

View

Fideuram Investimenti

SCENARIO MACROECONOMICO

A fine giugno il Presidente Draghi, peraltro con toni molto prudenti, ha per la prima volta segnalato che nel corso dei prossimi mesi la BCE inizierà la “strategia di uscita” dalle politiche ultra-espansive. Confermiamo la nostra attesa per un annuncio della riduzione graduale degli acquisti nel programma di QE per settembre (o ottobre al più tardi). La Fed, d’altro lato, si avvia con elevata probabilità ad annunciare l’inizio della riduzione dell’attivo in settembre, mentre attendiamo il prossimo rialzo dei tassi per dicembre, a condizione che l’inflazione torni a risalire nel corso dei prossimi mesi. Non vi sono state invece modifiche significative nella condotta e nella comunicazione della BoJ.

MERCATI AZIONARI

Riduciamo il peso delle azioni a neutrale per via della maggiore incertezza legata al comportamento delle banche centrali che prospettano una riduzione dello stimolo monetario.

In termini geografici...

In USA le valutazioni azionarie sono più vulnerabili in situazioni di rialzo dei tassi di interesse, nonostante la crescita degli utili agisca a supporto dei listini. Manteniamo la preferenza per i mercati dell’Eurozona, pur con gradazione inferiore in ottica di presa di beneficio, e Giappone, caratterizzati da un contesto macro e valutazioni relativamente più attraenti.

MERCATI OBBLIGAZIONARI

Dopo la Fed, anche la BCE e altre banche centrali stanno iniziando a guidare il mercato verso una prospettiva di normalizzazione della politica monetaria, spinte da dati macro che confermano un buon momento ciclico globale. Per un sostenuto ciclo di rialzo dei tassi ufficiali occorre evidenza di un recupero dell’inflazione, ma già la modifica di atteggiamento delle banche centrali a favore di una riduzione dello stimolo monetario può determinare la reintroduzione di una certa quantità di premio per il rischio nelle valutazioni delle diverse classi di attività, come mostrato nelle ultime settimane.

A livello di comparti...

Confermiamo il sottopeso sul reddito fisso; pensiamo che i tassi governativi non offrano particolare valore, e soprattutto in Europa, siano vulnerabili a modifiche del programma di QE. Manteniamo una preferenza per il debito dei paesi emergenti e per gli emittenti del settore finanziario, mentre il credito societario appare complessivamente caro

SCENARIO MACROECONOMICO

USA: Riduzione dell'attivo vicina per la Fed

I dati delle ultime settimane **confermano l'accelerazione della crescita del PIL vicino al 3% nel secondo trimestre**, dopo il deludente andamento del trimestre precedente, grazie principalmente alla ripresa dei consumi (anche se le vendite al dettaglio in maggio e giugno non sono state molto brillanti). Anche la crescita dell'occupazione è tornata decisamente vivace con un aumento medio mensile vicino alle 200 mila unità tra aprile e giugno e il tasso di disoccupazione si è confermato a giugno su livelli storicamente molto bassi (4.4%), pur senza determinare un'accelerazione dei salari negli ultimi mesi. La dinamica dell'inflazione, decisamente sotto le attese tra marzo e maggio, è rimasta ancora piuttosto dimessa anche nel mese di giugno. In questo scenario appare probabile che **la prossima mossa della Fed sarà l'annuncio, nella riunione di settembre, dell'inizio della riduzione dell'attivo**, mentre il prossimo rialzo dei tassi dovrebbe essere deciso nella riunione di dicembre, a condizione che l'inflazione torni a salire nel corso dei prossimi mesi.

Area Euro: Timide prove di "tapering"

Il quadro congiunturale nell'Area Euro rimane positivo. A maggio la produzione industriale ha accelerato ai massimi dal 2011, i consumi privati sono tornati a crescere su ritmi del 2% annualizzato, gli ordini sono rimasti robusti, come anche le esportazioni. **Nel secondo trimestre la crescita del PIL dovrebbe aver accelerato al 2.7% annualizzato** e ci sono rischi al rialzo anche per la seconda metà dell'anno. La BCE si sente più fiduciosa e sta segnalando, con cautela, **la necessità di adeguare lo stimolo monetario alle migliorate condizioni cicliche.** Il discorso di Draghi a Sintra a fine giugno, pur molto cauto, è stato letto dal mercato come l'avvio di un processo di normalizzazione della politica monetaria e ha determinato un rialzo dei tassi e un apprezzamento dell'euro. **L'inflazione rimane però ancora molto bassa** (1.3% a giugno) e necessita del sostegno della BCE per continuare a salire. **La BCE userà il periodo estivo per calibrare al meglio la propria comunicazione**, per preparare il "tapering" (la riduzione degli acquisti di titoli), probabilmente implementato da inizio 2018.

Cina: Crescita del PIL più forte del previsto

La crescita del PIL nel secondo trimestre è risultata, al 6.9% a/a, più robusta delle attese, sia nostre sia di consenso, che contemplavano una lieve decelerazione rispetto ai ritmi del primo trimestre (che peraltro già aveva sorpreso al rialzo). Inoltre, i dati relativi all'andamento dell'attività economica per il mese di giugno sono risultati nel complesso più forti del previsto. In particolare, la produzione industriale ha accelerato al 7.6% (dal 6.5% di maggio), gli investimenti fissi all'8.6% (dal 7.9%) e le vendite al dettaglio nominali all'11.0% (dal 10.7%). Abbiamo pertanto **rivisto al rialzo la stima di crescita del PIL per il 2017 dal 6.7% al 6.8%**, pur continuando a prospettare un moderato rallentamento dei ritmi di crescita a partire dal trimestre corrente.

MERCATI AZIONARI

Effetto banche centrali

In linea con le attese, i mercati azionari dopo l'andamento sostenuto dei primi mesi dell'anno si sono mossi nelle ultime settimane in modo più laterale, con qualche spunto di vivacità nei paesi emergenti, in Italia ed in Giappone.

Il movimento è da mettere in relazione anche con la comunicazione delle principali banche centrali dei paesi avanzati - Fed, BCE, BoE e BoC - più chiaramente orientata ad una normalizzazione della politica monetaria. Si è infatti distinto geograficamente il Giappone, in cui la banca centrale è ancora accomodante ad oltranza. Il generalizzato rafforzamento dell'euro ha convertito in negativo i risultati giapponesi e ha eroso quello dei paesi emergenti per l'investitore in euro.

La buona *performance* del mercato italiano ha invece origini più specifiche, essendo principalmente legata all'evoluzione favorevole del settore bancario.

Anche a livello globale, motivazioni di carattere regolamentare, unitamente all'impatto positivo sui profitti di un rialzo dei tassi, hanno favorito il comparto finanziario. Per contro i tassi più elevati hanno penalizzato il comparto delle *utility*. La discesa del prezzo del greggio ha continuato a pesare sul settore energetico, accentuando la perdita da inizio anno.

La minore direzionalità del mercato comporta anche una rinnovata staffetta tra titoli difensivi e a minore volatilità e titoli ciclici, a favore di questi ultimi.

In ottica prospettica, rimane a favore del mondo azionario la robusta dinamica degli utili e le più favorevoli condizioni finanziarie ereditate da una significativa e prolungata espansione monetaria.

Rileviamo quali fattori di rischio:

- valutazioni elevate
- adeguatezza dei premi per il rischio in conseguenza del cambiamento di atteggiamento delle banche centrali
- risalita dei tassi di interesse.

La lettura congiunta dell'andamento dei mercati da parte del comparto obbligazionario e di quello azionario, rappresentata nel grafico a sinistra attraverso le correlazioni, mette in luce la reazione diversa dei mercati a seconda della natura del rialzo dei tassi di interesse, in particolare reali.

Nel caso di spinta fiscale, ovvero di impulso alla crescita e all'inflazione, i mercati azionari si muovono antitetivamente rispetto a quelli obbligazionari. In questa fase di rimozione dello stimolo monetario, in assenza di conferme economiche, la capacità delle azioni di assorbimento del rialzo dei tassi è più limitata.

In tale quadro di maggiore incertezza riteniamo opportuna una **riduzione dell'esposizione ai mercati azionari**, che riportiamo in **area di sostanziale neutralità**.

Manteniamo inalterata la gradazione di preferenze in termini geografici. Abbiamo ridotto il sovrappeso in Europa ma continuiamo a preferirla rispetto agli USA.

Il mercato USA tratta a valutazioni abbastanza ricche e potrebbe pertanto essere esposto alla normalizzazione monetaria, in assenza di novità fiscali.

Il mercato europeo non offre sconti valutativi ma vi sono spazi di riduzione del premio per il rischio politico e prospettive di più elevata crescita degli utili, anche per effetto base.

Il giudizio rimane positivo nei confronti del Giappone, per i buoni fondamentali, per le politiche corporate più favorevoli agli azionisti (distribuzione dividendi, operazioni di buyback) e per la tendenza a beneficiare dei rialzi dei tassi. La nostra opinione ha intensità moderata in considerazione del parziale recupero dello sconto valutativo e del possibile apprezzamento dello yen in un contesto meno univocamente propenso al rischio.

I mercati emergenti presentano ancora interesse dal punto di vista valutativo, ma appaiono condizionati dalle dinamiche statunitensi (tassi e dollaro), con maggiori rischi politici interni in diverse aree. L'approccio sta divenendo perciò più selettivo e difensivo. Le revisioni al rialzo degli utili, in linea con quanto segnalato nei mesi precedenti, rimangono positive ma hanno raggiunto un picco.

MERCATI OBBLIGAZIONARI

Progressiva normalizzazione

Titoli governativi

Sui mercati obbligazionari, ancor più che su quelli azionari, hanno impattato il cambiamento di intonazione della Fed, meno dipendente dalle singole rilevazioni congiunturali e più orientata a definire il percorso di normalizzazione della politica monetaria, l'apertura al *tapering* da parte della BCE e le dichiarazioni di alcuni esponenti delle banche centrali canadese e inglese.

Questa modifica di posizione ha invertito la tendenza discendente imboccata dai tassi per la serie di sorprese negative sull'inflazione, con effetti più sensibili in Area Euro, dove il disallineamento rispetto ai fondamentali era, come più volte segnalato, più evidente, accentuando la *performance* negativa da inizio anno.

La modifica della politica monetaria comporta la reintroduzione di una certa quantità di premio per il rischio nelle valutazioni delle diverse attività.

Crediamo che il processo sarà lungo e non lineare, in quanto le banche centrali non saranno del tutto indifferenti alla reazione dei mercati finanziari, ma che la strada della normalizzazione sia avviata.

Continuiamo pertanto a sottopesare strategicamente la componente obbligazionaria governativa, per la vulnerabilità dei tassi europei a modifiche del programma del QE. Per il Bund, infatti, il recente movimento al rialzo del tasso è, come avvenuto già per il Treasury, uno step di adeguamento ai fondamentali solo in parte spiegato da una riduzione del premio di politica monetaria. L'effettiva implementazione del tapering porterà al graduale assorbimento del premio di scarsità conseguente al QE.

In area statunitense, la fase di adeguamento ai fondamentali appare in fase più avanzata. Una maggiore volatilità potrebbe derivare dalla maggiore reattività all'evoluzione ciclica e alle decisioni sui tassi di riferimento da parte della Fed, essendo la graduale riduzione del bilancio già annunciata e in gran parte incorporata.

Prodotti a spread

I segmenti del credito hanno subito il rialzo dei tassi sottostanti in maniera differenziata nei vari paesi e settori, ma per ora a livello di spread i movimenti sono limitati.

Si sono distinti in positivo i titoli finanziari in Area Euro, favoriti da cambiamenti di regolamentazione e da fattori tecnici di inclusione negli indici.

In prospettiva gli spread difficilmente riusciranno a compensare il potenziale impatto negativo della componente di duration dei titoli, in un contesto di revisione al rialzo nelle aspettative di politica monetaria. Continuiamo a ravvisare nella componente *investment grade* quella più sensibile alla variazione dei tassi *core* e alle modifiche del QE.

Preferiamo pertanto in termini relativi il credito statunitense a quello europeo e a livello settoriale il comparto finanziario, anche se molti progressi sono già stati incorporati negli spread, soprattutto delle componenti *senior*.

Il debito emergente continua a rappresentare una buona opportunità di diversificazione con un extra-rendimento ancora apprezzabile sia in termini nominali che reali, ma il minor supporto della banche centrali potrebbe indurre una maggiore volatilità soprattutto sulla componente in valuta locale.

FIDEURAM Investimenti Sgr SPA

Piazza Ercolea, 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.