

15 novembre 2016

View

Fideuram Investimenti

Indice

Sintesi scenario	1
Macroeconomia	2
Mercati Azionari	3
Mercati Obbligazionari	4

Scenario macroeconomico

Dopo Brexit l'elezione di Trump a Presidente degli USA rappresenta un altro importante elemento di discontinuità dal punto di vista politico e economico. Dal punto di vista macroeconomico l'implicazione più rilevante dell'elezione di Trump è probabilmente lo **spostamento del mix di politica economica verso l'azione fiscale**, con un programma di stimolo (meno tasse per imprese e famiglie, più spesa infrastrutturale) che sarà probabilmente presentato nel corso del prossimo anno. Il rischio più rilevante della nuova Presidenza riguarda il **possibile cambiamento nelle relazioni commerciali e politiche degli USA** con il resto del mondo, ma al riguardo è difficile valutare al momento se e in che misura Trump implementerà le misure proposte durante la campagna elettorale.

Mercati Azionari

Rimaniamo complessivamente positivi nei confronti dei mercati azionari perché, per quanto le valutazioni non siano basse in assoluto, rimangono attraenti rispetto a quelle delle obbligazioni in un contesto macroeconomico che non contempla rischi eccessivi di rallentamento.

Cosa ci aspettiamo...

Depongono a favore la stabilizzazione/miglioramento degli utili aziendali e l'evoluzione del quadro politico internazionale che assume una connotazione più reflazionistica dopo l'elezione di D. Trump e la maggioranza repubblicana al Congresso.

Mercati Obbligazionari

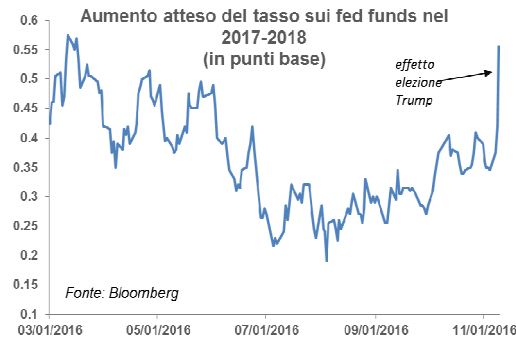
L'esito elettorale statunitense e la maggiore attenzione delle Banche Centrali agli effetti collaterali negativi di tassi troppo bassi rafforzano l'idea che il movimento di compressione dei tassi si sia interrotto.

Cosa ci aspettiamo...

Si rimane in sottopeso sui tassi governativi e si assume un atteggiamento di maggiore cautela sulle obbligazioni societarie a maggior merito di credito. Per quelle ad elevato rendimento si preferisce la parte europea, per l'effetto indiretto della BCE e la maggiore attrattività valutativa degli emittenti finanziari, ben rappresentati. Gli emergenti restano attraenti, in attesa di più puntuali valutazioni sulle possibili specifiche misure protezionistiche USA.

Scenario macroeconomico

I mercati finanziari scontano solo due rialzi dei tassi da parte della Fed da inizio 2017 a fine 2018



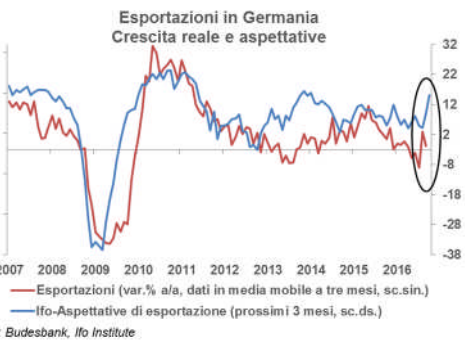
USA: Trump = stimolo fiscale nel 2017

L'elezione a sorpresa di Donald Trump a Presidente degli USA, congiuntamente con la conferma del controllo da parte del Partito Repubblicano di entrambi i rami del Congresso, dovrebbe consentire l'attuazione di una parte significativa del programma economico proposto dal nuovo Presidente. In particolare, nel corso del prossimo anno dovrebbe essere varato un programma di stimolo fiscale centrato sulla riduzione delle aliquote per famiglie e imprese (unitamente ad un rimpatrio dei profitti detenuti all'estero) unitamente ad un piano di spesa infrastrutturale. Ne consegue un rischio al rialzo sulle nostre stime di crescita, che già vedono l'economia USA accelerare dall'1.5% al 2.2% nel 2017. Questo stimolo, peraltro, avverrebbe in una fase congiunturale già prossima alla piena occupazione e dovrebbe riflettersi anche in un'accelerazione dell'inflazione. In queste condizioni è probabile che la Fed debba procedere nel processo di normalizzazione dei tassi ad un ritmo più rapido rispetto a quello molto blando atteso dai mercati

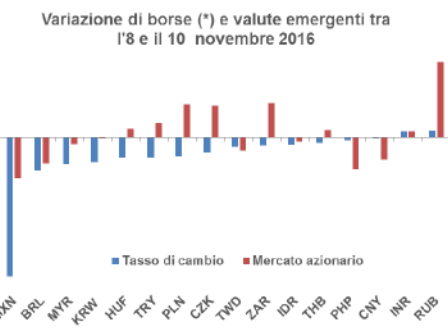
Ad ottobre si è assistito ad un netto miglioramento delle condizioni nel settore manifatturiero tedesco, con un buon recupero delle attese di esportazione

Europa: Aspettando dicembre

Il processo verso Brexit presenta ora un nuovo elemento di incertezza: l'Alta Corte britannica ha inaspettatamente deliberato che è necessario un voto del Parlamento per attivare l'articolo 50 del Trattato di Lisbona (e avviare così l'uscita dall'UE). Potrebbe quindi essere necessario più tempo per avviare Brexit rispetto alle intenzioni del governo, che si è comunque appellato alla Corte Suprema che si riunirà a inizio dicembre. Anche nell'Area Euro si attende dicembre per sapere cosa deciderà la BCE in merito al prolungamento del programma di QE. Nel quarto trimestre stanno arrivando segnali positivi per l'attività economica nell'Area e l'inflazione sta gradualmente risalendo e, grazie agli effetti base, arriverà poco sotto il 2% la prossima primavera. In questo contesto in miglioramento la BCE fatica a trovare un consenso interno, ma riteniamo probabile che nella riunione dell'8 dicembre la BCE prolunghi il QE fino a fine 2017, mantenendo l'attuale ritmo di acquisti (80 miliardi al mese), pur riconoscendo un rischio non trascurabile che possa essere decisa una riduzione del ritmo degli acquisti (*tapering*).



Reazione delle principali borse e valute emergenti all'elezione di Trump



Emergenti: L'incognita Trump

Nel corso degli ultimi mesi si è verificato un miglioramento dei mercati emergenti. Su questo scenario positivo si inserisce ora l'incognita legata all'elezione di Trump, che rappresenta un potenziale cambio di paradigma nella politica estera e interna americana. I rischi maggiori per i mercati emergenti derivano dal fatto che non si sa fino a che punto il nuovo presidente attuerà la politica estera isolazionista e protezionista che ha invocato in campagna elettorale. Al contempo, una maggiore crescita fiscale, avvantaggerà anche gli emergenti. La reazione dei mercati, in prima battuta, sembra riflettere queste dinamiche, con alcuni paesi, quali il Messico, influenzati più negativamente e altri, come la Russia, invece avvantaggiati.

	PIL			Inflazione			Tasso di riferimento politica monetaria		
	2015	2016*	2017*	2015	2016*	2017*	2015	2016*	2017*
USA	2.6	1.5	2.2	0.1	1.4	2.5	0.38	0.63	1.13
Area Euro	1.9	1.6	1.4	0.0	0.2	1.4	0.05	0.00	0.00
Giappone	0.6	0.7	1.4	0.8	-0.3	0.5	0.05	0.05	0.05
Cina	6.9	6.7	6.2	1.4	1.9	1.5	4.35	4.35	4.35

Crescita media annua per PIL e inflazione; livello di fine anno per i tassi.

* Previsioni Fideuram Investimenti

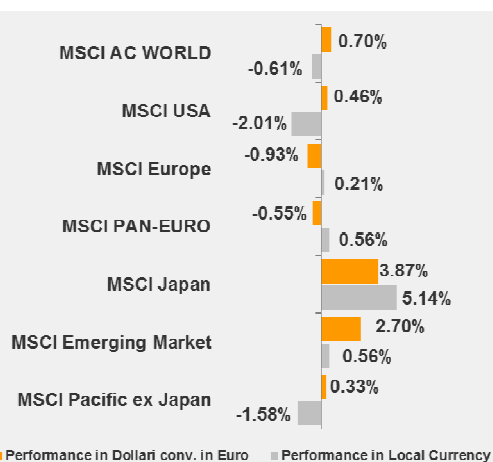
Mercati Azionari

Rischio azionario favorito dagli sviluppi recenti

I mercati azionari nel mese di ottobre hanno avuto un andamento misto, se misurati in valuta locale, ma nell'insieme positivo quando misurati in euro perché favoriti dal deprezzamento della valuta europea. In senso positivo si segnalano il Giappone, nonostante un marginale indebolimento dello yen, ed il listino europeo, con una buona performance da parte dell'Italia. Positivo è stato anche l'andamento dei paesi emergenti, le cui valute si sono anche apprezzate nei confronti dell'euro. Per contro, l'andamento degli Stati Uniti è stato negativo ma beneficia dell'apprezzamento del dollaro nei confronti dell'euro.

A livello settoriale si segnala l'andamento molto positivo del settore finanziario, che si confronta con il forte ribasso dei settori dei consumi di base e farmaceutico. A questo hanno contribuito i buoni risultati aziendali del settore finanziario nel corso del mese, e anche il rialzo dei rendimenti obbligazionari perché i margini di profitto delle società finanziarie beneficiano di una curva dei tassi un po' più ripida.

Performance mensili mercati azionari al 10 Novembre 2016

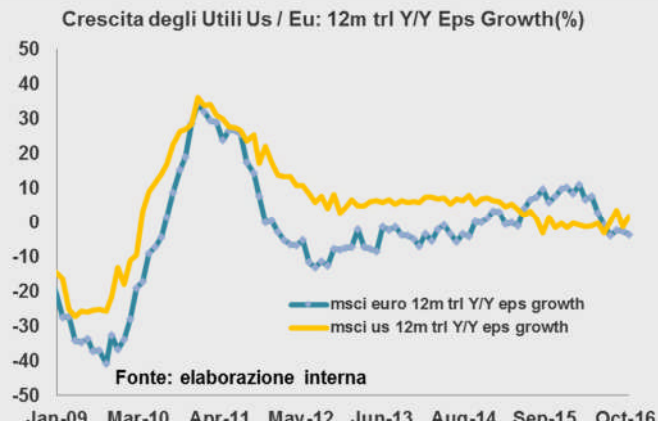
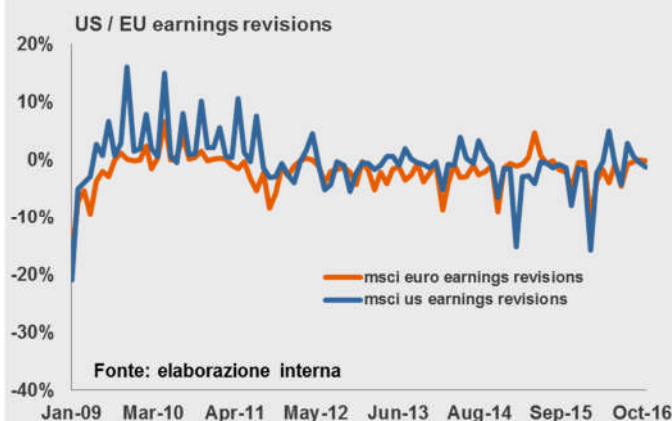
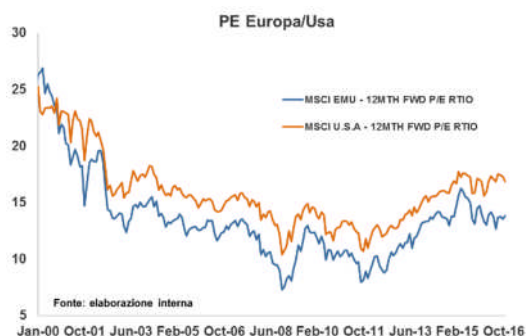


Rimangono complessivamente positivi nei confronti dei mercati azionari perché, per quanto le valutazioni non siano basse in assoluto, rimangono attraenti rispetto a quelle delle obbligazioni in un contesto macroeconomico che non contempla rischi eccessivi di rallentamento. La stabilizzazione degli utili aziendali, dopo qualche trimestre di revisione al ribasso, trova conferma nei recenti dati trimestrali, e anzi nel caso dei paesi emergenti si ha evidenza di segnali di crescita degli utili.

L'evoluzione del quadro politico internazionale con l'elezione di Donald Trump a Presidente degli Stati Uniti supporta il posizionamento favorevole nei confronti dei mercati azionari per via dell'impatto delle politiche economiche espansive incluse nel programma elettorale (quali riduzione della pressione fiscale, investimenti infrastrutturali). Il fatto che, a differenza di quanto accaduto nelle amministrazioni precedenti, Presidente e maggioranza al Congresso siano espressione dello stesso partito aumenta la probabilità che il programma elettorale proposto possa essere realizzato. Lo scenario non è però privo di elementi di incertezza legata agli elementi di discontinuità introdotti e all'impatto a livello globale della possibile revisione dei trattati sul commercio internazionale, prevedibilmente in senso protezionista.

Dal punto di vista geografico lo scenario appare favorevole ai listini dei paesi sviluppati. I mercati europei trattano a valutazioni relativamente attraenti e si caratterizzano per una maggiore esposizione ai settori ciclici e finanziario (al di là di alcune situazioni specifiche) che possono beneficiare di tassi di interesse globali più alti.

Fonte: elaborazione interna



Gli Stati Uniti, per quanto i multipli non siano bassi, godono di buoni fondamentali macro e micro e in questa fase possono beneficiare del possibile effetto reflattivo sull'economia domestica della politica economica proposta da Trump.

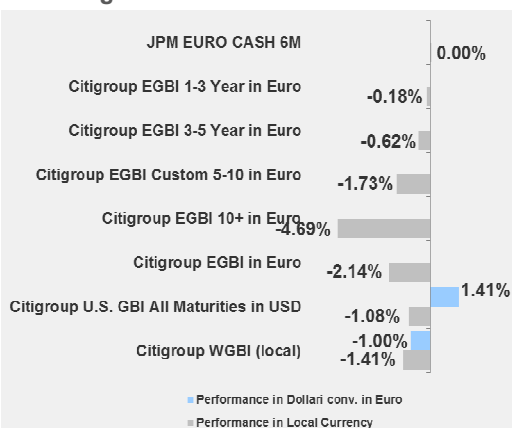
Il Giappone tratta a valutazioni attraenti, ma rimane fortemente correlato all'andamento dei tassi di cambio. Il rafforzamento dello yen dei mesi passati ha inciso sulla profittabilità aziendale lasciando ora qualche spazio per un miglioramento prospettico degli utili ma le recenti iniziative della BoJ non hanno prodotto significativi impatti sulla divisa.

I mercati azionari emergenti sono stati finora favoriti da un graduale miglioramento dei fondamentali macroeconomici, valute più stabili, tassi di interesse locali in discesa e dinamiche degli utili favorevoli. Resta da valutare l'impatto che la possibile revisione in senso più protezionista degli accordi di commercio internazionali in essere (Nafta) o in fase di discussione (TPP) può avere sul modello di crescita di alcune delle economie emergenti, sui tassi di cambio e i listini azionari.

Mercati Obbligazionari

Tassi Un Equilibrio più alto per i tassi di interesse

Performance mensili mercati obbligazionari al 10 novembre 2016

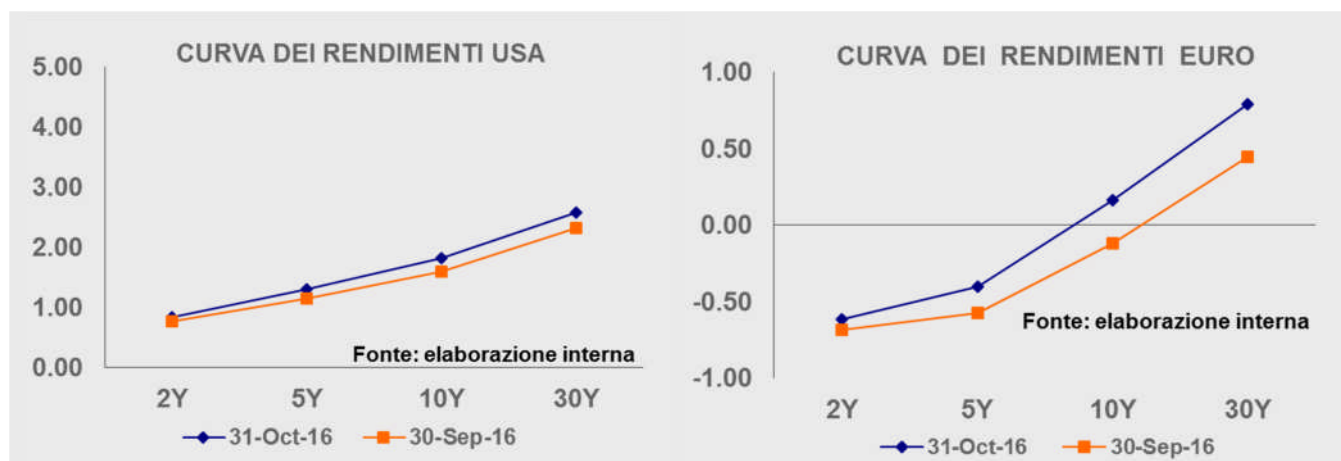


Fonte: elaborazione interna

Il mese di ottobre ha visto un rialzo dei tassi di interesse delle obbligazioni governative e un conseguente andamento negativo degli indici di mercato obbligazionario globale. La correzione è stata più marcata in area euro, ma anche le obbligazioni statunitensi hanno chiuso il mese in negativo.

Gli elementi che hanno contribuito alla risalita dei tassi sono diversi. I recenti dati macroeconomici sono stati complessivamente buoni e aumentano la probabilità di un rialzo dei tassi da parte della Fed a dicembre. L'inflazione ha mostrato segnali di rialzo, finora principalmente imputabili ad effetti "statistici" di confronto con l'anno precedente (in cui il tasso risultava depresso anche dal sensibile calo delle materie prime). I tassi di interesse rimangono vulnerabili a situazioni di incertezza e di volatilità anche di breve.

Il posizionamento favorevole nei confronti dei mercati azionari viene rafforzato dall'esito elettorale USA per via delle misure espansive incluse nel programma del nuovo Presidente (quali riduzione della pressione fiscale, investimenti infrastrutturali). Il fatto che, a differenza di quanto accaduto nelle amministrazioni precedenti, Presidente e maggioranza al Congresso siano espressione dello stesso partito aumenta la probabilità che il programma elettorale proposto possa essere realizzato.



Lo scenario non è però privo di elementi di incertezza legata agli elementi di discontinuità introdotti e all'impatto a livello globale della possibile revisione dei trattati sul commercio internazionale, prevedibilmente in senso protezionista.

La spinta reflazionistica in USA, unitamente ad un atteggiamento delle Banche Centrali più attento agli effetti negativi dell'eccessivo appiattimento delle curve e dei tassi di interesse negativi, rende gli spazi di discesa dei tassi core anche degli altri paesi oramai limitati o comunque con rischi asimmetrici rispetto a fasi di risalita, anche in un contesto di riduzione dei rischi di tapering prematuri.

In conclusione, rimaniamo sottopeso nei confronti del rischio di tasso di interesse nei paesi sviluppati perché riteniamo che i rendimenti attesi siano bassi e i premi per il rischio troppo compressi rispetto all'evoluzione complessiva dei rischi.

Prodotti a spread

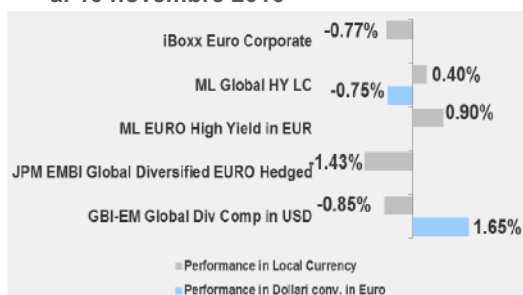
La risalita nel periodo dei tassi governativi ha influenzato in maniera sensibile anche l'andamento dei prodotti a spread.

Nel comparto delle obbligazioni societarie a miglior merito di credito, il restringimento degli spread non è riuscito a compensare l'effetto del rialzo dei tassi e il mese si è chiuso in territorio negativo.

Hanno registrato una perdita anche i titoli di Stato dei paesi emergenti, sia nella componente debito esterno sia quella in valuta locale. Con la conversione in euro, la performance viene tuttavia riportata in positivo.

Maggiore resistenza hanno mostrato i segmenti high yield, sia globale che soprattutto europeo, in generale più esposti al miglioramento delle condizioni macroeconomiche e all'evoluzione reddituale e, nel caso europeo, favorevolmente influenzati dall'effetto indiretto del programma di acquisti di corporate bond della BCE.

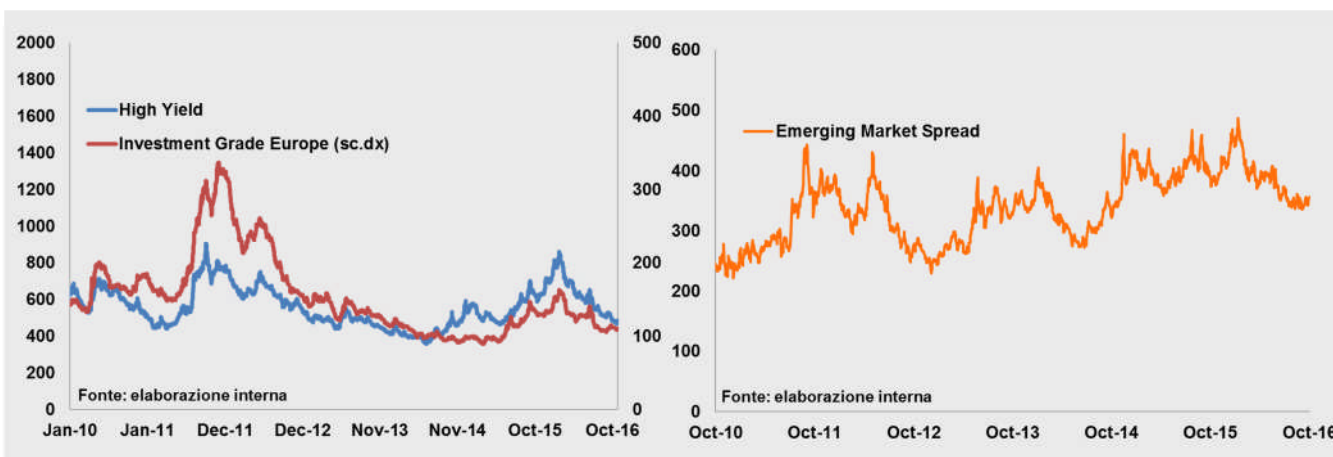
Performance mensili prodotti a spread al 10 novembre 2016



Fonte: elaborazione interna

In ottica prospettica, il comparto del credito IG appare più esposto e sensibile alla risalita dei tassi core, dato il sottile cuscinetto di spread e l'andamento meno favorevole dei fondamentali che vedono un aumento del debito nei bilanci aziendali.

La visione rimane invece ancora moderatamente positiva nei confronti del mercato HY, in una logica di carry. La preferenza è verso la regione europea in quanto riteniamo possa esserci ancora una certa trasmissione dell'azione BCE e ci siano spazi di recupero delle emissioni finanziarie (per ragioni valutative e di modifica delle condizioni), che sono più rappresentate in ambito europeo rispetto agli indici globali.



Il debito emergente risulta ancora attraente in termini comparativi, in virtù dell'extra-rendimento offerto. Nel breve è però plausibile che pesi l'incertezza connessa alla evoluzione protezionistica in ambito commerciale e alla risalita dei tassi statunitensi o quanto meno della volatilità sugli stessi. In termini relativi, nel comparto emergente preferiamo la componente obbligazionaria in valuta forte rispetto ai segmenti in valuta locale.

In conclusione, sui prodotti a spread prevale una logica di *carry* accompagnata ad una preferenza per i comparti più favorevolmente esposti agli elementi di reflazione (alto rendimento, settore finanziario ed emergenti), al di là di temporanei episodi di volatilità.

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.