

Giugno 2017

View

Fideuram Investimenti

SCENARIO MACROECONOMICO

In un contesto di crescita globale che rimane favorevole, anche se probabilmente la fase di più marcata accelerazione è ora alle spalle, la sorpresa più rilevante nel corso delle ultime settimane è venuta dall'**andamento piuttosto dimesso dell'inflazione**. In particolare, risulta **decisamente sorprendente il rallentamento dell'inflazione negli USA**, dove peraltro il tasso di disoccupazione è su livelli storicamente molto bassi. Abbiamo pertanto spostato a dicembre il prossimo rialzo della Fed, nell'ipotesi peraltro che l'inflazione si risvegli nel corso dei prossimi mesi. Confermiamo invece la nostra previsione che la BCE annunci la riduzione graduale del proprio programma di QE entro fine anno.

MERCATI AZIONARI

Il momento ciclico favorevole e la crescita degli utili contribuiscono a determinare uno scenario favorevole alle azioni, soprattutto nel contesto dell'Eurozona. Tuttavia, la recente forza dei mercati rende le valutazioni meno attraenti in termini assoluti, giustificando il mantenimento di una posizione di sovrappeso più moderato rispetto ai mesi scorsi.

Cosa ci aspettiamo...

Confermiamo la preferenza per l'area europea dove l'evoluzione politica favorisce una riduzione del premio per il rischio. Manteniamo il sottopeso sul mercato USA che tratta a valutazioni abbastanza ricche, mentre siamo moderatamente positivi sul mercato giapponese e neutrali sui listini emergenti.

MERCATI OBBLIGAZIONARI

Il contesto globale di buona crescita consente alla Fed di proseguire nel processo di rialzo dei tassi e spinge la BCE verso la riduzione del QE, mentre l'inflazione contenuta mantiene bassa la volatilità della parte a lunga delle curve e favorisce i segmenti del credito a maggiore rendimento.

Cosa ci aspettiamo...

Siamo sottopeso nel comparto obbligazionario, ed in particolare sui titoli governativi e investment grade, dove i rendimenti attesi sono bassi e le valutazioni più vulnerabili ad una politica monetaria meno accomodante. Rimaniamo neutrali sugli high yield e positivi sui paesi emergenti, che offrono opportunità di diversificazione e carry più elevato. Nel credito societario confermiamo la preferenza per il settore finanziario, mentre a livello geografico vediamo con favore l'area USA rispetto a quella europea perché caratterizzata da valutazioni relative più attraenti.

SCENARIO MACROECONOMICO

USA: L'inflazione va nella direzione sbagliata

Dopo l'andamento molto dimesso registrato nel primo trimestre, **la crescita risulta ora in accelerazione**, anche se su ritmi un poco più deboli rispetto alle nostre attese di un mese orsono. Prevediamo per il secondo trimestre una crescita del PIL del 2.7% annualizzato e ritmi analoghi anche per il prossimo trimestre. La sorpresa più significativa è venuta piuttosto dai dati sull'inflazione che sono **risultati più deboli delle attese in maggio per il terzo mese consecutivo**. Questa dinamica risulta alquanto sorprendente, visto il grado di utilizzo delle risorse dell'economia USA (il tasso di disoccupazione, ad esempio, al 4.3% è ai minimi dal 2001). Nella riunione di metà giugno la Fed ha sottolineato che considera il rallentamento dell'inflazione uno sviluppo "temporaneo" e, come ampiamente atteso, ha proceduto ad aumentare i tassi di 25 pb, e **a fornire i dettagli delle modalità di riduzione del proprio attivo**. E' probabile che quest'ultima decisione sarà formalmente annunciata nella riunione di settembre.

Area Euro: Crescita più forte, ma BCE prudente

Eurostat ha rivisto al rialzo la crescita del primo trimestre (al 2.3% t/t annualizzato dal 2%) e della seconda metà dello scorso anno. Le inchieste presso le imprese segnalano inoltre un ulteriore rafforzamento nel secondo trimestre, per cui prevediamo ora una crescita al 2.5% (dal 2% precedente). **Abbiamo pertanto rivisto al rialzo la nostra stima di crescita per il 2017 al 2.1% (+0.2%) e per il 2018 all'1.7% (+0.1%)**. Il rischio politico si è ridotto: la Grecia ha ottenuto la nuova tranche del terzo pacchetto di aiuti e Macron ha ottenuto la maggioranza assoluta alle elezioni parlamentari in Francia (pur con un tasso di astensione elevatissimo) e proverà ad attuare le riforme promesse. In Italia, invece, il rischio di elezioni anticipate, che aveva innervosito i mercati, è scemato. Nonostante un crescita più forte e sempre più diffusa tra le economie dell'Area, **la BCE nella riunione di giugno è rimasta ancora molto cauta**, poiché non è abbastanza convinta che l'inflazione sia su un sentiero di stabile rialzo. **E' quindi probabile che la rimozione del QE nel 2018 sarà molto graduale**.

Giappone: Ancora presto per l'exit strategy

Il dato finale relativo alla crescita del primo trimestre è stato, del tutto a sorpresa, rivisto al ribasso (dal 2.2% all'1.0% annualizzato), ma prevediamo una **decisa riaccelerazione nel secondo trimestre** e, in generale, una crescita abbastanza vivace nel 2017. **L'inflazione, d'altro lato, si sta confermando piuttosto dimessa**, pur con qualche segnale di recupero. In questo contesto, non sorprende che la BoJ non abbia apportato nessuna modifica di rilievo alla conduzione della propria politica monetaria nel corso di quest'anno (anche se l'ammontare di titoli pubblici effettivamente acquistati è recentemente diminuito). Riteniamo che **la BoJ non avvierà la cosiddetta "exit strategy" dal programma di QE almeno fino alla fine di quest'anno**.

MERCATI AZIONARI

In cerca di direzione

Nel corso dell'ultimo mese i mercati hanno ancora complessivamente tenuto, ma con una connotazione più difensiva sia a livello di allocazione geografica che di settori e stili.

A livello di paesi si è infatti assistito a una rinnovata preferenza per il listino USA e a un ritorno positivo per le borse dell'area asiatica - sia sviluppata che emergente - a fronte di più evidenti alleggerimenti delle posizioni nella regione latinoamericana e in quella est-europea. Le modifiche in area emergente tradiscono una minore direzionalità dei mercati e una maggiore cautela nei confronti dei contesti più esposti in caso di apprezzamento del dollaro.

Tra i mercati europei, hanno mostrato una maggiore tenuta la Germania, la Francia e la Spagna, mentre hanno risentito dell'incertezza politica l'Italia nella seconda parte di maggio e la Gran Bretagna a seguito dell'esito delle elezioni.

In ambito settoriale sono stati penalizzati i comparti energetico e tecnologico, mentre il recupero della spesa per investimenti si è riflesso in una apprezzabile performance dei beni industriali e la discesa dei tassi governativi nel recupero delle *utility*.

L'attenuarsi del *trade* reflattivo e i movimenti dei tassi hanno favorito i titoli a bassa volatilità, mentre non vi sono state particolari distinzioni tra gli altri stili a livello di indici globali.

L'andamento dei mercati è risultato coerente con l'indicazione di parziale presa di beneficio suggerita il mese scorso e con la maggiore selettività suggerita nei confronti dei mercati emergenti.

In ottica prospettica riconosciamo che la dinamica degli utili e la prosecuzione della fase di espansione mondiale continuano a rappresentare uno scenario favorevole all'investimento azionario, soprattutto nel contesto Eurozona. Con la riduzione del rischio politico, anche i flussi di investimento esteri stanno rientrando nella regione. Va tuttavia considerato che in termini valutativi i recenti guadagni hanno reso i mercati meno attraenti in termini assoluti, giustificando un andamento più laterale, per cui il giudizio positivo mantiene un'intensità moderata.

A giustificare il favore geografico nei confronti dell'Europa concorrono le valutazioni relative, sia nei confronti dei listini azionari USA che rispetto ai rendimenti obbligazionari (anche *high yield*).

Manteniamo un orientamento moderatamente negativo nei confronti del mercato statunitense per via di multipli ormai cari, sensibilità alle condizioni monetarie e finanziarie (ovvero all'andamento dei tassi e del dollaro) e difficoltà dell'amministrazione Trump.

Confermiamo l'opinione moderatamente favorevole nei confronti del Giappone, per i buoni fondamentali e le politiche *corporate* più favorevoli agli azionisti in termini di distribuzione dividendi e operazioni di buyback. L'indicazione è risultata remunerativa nell'ultimo periodo, ma i mercati giapponesi sono soggetti in scenari diversi all'elevata sensibilità al tasso di cambio.

Sui mercati emergenti l'approccio si conferma selettivo per la presenza di rischi politici idiosincratichi e il differente condizionamento derivante dalle dinamiche statunitensi su tassi e cambio nelle diverse aree. Inoltre le revisioni al rialzo degli utili sono state già molto sensibili rispetto ai progressi dell'attività e potrebbero smorzare la spinta esercitata negli ultimi mesi.

MERCATI OBBLIGAZIONARI

Governativi: performance sostenute da dinamiche inflattive contenute

I mercati obbligazionari hanno registrato nel periodo una performance positiva, beneficiando di dati reali e inflattivi in media più deboli delle attese in USA. Un mercato del lavoro ormai in piena occupazione non si è tradotto in un'apprezzabile accelerazione dell'inflazione consentendo alla Fed di seguire un percorso di normalizzazione dei tassi molto graduale. La banca centrale americana ha rialzato a giugno i Fed Fund, di fatto mandando un segnale forte circa la fiducia nel percorso di ripresa economica in atto.

La curva dei Treasury ha proseguito il movimento di appiattimento con il differenziale tra i titoli a 2 e 10 anni che si è riportato sui livelli pre-elezione di ottobre scorso. Il rally delle parti a lunga delle curve riflette una compressione dei livelli di inflazione scontata nel mercato, mentre tornano a salire i rendimenti reali.

All'interno dell'area Euro in buon recupero i titoli di stato italiani dopo il mancato accordo sulla legge elettorale che allontana il rischio di elezioni anticipate in autunno. Nel meeting di giugno, la BCE ancora non ha delineato un piano di riduzione del QE, riconoscendo da un lato il miglioramento delle prospettive di crescita e procedendo dall'altro ad una revisione al ribasso delle proprie proiezioni di inflazione.

Ai livelli attuali confermiamo la preferenza relativa per il mercato americano rispetto a quello europeo sulla base di considerazioni valutative, sebbene, in termini assoluti le valutazioni appaiano care e il posizionamento medio di mercato particolarmente lungo.

I tassi tedeschi rimangono troppo bassi rispetto a metriche valutative. Inoltre gli sviluppi politici positivi in Francia e il venir meno di rischi di elezioni anticipate in Italia riducono ulteriormente l'attrattività del mercato *core* europeo. I tassi dell'Area Euro in generale appaiono vulnerabili ad un probabile graduale rientro dello stimolo monetario della BCE dal quale dovrebbe conseguire una progressiva reintroduzione dei premi per il rischio, finora artificialmente compressi.

L'aggiustamento dei tassi verso l'alto avverrà presumibilmente in maniera lenta e non lineare (anche rispetto a situazioni di *risk off* di mercato), ma nell'attuale contesto macro i limitati spazi di ulteriore discesa dei tassi, rispetto ai rischi di risalita, supportano il mantenimento della posizione di sottopeso nel reddito fisso europeo.

Prodotti a spread

I titoli societari hanno beneficiato della discesa dei tassi, con spread che si sono compressi solo marginalmente o sono rimasti invariati. Le obbligazioni governative emergenti hanno continuato a catalizzare l'interesse degli investitori, come confermato sia dai flussi in ingresso sia dalle *performance*.

In prospettiva manteniamo il posizionamento di sottopeso del segmento *investment grade*, neutralità verso il comparto *high yield* e preferenza per il debito emergente.

Confermiamo inoltre la preferenza relativa verso il comparto finanziario in termini settoriali, sia per ragioni valutative sia per l'impatto benefico di un possibile rialzo dei tassi *core*.

Il debito emergente continua a rappresentare una buona opportunità di diversificazione con un extra-rendimento ancora apprezzabile sia in termini nominali che reali, anche se in ridimensionamento.

Pur confermando la valutazione positiva per il debito in valuta locale riteniamo che un contributo positivo della componente valutaria possa prodursi in un contesto di cambio euro dollaro che rimane in *trading range* (area 1,15-1,05).

FIDEURAM Investimenti Sgr SPA

Piazza Erculea, 9 – 20122 Milano
Telefono +39 02 725071 – Fax 02 72507626
fideuraminvestmentisgr@fideuramsgr.it
www.fideuramassetmanagement.it

Società del gruppo **INTESA**  **SANPAOLO**

DISCLAIMER:

Il presente documento ha natura informativa e non contiene raccomandazioni o proposte ad effettuare operazioni su strumenti finanziari né costituisce o contiene offerte, inviti ad offrire, messaggi promozionali, pubblicitari o sollecitazione all'acquisto o alla vendita di strumenti finanziari rivolti al pubblico.

Le informazioni, di cui al presente documento, vengono aggiornate su base mensile e sono acquisite da fonti ritenute attendibili dal mercato, senza che Fideuram Investimenti SGR S.p.A. possa tuttavia garantirne in assoluto la veridicità e la completezza.

Le opinioni, previsioni o stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione dello stesso, e non costituiscono in alcun modo un indicatore dei risultati o di qualsiasi altro evento futuro.

Fideuram Investimenti SGR S.p.A. si riserva il diritto di modificare, in ogni momento, le analisi e le informazioni ivi riprodotte.