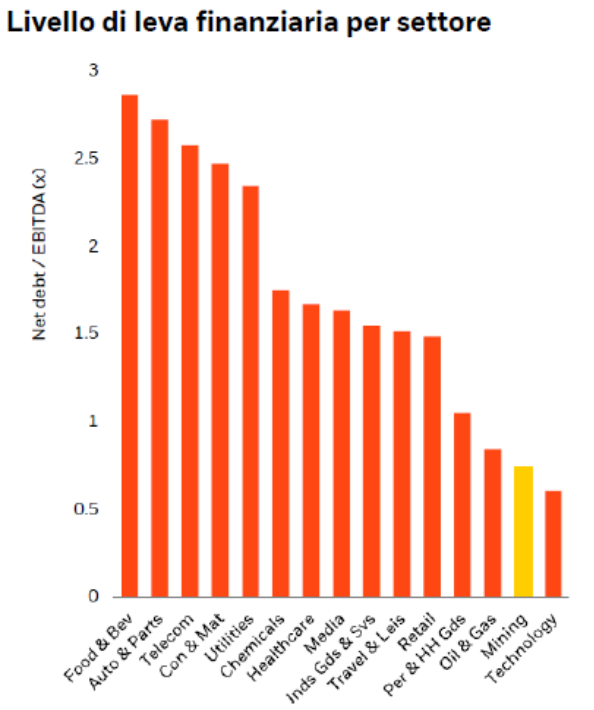
Per quanto riguarda le società del settore, continuiamo a faticare a capire la ratio per cui i titoli continuino a essere scambiati allo sconto attuale sui mercati azionari. Ciò potrebbe essere spiegato da una rotazione sui portafogli da parte degli investitori allo scopo di renderli più difensivi, oppure dall'incertezza nei confronti della Cina, la cui industria mineraria non ha convinto gli investitori.

A nostro avviso tuttavia, gli investitori stanno ignorando quelle che sono le principali caratteristiche del settore minerario: flussi di cassa che si aggirano intorno a livelli record, bilanci che, dopo un lungo periodo di riduzione del debito, mostrano un ottimo stato di salute. Tutto questo in aggiunta a società che mantengono una gestione disciplinata del capitale, offrendo anche restituzioni di capitale agli azionisti mediante dividendi e riacquisto di azioni.

Il *capital spending* nel settore si è più che dimezzato rispetto al 2013, con modesti aumenti negli ultimi due anni, mentre la narrativa da parte dei management aziendali è incoraggiante. Ad oggi, il settore minerario presenta il secondo minor livello di indebitamento a livello globale, e gli investitori vengono "pagati per aspettare", in quanto il settore dovrebbe restituire agli azionisti oltre 30 miliardi di dollari attraverso dividendi e riacquisti di azioni nel 2019, in aumento dai $15 miliardi del 2016.



Fonte: Bank of America Merrill lynch, gennaio 2019.



Fonte: Credit Suisse, al 31 gennaio 2019.

FOCUS SULL'AZIONARIO CINESE

A cura di UBS Asset Management

L'outlook di investimento per la Cina

– L'economia cinese sta rallentando, ma ci aspettiamo che la crescita si stabilizzerà e che ci sarà una ripresa "a L" nel secondo semestre 2019;

– Le politiche resteranno accomodanti. Ci saranno probabilmente ulteriori tagli al *reserve requirement ratio*, tagli delle tasse e riforme societarie nella seconda metà dell'anno;

– Le valutazioni azionarie restano interessanti e siamo positivi sui settori consumer, IT, *healthcare* e *insurance* dato che i fondamentali restano solidi;

– Un approccio "all-China" all'investimento azionario potrebbe offrire agli investitori il migliore modo di combinare le opportunità di investimento onshore e offshore.

L'outlook economico della Cina: una minore crescita va bene

L'economia cinese sta rallentando, così come la crescita globale. Il Fondo Monetario Internazionale stima una crescita del 6,3% per la Cina nel 2019, rispetto al 6,6% del 2018, e una crescita del 3,3% per l'economia mondiale nel 2019, rispetto al 3,6% del 2018.

L'economia cinese continuerà a rallentare?

Non crediamo che l'economia della Cina vedrà un continuo rallentamento e questo per diversi motivi. Prima di tutto le politiche di sostegno all'economia inaugurate nel quarto trimestre 2018 stanno appena iniziando ad avere effetto sull'economia reale. Nei prossimi sei mesi gli effetti delle misure adottate (inclusa la politica monetaria espansiva, i tagli delle tasse e le riforme societarie) diventeranno visibili nei dati ufficiali. Perciò ci aspettiamo una stabilizzazione dell'economia nel secondo semestre.

Attenzione all'importanza del settore *real estate* cinese

Ci aspettiamo un spinta positiva per l'economia proveniente dal settore *real estate* cinese. Quello che è successo negli ultimi mesi è che le vendite sono cresciute rapidamente, ma le reali costruzioni di immobili sono rimaste indietro[3]. Quando le imprese costruiranno effettivamente le abitazioni già vendute vedremo gli effetti di questa attività riversarsi sull'economia e quindi dare un'ulteriore spinta positiva nel secondo semestre, rafforzando le nostre aspettative di stabilizzazione della crescita.

Le politiche di sostegno si intensificheranno nel secondo semestre 2019 e nel 2020

Ci aspettiamo ulteriore supporto per l'economia. Considerando la politica monetaria cinese, ci aspettiamo ulteriori tagli dei tassi, probabilmente sotto forma di tagli al RRR nella seconda metà del 2019, il che si tradurrà probabilmente in un maggiore accesso al credito.

Questo significa che gli investitori dovranno abituarsi ad una nuova realtà, descritta come "le tre L":

- "L-shaped recovery" - Ripresa "a L": la crescita si stabilizzerà invece di rimbalzare. I *policymaker* si tratterrano dall'attuare un forte stimolo, preferendo interventi mirati per stabilizzare la crescita;

- "Longer business cycles" – Maggiore durata del ciclo di business: a causa del punto precedente, il ciclo di business sarà più lungo e stabile grazie all'approccio più misurato delle nuove politiche;

- "Longer-term quality growth" – Migliore qualità della crescita di lungo termine: le politiche di *deleveraging* e i nuovi regolamenti imposti nel 2017 e nel 2018 hanno definito una nuova disciplina e escluso del mercato le società di bassa qualità, migliorando l'outlook di lungo termine.

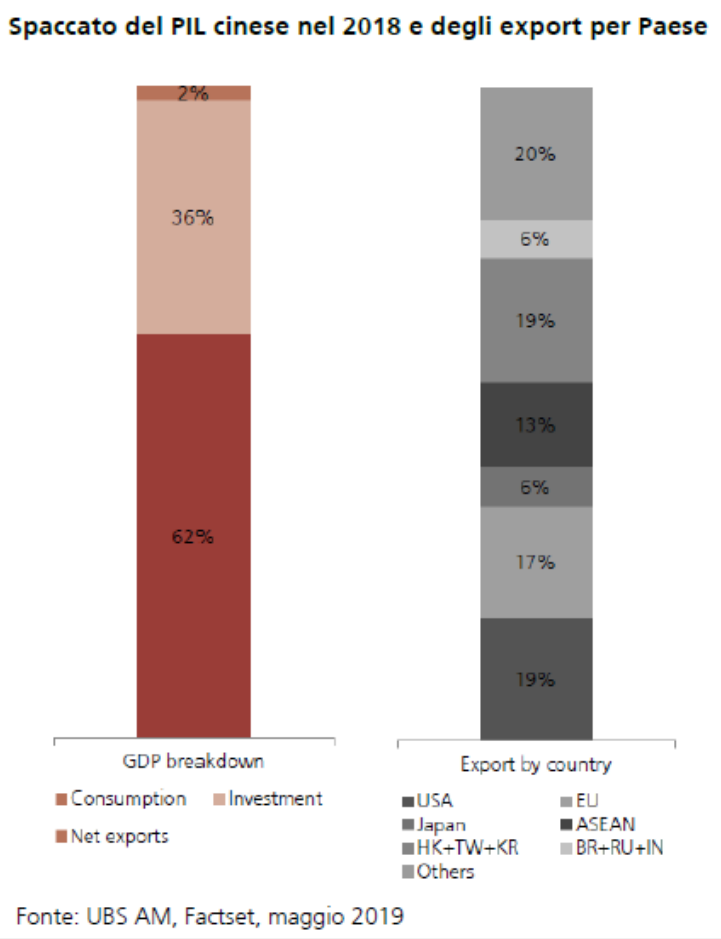
[3] China National Bureau of Statistics, giugno 2019

Con questi trend in atto e con la prospettiva di una ripresa "a L", crediamo che una minore crescita sia accettabile per la Cina.

Azionario cinese: non temete la volatilità, i fondamentali restano intatti

I negoziati commerciali tra Cina e USA stanno creando molta agitazione sui media. Questo probabilmente continuerà, dato che non ci aspettiamo una soluzione a breve.

Di conseguenza, il mercato azionario cinese resterà volatile.



La volatilità è normale sul mercato Cinese

La volatilità non è sconosciuta ai mercati azionari cinesi. In effetti i mercati cinesi sono volatili da un po' di tempo e questo non ci è nuovo, il punto è riuscire a sfruttare la volatilità a proprio vantaggio. Un modo per farlo è restare concentrati sui fondamentali.

Ignorate il rumore, concentratevi sui fondamentali

Nonostante l'agitazione per le tensioni commerciali e le preoccupazioni riguardo al rallentamento della crescita cinese, bisogna ricordare agli investitori che la Cina ha un'esposizione limitata al commercio con gli Stati Uniti.

Considerando le società incluse nell'indice MSCI China, solo l'1,8% del fatturato proviene dagli Stati Uniti[4]. Considerando le variabili macroeconomiche, gli export netti costituiscono solo il 2% per PIL della Cina, e gli export verso gli Stati Uniti costituiscono il 19% degli export totali[5].

Per quanto riguarda i fondamentali, ci concentriamo sulla domanda interna e sui fondamentali a lungo termine. Questi ultimi sostengono i quattro principali driver della domanda interna e rimangono robusti.

I quattro driver sono:

– **Crescita dei consumi:** la crescita dei consumi in Cina resta solida e molte delle società *consumer* che seguiamo hanno realizzato risultati al di sopra delle attese, nonostante l'agitazione dei media riguardo al conflitto commerciale.

– **Continua urbanizzazione:** la Cina continua ad urbanizzarsi rapidamente e questo sta creando grandi mercati urbani e sostenendo la domanda di servizi (per esempio quelli educativi).

– **Automazione e innovazione:** l'industria cinese ha il maggior numero di robot operativi al mondo e i continui investimenti in R&S sostengono una continua innovazione.

– **Invecchiamento della popolazione:** 245,9 milioni di persone in Cina avranno più di 65 anni entro il 2030, questo creerà una forte domanda di servizi in ambito *healthcare* e *insurance*.

Crediamo che questi fondamentali abbiano ancora molto potenziale di crescita e questo significa opportunità sui mercati azionari cinesi per gli investitori disciplinati.

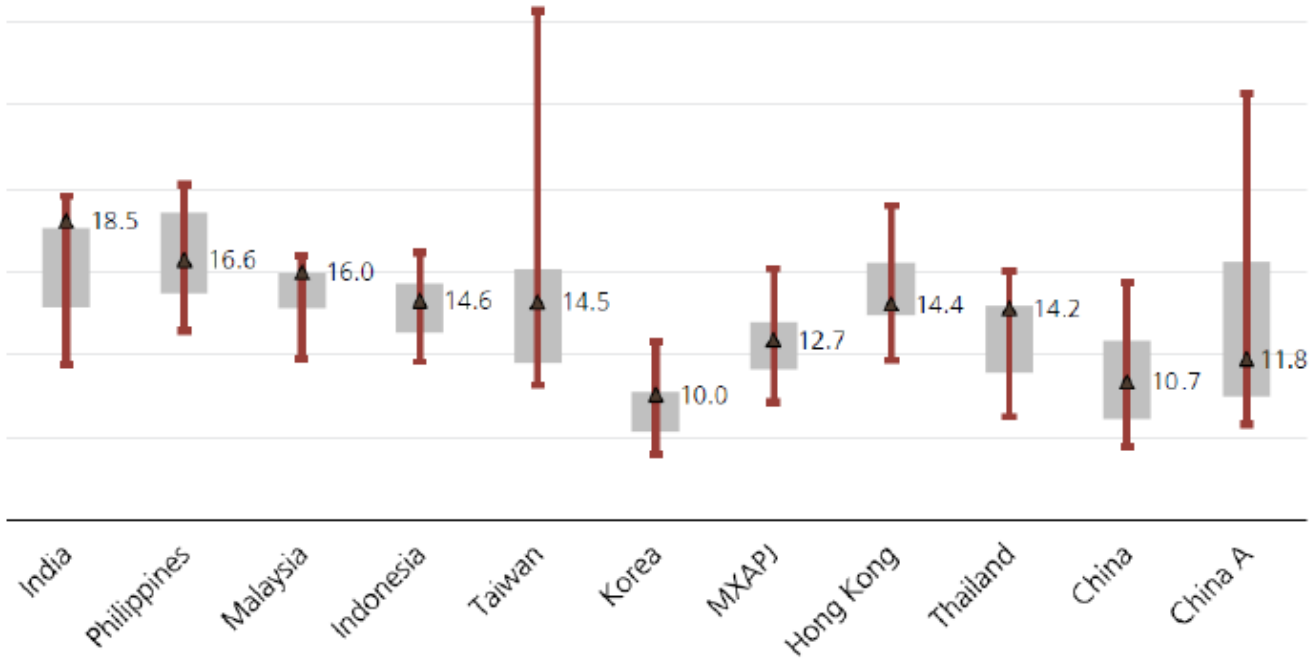
[4] UBS Asset Management, Factset, maggio 2019
[5] UBS Asset Management, Factset, maggio 2019

Sfruttate le valutazioni attuali e pensate ad una strategia

Le valutazioni attuali per il mercato azionario cinese sono interessanti sia dal punto di vista storico sia rispetto ad altri mercati nell'area Asia-Pacifico.

Il punto fondamentale per gli investitori è come accedere alle migliori opportunità. Ora che le riforme come Stock Connect hanno aperto il mercato cinese onshore al mondo, un approccio "all-China" che identifichi le migliori azioni sia sui mercati onshore che su quelli offshore potrebbe essere il miglior modo per gli investitori di sfruttare le opportunità offerte dall'azionario cinese.

Confronto tra mercati: 12M forward price-to-earnings ratio (P/E)



Fonte: FactSet, MSCI, UBS Asset Management, dati a fine maggio 2019

FOCUS SULLE OBBLIGAZIONI INFLATION LINKED

A cura di M&G Investments

Prospettiva sull'inflazione globale

L'inflazione globale ha registrato un declino costante nel corso dell'ultimo anno, ma siamo convinti che ci siano diversi fattori in grado di innescare un'inversione di tendenza nella seconda metà del 2019 e oltre.

In particolare, le nuove misure di stimolo messe in campo sia dalla Federal Reserve che dalla Banca Centrale Europea dovrebbero contribuire a contrastare l'effetto della crescita mondiale rallentata e a sostenere l'inflazione. C'è anche la prospettiva di un incremento degli stimoli fiscali, soprattutto negli Stati Uniti dove il presidente Trump vuole dare impulso alla crescita in vista delle elezioni del 2020.

La tendenza verso politiche commerciali più protezioniste è un'altra possibile fonte di pressione inflazionistica. L'*escalation* delle tensioni fra Stati Uniti e Cina e una Brexit senza accordo sono scenari che potrebbero comportare l'adozione di nuove tariffe doganali e il conseguente aumento dei prezzi al consumo.

Di seguito mettiamo in evidenza alcuni temi di rilievo legati all'inflazione che stiamo osservando nelle diverse regioni.

Stati Uniti

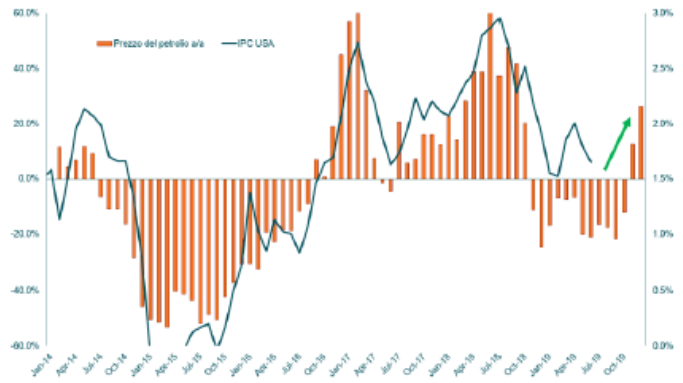
Sebbene l'economia statunitense sia tuttora robusta e vicina alla piena occupazione, le autorità di governo sono sul punto di lanciare nuove misure di stimolo sotto forma di tagli dei tassi d'interesse e aumento della spesa pubblica. **Riteniamo possibile che il mercato dei titoli indicizzati stia sottovalutando l'effetto inflattivo di queste politiche pro-cicliche**.

Intanto negli Stati Uniti i salari continuano a crescere a ritmo costante, con gli indicatori anticipatori che puntano a ulteriori aumenti man mano che il mercato del lavoro diventa ancora più teso. I redditi in ascesa, a loro volta, daranno sostegno ai consumi che restano il principale motore della crescita statunitense.

Vorremmo sottolineare anche la forte correlazione fra il petrolio e l'indice IPC statunitense: se i prezzi del greggio restano al livello attuale, daranno una spinta all'indice dei prezzi al consumo verso fine anno, quando il precedente declino uscirà dal calcolo dell'inflazione annua *(si veda il grafico 1)*

Grafico 1. **Variazione del prezzo del petrolio a/a e IPC USA**

Se il prezzo del petrolio resta ai livelli attuali, probabilmente vedremo un aumento dell'inflazione a fine anno.



Fonte: Bloomberg, 31 maggio 2019.

Si noti che le perfomance passate non sono indicative dei risultati futuri.

Eurozona

La BCE continua a perseguire con convinzione l'obiettivo di inflazione del 2%, e ci sono prove sempre più evidenti della disponibilità di Francoforte a effettuare altri tagli dei tassi d'interesse e mettere in campo nuove misure di QE per raggiungere questo traguardo.

L'inflazione nell'Eurozona dovrebbe essere sostenuta in parte anche dalla recente debolezza dell'euro, il cui arretramento di circa il 3% contro il dollaro USA nel 2019 ha fatto salire i costi delle importazioni che rappresentano una quota significativa dell'economia europea.

Se è vero che la crescita economica rimane sotto tono nella regione, vale la pena di notare che il tasso di disoccupazione continua a scendere gradualmente mentre i salari sono in costante aumento, il che dovrebbe rappresentare un altro puntello per l'inflazione.

Regno Unito

Ci aspettiamo che l'inflazione nel Regno Unito continui a dipendere in larga misura dai movimenti della sterlina. La valuta si è indebolita negli ultimi due mesi circa, con lo spettro di una Brexit senza accordo che alimenta il clima di timore. Data la forte dipendenza del Paese dalle importazioni, ci aspettiamo che la debolezza della sterlina si traduca in un rialzo dei prezzi al consumo nei prossimi mesi.

L'inflazione dovrebbe essere supportata anche dai salari tuttora in crescita a un ritmo vigoroso, pari al 3,4% nei tre mesi fino a maggio, rispetto allo stesso periodo dell'anno scorso.

Valutazioni dei titoli indicizzati all'inflazione

Il declino delle aspettative di inflazione negli Stati Uniti e in Europa, nel corso dell'ultimo anno, è imputabile principalmente ai timori per il rallentamento della crescita mondiale e ai prezzi petroliferi in calo.

Il Regno Unito ha visto una tendenza opposta, in cui le dinamiche di inflazione sono state influenzate prima di tutto dalla debolezza della sterlina dovuta alla persistente incertezza sulla Brexit (*si veda il grafico 2*).

Nel complesso, le aspettative di inflazione in Regno Unito ci sembrano ormai pienamente scontate e vediamo pertanto un margine di rialzo limitato da qui in poi. Tuttavia, al momento rileviamo un certo valore nelle aspettative di inflazione negli Stati Uniti e nell'Eurozona, con il mercato che appare eccessivamente pessimista sulle prospettive di inflazione, soprattutto se si considera l'impatto delle future misure di stimolo e degli effetti base dei prezzi petroliferi.

Grafico 2.

Aspettative di inflazione (swap su inflazione a 5 anni)

Fonte: Bloomberg, 30 luglio 2019.

Si noti che le perfomance passate non sono indicative dei risultati futuri.

Regno Unito

Le valutazioni dei titoli indicizzati all'inflazione si sono mossi per lo più in risposta alle notizie politiche e alle oscillazioni della sterlina. La recente nomina di Boris Johnson alla carica di Primo ministro ha innescato un'ulteriore flessione della valuta britannica, con il mercato che ora sconta una maggiore probabilità di uscita dall'UE senza accordo.

Sebbene la sterlina possa scendere ancora, a seconda di come si concluderà la saga Brexit, pensiamo che questo ormai sia quasi del tutto riflesso nel prezzo dei titoli britannici indicizzati all'inflazione. Inoltre, anche nell'eventualità di un esito sfavorevole sul fronte della Brexit, resta incerta l'entità dell'ulteriore declino della sterlina, visto che la Banca d'Inghilterra potrebbe intervenire per sostenere la valuta. Di conseguenza, vediamo un potenziale di rialzo limitato per i tassi di *breakeven* britannici e manteniamo un posizionamento prudente.

Stati Uniti ed Eurozona

Dal nostro punto di vista, entrambi questi mercati offrono un valore interessante, sulla base del livello attuale dei tassi di *breakeven*. Negli Stati Uniti, sono soprattutto quelli a breve-medio termine ad avere il potenziale di tornare rapidamente a valori normali, visto lo scenario economico positivo: il PIL ha fatto segnare un progresso del 2,1% nel secondo trimestre, contribuendo ad attenuare la paura che il Paese fosse sull'orlo di una recessione.

Vorremmo sottolineare anche gli effetti base positivi del petrolio più caro, su base annua, dato che i tassi di *breakeven* statunitensi sono particolarmente sensibili ai movimenti dei prezzi petroliferi.

Anche nell'Eurozona i tassi di *breakeven* potrebbero rimbalzare nel breve termine, quando saranno annunciate le nuove misure di stimolo. Tuttavia, l'inflazione di fondo resta ostinatamente bassa intorno all'1% e pensiamo che il mercato vorrà vedere qualche segnale concreto di crescita sostenuta di questa variabile prima che possa verificarsi un aumento pronunciato dei tassi di pareggio. Detto questo, dal punto di vista delle valutazioni, i tassi di *breakeven* dell'Eurozona rappresentano un buon valore relativo, dopo aver ampiamente sottoperformato quelli statunitensi negli ultimi anni (*si veda il grafico 3*).

Grafico 3.
Aspettative di inflazione USA e nell'Eurozona

Fonte: Bloomberg, 30 luglio 2019.

Si noti che le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

FIDEURAM INVESTIMENTI

A cura della Direzione Investimenti

Flavio Rovida
Responsabile Ricerca Macroeconomica
Fideuram Investimenti

Ilaria Spinelli
Analista team Ricerca Macroeconomica
Fideuram Investimenti

Luca Vaiani
Responsabile Investment Strategy
Fideuram Investimenti

Renato Zaffuto
Responsabile Area Investimenti
Fideuram Investimenti

In collaborazione con :

BLACKROCK®

UBS

M&G INVESTMENTS

Documento a cura di Fideuram Investimenti SGR

Per ogni richiesta di informazioni si prega di contattare il team **Marketing e Comunicazione**
e-mail: FIComunicazione@fideuramsgr.it

QUESTO DOCUMENTO È PRODOTTO IN UN NUMERO LIMITATO DI COPIE, ESSO È RIVOLTO E STRETTAMENTE RISERVATO AD INTERMEDIARI AUTORIZZATI O INVESTITORI PROFESSIONALI E NON È DESTINATO ALLA DISTRIBUZIONE AL PUBBLICO.

Il presente documento è pubblicato da Fideuram Investimenti SGR S.p.A., società iscritta all'albo delle Società di Gestione del Risparmio tenuto dalla Banca d'Italia ai sensi dell'articolo 35 del D. Lgs. 58/98, al n. 12 nella Sezione Gestori di OICVM, sottoposta alla direzione e coordinamento di Intesa Sanpaolo S.p.A. e appartenente al Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, iscritto all'Albo dei Gruppi Bancari.

Questo documento- è prodotto in un numero limitato di copie ed è redatto a soli scopi informativi. Esso è **rivolto e strettamente riservato ad intermediari autorizzati o investitori professionali e non è destinato alla distribuzione al pubblico**. Le informazioni contenute nel documento, pertanto, sono confidenziali e non dovranno mai essere, in tutto o in parte, divulgate a terzi, né copiate, distribuite, trasmesse o riprodotte. Fideuram Investimenti SGR **declina qualsiasi responsabilità in caso di diffusione e/o consegna del presente documento a terze parti**. Le informazioni, le opinioni e i dati contenuti in questo documento non costituiscono in alcun modo ricerca, raccomandazione, consiglio di investimento, consulenza all'investimento o altra forma di consulenza e sono soggetti a modifiche. **I dati, ove non diversamente specificato, non tengono conto del regime fiscale applicabile**. Questo documento non ha finalità di, né costituisce in alcun modo un'offerta di acquisto o vendita o una sollecitazione all'investimento in alcun prodotto finanziario citato e non costituisce un messaggio promozionale o sollecitazione all'investimento rivolto a persone residenti negli USA, in Canada o a soggetti residenti in paesi in cui i prodotti non sono autorizzati o registrati per la distribuzione o in cui Prospetto non è stato depositato presso le competenti autorità locali.

I RENDIMENTI PASSATI NON SONO INDICATIVI DI POSSIBILI RENDIMENTI FUTURI. NON VI E' GARANZIA DI OTTENERE UGUALI RENDIMENTI PER IL FUTURO.

Tale documentazione non è stata depositata in Consob ai sensi dell'art. 101 del d.lgs. 58/98 e successive modifiche.

Fideuram Investimenti SGR declina ogni responsabilità per eventuali investimenti effettuati esclusivamente sulla base del presente messaggio.

Copyright © 2015 Fideuram Investimenti. Tutti i diritti riservati. Tutti gli altri marchi appartengono ai rispettivi proprietari.

Se non diversamente specificato, tutte le informazioni contenute nel presente documento sono aggiornate alla data che appare sulla prima pagina di copertina.

A scopo informativo e di marketing da parte di UBS. Solo per clienti professionali. Prima di investire in un prodotto leggere con attenzione e integralmente l'ultimo prospetto. Le informazioni e le opinioni contenute nel presente documento si basano su dati attendibili provenienti da fonti affidabili, tuttavia non danno diritto ad alcuna pretesa riguardo alla precisione e alla completezza in relazione ai titoli, ai mercati e agli sviluppi in esso contenuti. I membri del Gruppo UBS SA hanno diritto di detenere, vendere o acquistare posizioni nei titoli o in altri strumenti finanziari menzionati nel presente documento. La vendita dei fondi UBS qui menzionati nel presente documento può non essere appropriata o permessa in alcune giurisdizioni o per determinati gruppi di investitori e non possono essere né offerte, né vendute o consegnate negli Stati Uniti. Le informazioni qui specificate non sono da intendersi come una sollecitazione o un'offerta per l'acquisto o la vendita di qualsivoglia titolo o strumento finanziario connesso. I risultati passati non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati futuri. La performance indicata non tiene conto di eventuali commissioni e costi addebitati all'atto della sottoscrizione e del riscatto di quote. Commissioni e costi incidono negativamente sulla performance. Se la valuta di un prodotto o di un servizio finanziario differisce dalla vostra moneta di riferimento, il rendimento può crescere o diminuire a seguito delle oscillazioni di cambio. Questo resoconto è stato redatto senza particolare riferimento né a obiettivi d'investimento specifici o futuri, né alla situazione finanziaria o fiscale né tantomeno alle speciali esigenze di un determinato destinatario. Le informazioni e le opinioni contenute in questo documento sono fornite da UBS senza garanzia alcuna, sono esclusivamente per uso personale e per scopi informativi. Indipendentemente dallo scopo, il presente documento non può essere riprodotto, distribuito o ristampato senza l'autorizzazione scritta di UBS Asset Management Switzerland AG o una locale società affiliata. Fonte di tutti i dati e di tutti i grafici (dove non diversamente indicato): UBS Asset Management.
Il presente documento contiene dichiarazioni che costituiscono «affermazioni prospettiche», che comprendono, tra l'altro, affermazioni concernenti i prossimi sviluppi della nostra attività. Benché queste affermazioni prospettiche rappresentino le nostre valutazioni e attese circa l'evoluzione della nostra attività, vari rischi, incertezze e altri importanti fattori potrebbero far sì che gli andamenti e i risultati effettivi si discostino notevolmente dalle nostre aspettative. Riguardo ai termini finanziari, è possibile reperire informazioni aggiuntive al seguente indirizzo: ubs.com/glossario © UBS 2019.
Il simbolo delle chiavi e UBS sono fra i marchi protetti di UBS. Tutti i diritti riservati.

BlackRock

Questo materiale è destinato esclusivamente ai clienti professionali (come definiti dalle norme FCA o MiFID) e agli investitori qualificati e non deve essere utilizzato da altre persone.

Predisposto da BlackRock Investment Management (UK) Limited, autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority. Sede legale: 12 Throgmorton Avenue, Londra, EC2N 2DL. Tel: 020 7743 3000. Registrato in Inghilterra n. 2020394. Per la vostra protezione le chiamate telefoniche sono di solito registrate. BlackRock è un nome commerciale di BlackRock Investment Management (UK) Limited.

La performance passata non è un indicatore affidabile dei risultati attuali o futuri e non dovrebbe essere l'unico fattore di considerazione nella scelta di un prodotto o di una strategia.

Capitale a rischio. Il valore degli investimenti e il reddito che ne deriva possono diminuire o aumentare e non è garantito. Non è possibile recuperare l'importo originariamente investito. Variazioni dei tassi di cambio tra le valute possono causare una diminuzione o un aumento del valore degli investimenti. La fluttuazione può essere particolarmente marcata nel caso di un fondo a maggiore volatilità e il valore di un investimento può diminuire improvvisamente e sostanzialmente. I livelli e la base imponibile possono variare di volta in volta.

Qualsiasi ricerca contenuta nel presente documento è stata predisposta, condotta od acquisita da BlackRock per i propri scopi. I risultati di tali ricerche sono resi disponibili solo incidentalmente. Le opinioni espresse non costituiscono un consiglio, una raccomandazione né una sollecitazione ad effettuare alcun investimento in specifiche strategie di investimento, asset class o fondi gestiti e/o promossi da BlackRock e sono soggette a modifiche. Le opinioni espresse non riflettono necessariamente le opinioni di qualsiasi società del Gruppo BlackRock e non vengono fornite garanzie circa la loro accuratezza.

Questo documento ha solo scopo informativo e non costituisce un'offerta o un invito ad investire in fondi BlackRock e non è stato preparato in relazione a tale offerta.

© 2019 BlackRock, Inc. Tutti i diritti riservati. BLACKROCK, BLACKROCK SOLUTIONS, iSHARES, BUILD ON BLACKROCK, SO WHATH DO I DO WITH MY MONEY e il logo stilizzato i sono marchi registrati e non registrati di BlackRock, Inc. o delle sue filiali negli Stati Uniti e altrove. Tutti gli altri marchi sono di proprietà dei rispettivi proprietari.

M&G INVESTMENTS

Il presente documento è concepito a uso esclusivo di investitori qualificati. Non destinato alla distribuzione ad altri soggetti o entità, che non devono basarsi sulle informazioni in esso contenute. Queste informazioni non costituiscono un'offerta o una sollecitazione di offerta per l'acquisto di azioni di investimento di uno dei Fondi qui citati. Gli acquisti relativi a un Fondo devono basarsi sul Prospetto Informat ivo corrente. Copie gratuite degli Atti Costitutivi, dei Prospetti Informativi, dei Documenti di Informazione Chiave per gli Investitori (KIID) e delle Relazioni annuali e semestrali sono disponibili presso M&G International Investments S.A. Tali documenti sono disponibili anche sul sito: www.mandgitalia.it. Prima della sottoscrizione gli investitori devono leggere il Prospetto informativo, che illustra i rischi di investimento associati a questi fondi. Questa attività di promozione finanziaria è pubblicata da M&G International Investments S.A. Sede legale: 16, boulevard Royal, L-2449, Luxembourg..

Il valore e il reddito degli asset del fondo potrebbe diminuire così come aumentare, determinando movimenti al rialzo o al ribasso del valore dell'investimento. Non vi è alcuna garanzia che l'obiettivo del fondo verrà realizzato ed è possibile che non si riesca a recuperare l'importo iniziale investito. Il fondo può essere esposto a valute diverse. I derivati sono usati per minimizzare l'impatto delle variazioni dei tassi di cambio, pur non potendo sempre completamente eliminarlo. Si noti che le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.