

Global OUTLOOK



FIDEURAM
INVESTIMENTI

INVESTMENT CENTER
FIDEURAM INTESA SANPAOLO
PRIVATE BANKING

LUGLIO 2017



Verso la pausa estiva

Gianluca La Calce

Amministratore Delegato di Fideuram Investimenti Sgr

Questi primi sette mesi dell'anno sono stati impegnativi, ma hanno anche riservato ottime soddisfazioni e l'evidenza di un grande lavoro fatto da parte di tutti.

L'anno si era avviato con gli elevati timori sul quadro politico in Europa, ma l'esito delle elezioni, prima in Olanda e poi in Francia, ha sciolto alcuni nodi spinosi e ha ridato forza al progetto comune europeo.

In particolare l'esito delle elezioni francesi ha favorito il ritorno di fiducia sulla tenuta della zona-euro e sulla sua divisa in un contesto dove già dalla metà dell'anno scorso aveva cominciato a rafforzarsi il ciclo economico.

Le sorprese positive sui dati macroeconomici degli ultimi mesi **hanno riguardato anche il nostro Paese** e la maggior parte delle stime sul Pil sono state riviste al rialzo.

Su questa scia **gli spread dei titoli di stato dei Paesi periferici sono tornati a stringersi rispetto al Bund**, mentre **i mercati azionari**, soprattutto quelli del Sud Europa, **hanno realizzato un buon recupero**. Sul **mercato dei cambi la forza dell'Euro** è stata accompagnata da un'accelerazione generalizzata della **debolezza del dollaro americano**.

La crescita mondiale, pur con la sorpresa negativa degli Stati Uniti, **è stata più robusta e più sincronizzata**, mentre **l'inflazione** è rimasta **piuttosto contenuta**. Questo contesto è stato ancora in modo evidente sostenuto da politiche monetarie ultra-espansive, anche se gradualmente il tono delle Banche Centrali sta cambiando.

In questi anni stiamo vivendo un passaggio storico estremamente importante: dalla crisi del 2008 gli interventi ripetuti delle Banche Centrali sono stati vitali per far ripartire l'economia mondiale e ora la crescita appare sempre più solida, benché **cominciano ad apparire i primi segnali di maturità**.

Sui mercati finanziari gli interventi delle Banche Centrali hanno favorito la **compressione dei tassi obbligazionari e dei premi per il rischio**. **La ricerca dei rendimenti e della "cedola"** da parte degli investitori **si è spostata** dai titoli di Stato e dai prodotti obbligazionari tradizionali con esposizione al solo rischio tasso **verso prodotti gestiti anche multi-asset che investono in obbligazioni a spread e verso il rischio di credito** in generale.

A settembre si inizierà ad avere maggiore visibilità sugli orientamenti delle Banche Centrali, sia della Fed che della BCE, sulle modalità di normalizzazione delle politiche monetarie e di riduzione degli attivi dei loro bilanci.

In questi anni l'espansione non-convenzionale dei bilanci delle banche centrali è stata in definitiva un formidabile strumento per sostenere l'economia mondiale. Ora che i risultati appaiono evidenti e si stanno pure rafforzando, **comincia a prospettarsi una nuova stagione indirizzata verso un percorso di normalizzazione delle politiche monetarie. Ma questo percorso sarà lento e graduale.**

Pian piano entreremo in un nuovo regime dei mercati finanziari, ma con la consapevolezza che il percorso sarà governato con equilibrio e prudenza dalle Banche Centrali, sempre pronte ad aggiustare la traiettoria se dovesse servire.

Nell'ultimo anno abbiamo orientato l'offerta di prodotti tenendo conto dell'evoluzione del contesto **con il lancio di nuovi prodotti di investimento** che permettessero di continuare la ricerca di rendimento con una gestione consapevole dei rischi. E' questo il caso di fondi come **Fonditalia Obiettivo 2022** con delega a Morgan Stanley, **Fonditalia Obiettivo 2023** con delega a Muzinich o ancora, nello spazio della ricerca delle opportunità ancora presenti di **Fonditalia Financial Credit Bond** con delega ad Algebris. Nella stessa direzione di sviluppo di prodotti che contribuiscano a gestire le sfide davanti a noi vanno il lancio delle nuove linee di **GP Delta** o il lancio dei **Fideuram Alternative Investment** o il rilancio, ormai prossimo, dei **Fonditalia CORE**.

Sempre in questi mesi abbiamo colto le opportunità offerte dall'evoluzione del quadro normativo e, sfruttando le **eccellenze della casa** in primavera **abbiamo lanciato i PIR**.

Al rientro dalla pausa estiva la ripresa delle attività ci vedrà, come al solito, **impegnati verso nuove sfide** sia sul fronte del **miglioramento dei contenuti** sia su quello del **supporto al loro migliore utilizzo**. Continueremo con il massimo sforzo nella direzione del **miglioramento dei nostri prodotti**, delle nostre **capacità di gestione e di supporto alla consulenza finanziaria** nell'ottica di cogliere opportunità di investimento e di proseguire nella diversificazione globale dei rischi dei portafogli dei nostri clienti.

Auguro a tutti di trascorrere una Buona Estate,

Gianluca La Calce

SCENARIO MACROECONOMICO

- Alla luce del miglioramento del quadro congiunturale, del venir meno dei timori di deflazione e della riduzione del rischio politico, **la BCE ha deciso di mandare il primo segnale “ufficiale” dell’avvio della propria “exit strategy”**. Lo scorso 27 giugno il Presidente Draghi ha affermato che “con la ripresa economica che prosegue, una *policy stance* invariata diventerà più accomodante” e pertanto la BCE deve **“aggiustare i parametri dei propri strumenti di policy”**.
- Questo messaggio, con toni peraltro estremamente cauti e prudenti, è stato poi **sostanzialmente riaffermato nella riunione della BCE del 20 luglio**. Confermiamo quindi la previsione che la BCE annuncerà il *tapering* del programma di QE nelle riunioni di settembre o, più probabilmente, di ottobre, con l’avvio della riduzione degli acquisti in gennaio. Il primo rialzo del tasso refi è però atteso solo a inizio 2019, abbastanza in linea con le attese di mercato (descritte nel grafico 1).
- **L’inflazione negli USA è risultata inferiore alle attese anche in giugno** e, di conseguenza, **abbiamo ulteriormente rivisto al ribasso le nostre previsioni di inflazione per il 2017 e il 2018**. Parte della riduzione dell’inflazione è chiaramente legata a fattori specifici, ma nel complesso il rallentamento della dinamica dei prezzi risulta abbastanza generalizzato.
- Confermiamo la nostra previsione che **la prossima mossa della Fed sarà l’annuncio dell’avvio della riduzione dell’attivo**, il cui annuncio è atteso per la riunione del FOMC di settembre. A differenza del mercato (grafico 2) il nostro scenario contempla ancora un rialzo dei tassi a dicembre, a condizione che si registri un recupero dell’inflazione.
- A differenza di Fed e BCE, **la BoJ continua a non fornire nessuna indicazione ufficiale riguardo alla propria *exit strategy*** e non prevediamo nessun significativo cambiamento nella *stance* della BoJ per i prossimi mesi.
- Negli USA il Partito Repubblicano si sta dimostrando incapace di trovare un compromesso nell’approvare una legge per “cancellare e sostituire” Obamacare, **umentando così ulteriormente lo scetticismo sull’approvazione di una riforma fiscale significativa**.

INDICE DEI CONTENUTI

Scenario macroeconomico	3
Verso una normalizzazione della politica monetaria	10
Focus sulla riduzione del bilancio della Fed	10
Focus sui tassi europei a lunga scadenza	14
Focus su PIR e Mid Small Cap Italiane	17
Focus su mercato obbligazionario corporate europeo	19
Focus su scenario 2017	20

GRAFICO 1.

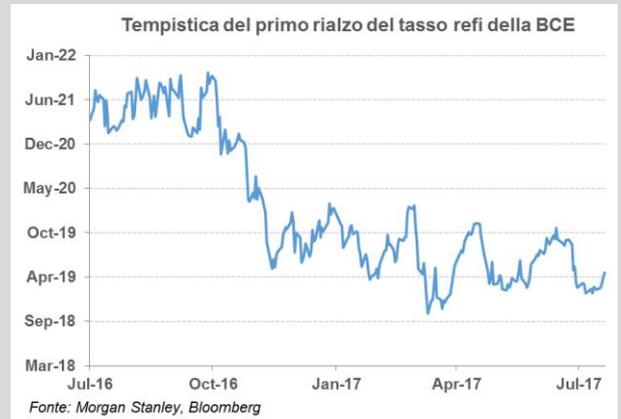


GRAFICO 2.



Previsioni Fideuram Investimenti

	PIL			Inflazione		
	2016	2017*	2018*	2016	2017*	2018*
USA	1.6	2.2	2.2	1.3	2.1 ↓	2.1 ↓
Area Euro	1.7	2.1	1.7	0.2	1.5 ↓	1.4
Giappone	1.0	1.4	0.7	-0.1	0.5 ↓	1.0 ↓
Cina	6.7	6.8 ↑	6.4 ↑	2.0	1.8 ↓	2.0

Crescita media annua. In verde (rosso) le stime sopra (sotto) consenso. Le frecce indicano la variazione della stima di FI rispetto al mese precedente
Fonte: Fideuram Investimenti, Consensus Economics

Fed: riduzione dell'attivo vicina

- I dati diffusi nel corso delle ultime settimane **non hanno modificato in misura significativa la nostra previsione sulla crescita del PIL di Q2**, attualmente al 2.6% annualizzato. Il recupero della crescita rispetto al primo trimestre risulta principalmente trainato dalla ripresa dei consumi, anche se va notato che **i dati sulle vendite al dettaglio relativi ai mesi di maggio e giugno sono stati piuttosto deboli** (grafico 3).
- Dopo che la maggior parte dei dati macro diffusi tra aprile e giugno erano risultati decisamente più deboli delle attese, come evidenziato dal grafico 4, **da inizio luglio si sono registrate anche alcune rilevanti sorprese positive** (in particolare, indice ISM e occupazione di giugno).
- **La crescita occupazionale in giugno (+222 mila addetti) è tornata decisamente robusta e superiore alle attese** e i dati dei mesi precedenti sono stati rivisti al rialzo. D'altro lato, il tasso di disoccupazione è lievemente aumentato (4.4%). Nonostante il tasso di disoccupazione sia su livelli storicamente molto bassi, la crescita salariale non ha accelerato negli ultimi mesi.
- Il rallentamento dell'inflazione è stata la sorpresa macro più rilevante degli ultimi mesi. **L'inflazione, peraltro, ha continuato a sorprendere al ribasso anche nel mese di giugno.** L'inflazione *core*, in particolare, è rimasta ferma in giugno all'1.7% contro il 2.3% raggiunto a inizio anno. La dinamica dell'inflazione negli ultimi mesi è stata certamente influenzata da fattori specifici, ma **la decelerazione appare abbastanza generalizzata** (grafico 5). Le persistenti sorprese al ribasso mettono in dubbio l'interpretazione della Fed secondo cui la discesa dell'inflazione sia dovuta a fattori temporanei e *una tantum*.
- Confermiamo la nostra aspettativa che **la prossima mossa della Fed sarà rappresentata dall'annuncio, nella riunione del FOMC di settembre, dell'inizio della riduzione graduale del proprio attivo**, i cui dettagli operativi sono stati già forniti nella riunione di metà giugno. Prevediamo che il prossimo rialzo venga deciso a dicembre, a condizione che l'inflazione torni a risalire nel corso dei prossimi mesi.
- L'incapacità del Partito Repubblicano di raggiungere un compromesso sulla cancellazione e sostituzione della riforma sanitaria di Obama **aumenta le incognite sulla possibilità che un pacchetto fiscale di entità significativa venga approvato dal Congresso** nel corso dei prossimi mesi.

GRAFICO 3.

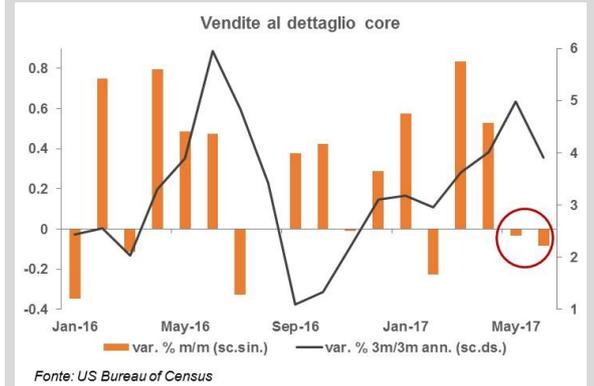
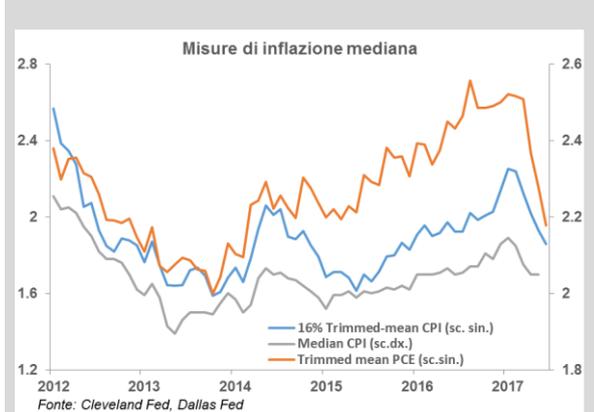


GRAFICO 4.

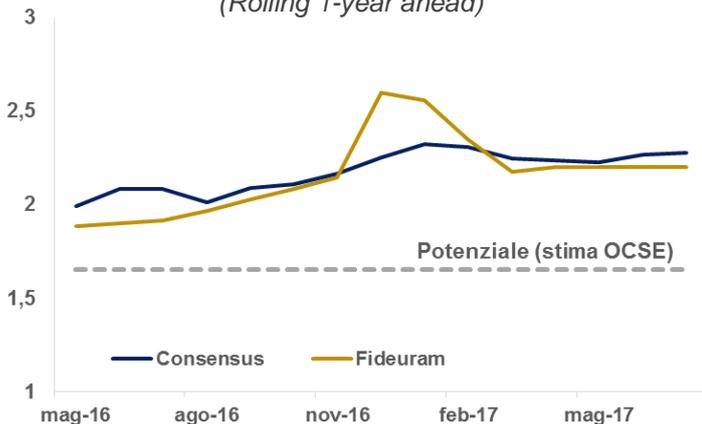


GRAFICO 5



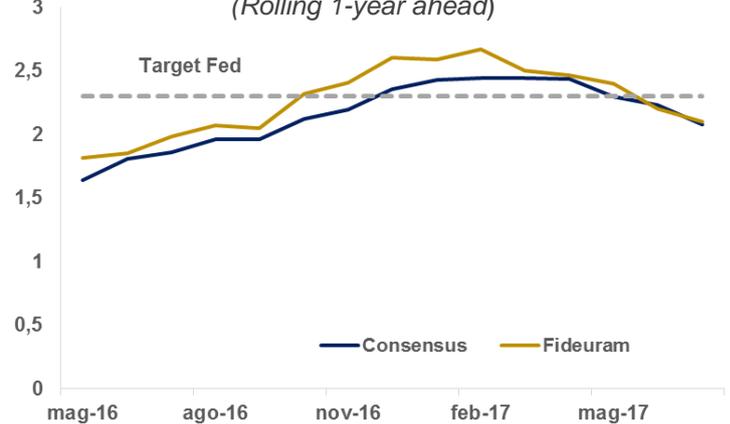
CRESCITA PIL

(Rolling 1-year ahead)



INFLAZIONE

(Rolling 1-year ahead)



AREA EURO

La prudenza non è mai troppa

- Il PMI composite tra giugno e luglio ha ritracciato leggermente, segnalando che **la fase di accelerazione ciclica nell'Area Euro sta volgendo al termine, ma ne inizierà ora una di consolidamento**. Il grafico 6 mostra chiaramente l'evidente "cambio di passo" della ripresa ciclica, segnalato sia dagli ordini sia dalle intenzioni di occupazione delle imprese (secondo il PMI composite).
- **I dati reali relativi a Q2 hanno confermato le brillanti indicazioni delle survey**: a maggio la produzione industriale nel complesso dell'Area Euro ha registrato un forte rialzo (1.3% m/m), che dovrebbe assicurarle una crescita al 5% annualizzato in Q2. Anche i consumi privati, secondo le vendite al dettaglio, sono tornati ad espandersi al 2%. **Confermiamo l'attesa di un'accelerazione della crescita del PIL al 2.7% in Q2**.
- **Per il profilo di crescita nella seconda metà dell'anno ci sembrano essere più rischi al rialzo che al ribasso**, derivanti sia dal notevole miglioramento del mercato del lavoro (l'occupazione è in crescita dell'1.5% a/a già in Q1), sia dagli investimenti, che potrebbero rivelarsi più forti del previsto, come segnalato anche dall'inchiesta sulle condizioni di credito nel settore bancario all'avvio del terzo trimestre (grafico 7).
- A fronte dei progressi sul fronte della crescita, **l'inflazione core risale molto più lentamente**. A giugno è salita all'1.1%, rispetto allo 0.9% precedente, ma ancora una volta per la volatilità indotta dalle tariffe aeree e dai "pacchetti vacanza".
- Ciononostante, **la BCE ha iniziato ad avvertire l'esigenza di come comunicare al mercato la necessità di adeguare lo stimolo monetario alle migliorate condizioni cicliche**. Il presidente Draghi, in un discorso a Sintra a fine giugno, pur con molta cautela, ha parlato della necessità di modificare la politica monetaria per tenere conto del fatto che non c'è più rischio di deflazione. Il mercato ha però reagito immediatamente, determinando un forte rialzo dei tassi e dell'euro (grafico 8).
- **Nella riunione di luglio la BCE ha poi deciso di mantenere un tono ancora molto "morbido"**, ribadendo quanto già detto a giugno, ovvero che non ci sono ancora segnali di rialzo delle pressioni di inflazione e che è necessario mantenere uno stimolo ancora sostanziale. **Ma Draghi ha confermato che la discussione sul tapering avrà luogo nell'autunno e non si è mostrato più di tanto preoccupato dal movimento al rialzo di tassi e cambio**.

GRAFICO 6.

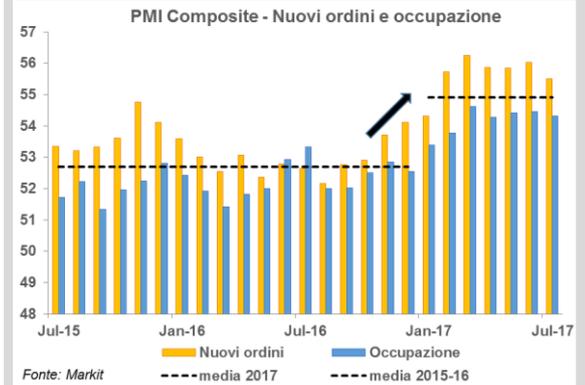


GRAFICO 7.

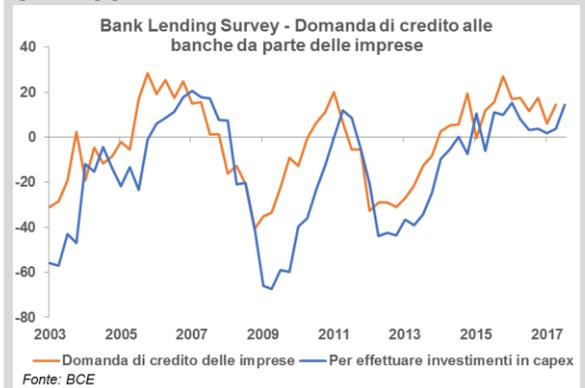
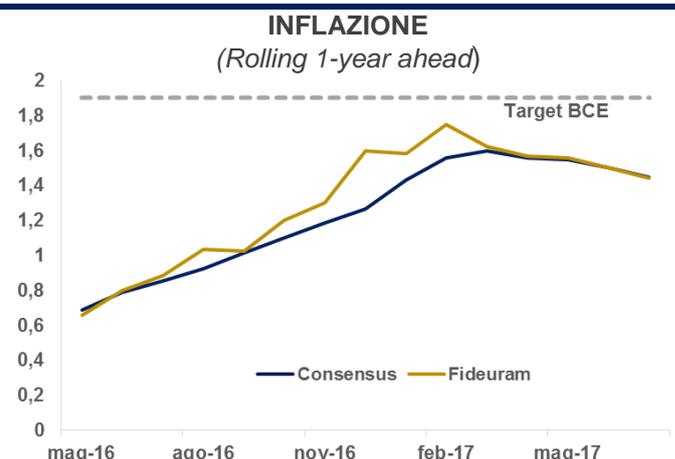
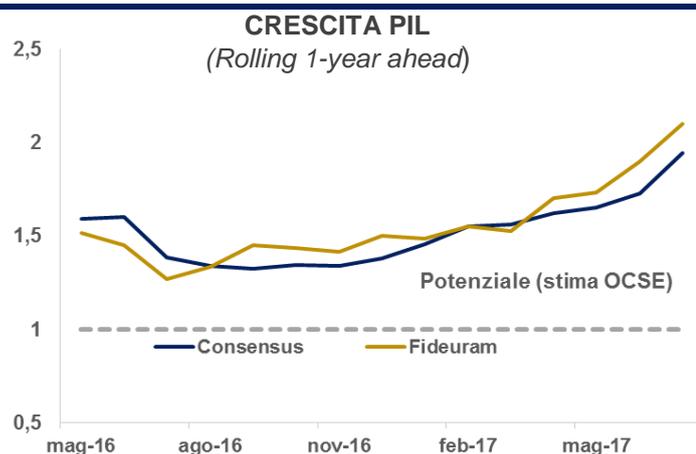
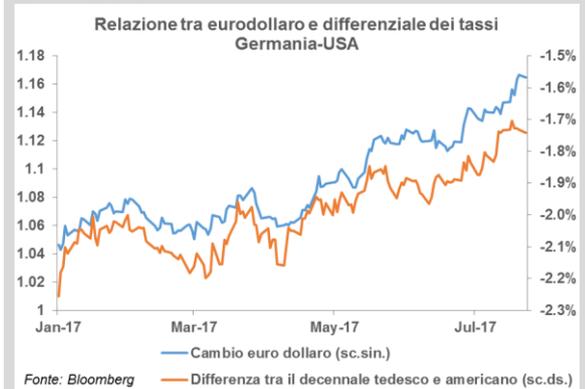


GRAFICO 8.



GIAPPONE

La BoJ rivede al ribasso l'inflazione

- Dopo la debole crescita del PIL del primo trimestre, **continuiamo a ritenere che si sia registrata un'accelerazione dei ritmi di crescita in Q2 (al 2.5% annualizzato dall'1.0% di Q1).**
- **La forza delle importazioni nel secondo trimestre (12.6% annualizzato la crescita in volumi) descrive, infatti, una domanda interna robusta**, come indicato anche dall'indice del Cabinet Office sui consumi privati, che a maggio ha rallentato dopo il forte exploit di aprile (-0.3% m/m dopo +0.8%), ma meno delle attese. I consumi privati dovrebbero pertanto crescere almeno all'1.5% annualizzato in Q2.
- **Il momentum ciclico positivo è confermato anche dalla survey del Tankan del secondo trimestre**, che ha presentato un miglioramento della condizione corrente e delle aspettative per tutti i tipi di imprese (grandi, piccole, manifatturiere e non). In particolare, **sono migliorati anche i piani di investimento delle grandi imprese manifatturiere** (grafico 9), ai massimi dal 2015.
- La BoJ rimane però ancora alle prese con una dinamica di inflazione insufficiente: **nella riunione di luglio, in linea con le attese, la BoJ ha dovuto rivedere al ribasso lo scenario di inflazione e spostare in avanti di un anno il raggiungimento dell'obiettivo del 2%** (ora "all'incirca nel 2019", dal 2018). L'inflazione per l'anno fiscale 2017 è stata rivista al ribasso di 0.3% all'1.1%, quella per il 2018 di 0.2% all'1.5% e per il 2019 di un decimale all'1.8%. **L'exit strategy per la BoJ è dunque ancora lontana** (a differenza che per le banche centrali degli altri paesi avanzati), il che dovrebbe riflettersi in uno yen più debole.
- E' interessante osservare che secondo la BoJ parte di questa insufficiente inflazione è dovuta non solo a fattori temporanei (la discesa dei prezzi delle telecomunicazioni), ma anche a **fattori più strutturali, quali gli investimenti in "meccanizzazione" delle imprese volti a "risparmiare lavoro"**, che comprimono le pressioni al rialzo sui salari. Le stesse imprese, del resto, almeno secondo la *survey* del Tankan, continuano a non aspettarsi aumenti dell'inflazione a 5 anni (grafico 10).
- Dopo la netta sconfitta del partito di maggioranza LDP nelle elezioni municipali di Tokio e l'emergere di una serie di scandali, **la popolarità del Primo ministro Abe è scesa ai minimi** (grafico 11), ma appare improbabile per il momento che Abe non riesca ad ottenere un terzo mandato come leader del LDP nel settembre del prossimo anno.

GRAFICO 9.

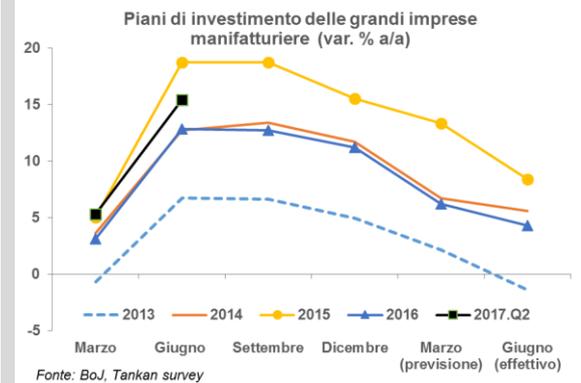


GRAFICO 10.

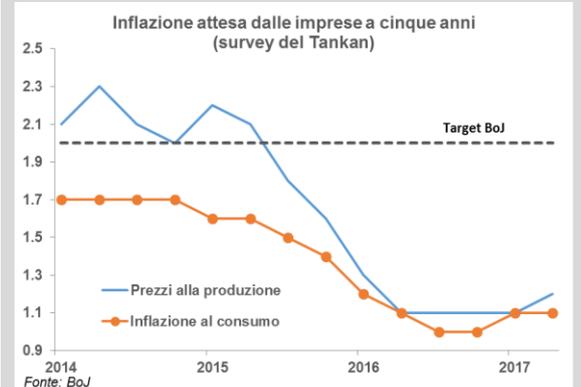
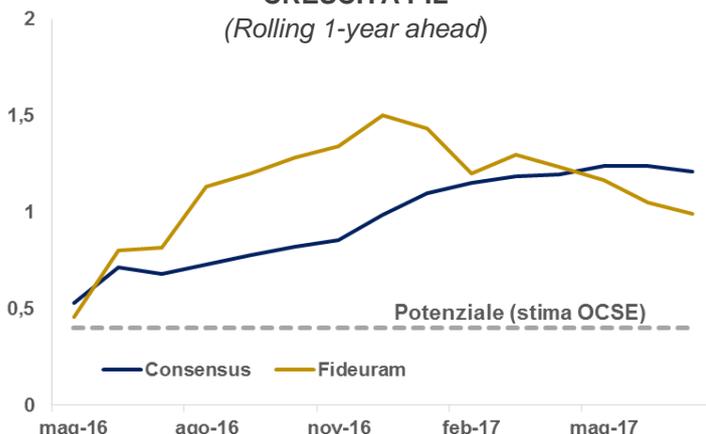


GRAFICO 11.



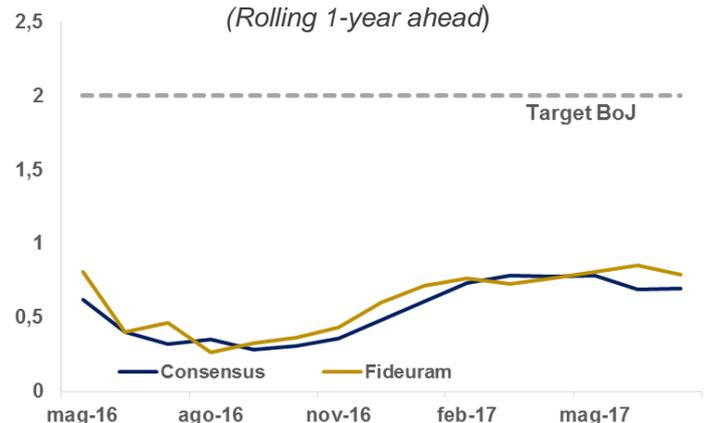
CRESCITA PIL

(Rolling 1-year ahead)



INFLAZIONE

(Rolling 1-year ahead)



CINA

Sorpresa positiva dalla crescita

- **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). Le nostre stime sulla crescita t/t annualizzata evidenziano inoltre che la crescita in Q2 ha lievemente accelerato rispetto al trimestre precedente (dal 7.0% al 7.1%). La crescita del PIL nominale, come atteso, ha invece rallentato (dall'11.8% all'11.1% a/a).
- **Anche 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 dal 6.5% di maggio al 7.6% a/a (e quindi sui massimi registrati da inizio 2015, come mostrato nel grafico 12). Anche la dinamica degli investimenti fissi (in accelerazione dal 7.9% all'8.6% a/a) e delle vendite al dettaglio nominali (dal 10.7% all'11.0%) è risultata più vivace delle attese.
- Sulla base dell'andamento più forte del previsto del PIL di Q2 e dei dati relativi al mese di giugno **abbiamo pertanto rivisto al rialzo la nostra stima di crescita per il PIL del 2017 (dal 6.7% al 6.8%)**, che risulta ora in lieve accelerazione rispetto al 2016 (6.7%). Abbiamo inoltre rivisto al rialzo anche la stima di crescita per il prossimo anno dal 6.3% al 6.4%.
- Il nostro scenario continua comunque a contemplare **un moderato rallentamento dei ritmi di crescita a partire dal trimestre corrente**, con un impatto peraltro limitato delle politiche restrittive condotte nel corso degli ultimi mesi dalle autorità al fine di contenere i rischi sulla stabilità finanziaria.
- **L'inflazione nel mese di giugno, all'1.5%, è risultata invariata rispetto al mese precedente** e lievemente inferiore alle nostre attese. L'inflazione totale continua ad essere moderata dal calo dei prezzi degli alimentari (-1.2% in giugno), anche se in misura minore rispetto ai mesi scorsi.
- **I nuovi prestiti erogati dalle banche sono risultati più elevati delle attese nel mese di giugno**, con una chiara accelerazione rispetto agli ultimi mesi. All'interno del credito totale al sistema i prestiti bancari stanno "sostituendo" emissioni obbligazionarie e modalità legate allo "shadow banking" (grafico 14).

GRAFICO 12.

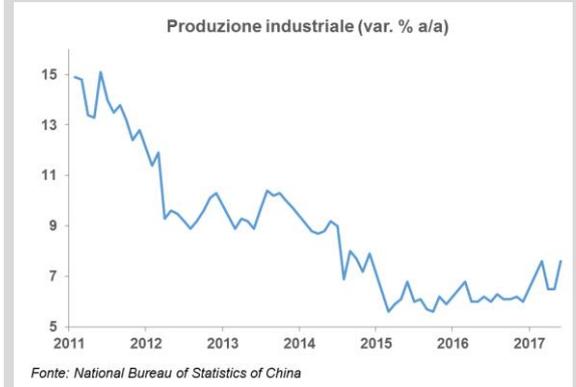
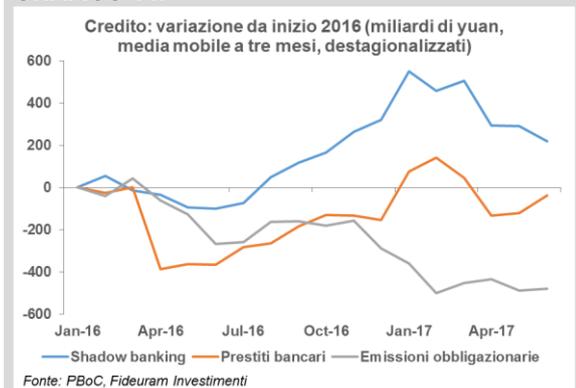


GRAFICO 13.

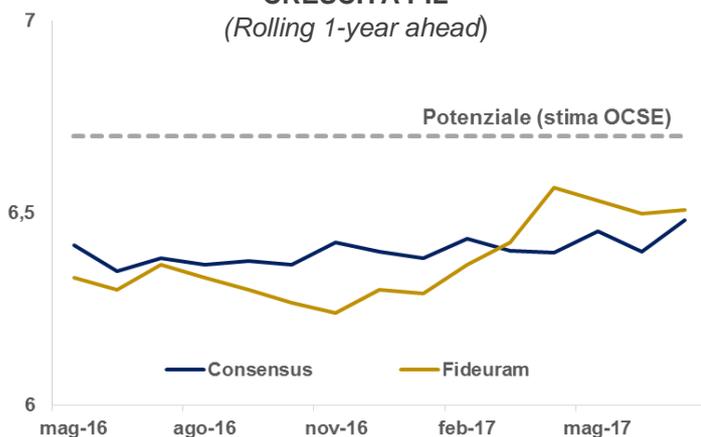


GRAFICO 14.



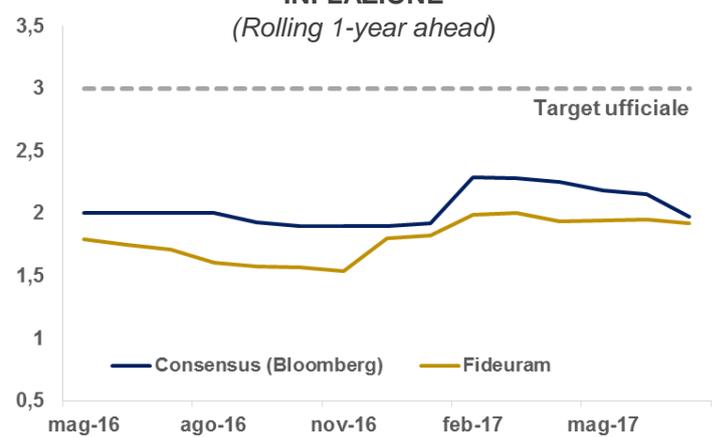
CRESCITA PIL

(Rolling 1-year ahead)



INFLAZIONE

(Rolling 1-year ahead)



CENTRAL BANK MONITOR

- Fed**
- Appare probabile che nella riunione del FOMC di settembre la Fed annunci l'inizio della riduzione del proprio attivo, secondo le modalità che sono state decise (e rese note) nella riunione di giugno. Il nostro scenario contempla ancora un rialzo dei tassi a dicembre (cui il mercato attribuisce invece una probabilità inferiore al 50%), nell'ipotesi che nei prossimi mesi si assista ad un recupero dell'inflazione. Il mercato inoltre prezza al momento non più di due rialzi dei tassi da oggi alla fine del 2019.
- BCE**
- Già a fine giugno, con il discorso di Sintra, il Presidente della BCE Draghi aveva iniziato a preparare il mercato alla necessità di adeguare lo stimolo monetario alle migliorate condizioni cicliche, aprendo quindi ad un *tapering* del QE dal prossimo anno (pur senza mai menzionarlo). Nella riunione di luglio la BCE ha poi cercato di fornire un messaggio il più possibile ancora cauto e prudente, ricordando l'assenza di segnali convincenti di ripresa dell'inflazione core e la necessità di mantenere una *stance* molto accomodante. E' stato chiarito che la discussione sul *tapering* inizierà in autunno e non è stata espressa preoccupazione per il movimento al rialzo di tassi e cambio.
- BoJ**
- In linea con le nostre attese, nella riunione del 19-20 luglio la BoJ ha rivisto al ribasso il proprio scenario d'inflazione *core* in ciascuno dei tre anni fiscali dal 2017 al 2019. Inoltre la BoJ ha spostato in avanti di un anno (dall'anno fiscale 2018 all'anno fiscale 2019) il momento in cui sarà raggiunto l'obiettivo d'inflazione. Queste modifiche corroborano il nostro scenario secondo cui un inizio della *exit strategy* per la BoJ non è imminente.
- PBoC**
- Dopo i rialzi dei tassi d'interesse sulle *facilities* di fornitura di liquidità alle banche tra gennaio e marzo, non vi sono stati ulteriori interventi da parte della PBoC. L'importante National Financial Work Conference (un evento che ha luogo ogni 5 anni), che si è tenuta a metà luglio, ha confermato che in futuro la PBoC avrà un maggiore ruolo nella regolamentazione finanziaria.

PREVISIONI FIDEURAM INVESTIMENTI - PROFILO TRIMESTRALE

		16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	2016	2017	2018
PIL (reale)												
USA	t/t ann.	1.4	3.5	2.1	1.4	2.6	2.4	2.4	2.1	1.6	2.2	2.2
	a/a	1.3	1.7	2.0	2.1	2.4	2.1	2.2	2.4			
Area Euro	t/t ann.	1.4	1.8	2.1	2.3	2.7	1.8	1.8	1.7	1.7	2.1	1.7
	a/a	1.6	1.8	1.8	1.9	2.2	2.2	2.1	2.0			
Giappone	t/t ann.	1.6	1.0	1.4	1.0	2.5	1.0	0.6	0.8	1.0	1.4	0.7
	a/a	0.9	1.0	1.6	1.3	1.5	1.5	1.3	1.2			
Cina	t/t ann.	7.2	6.8	6.6	7.0	7.1	6.6	6.3	6.3	6.7	6.8	6.4
	a/a	6.7	6.7	6.8	6.9	6.9	6.9	6.8	6.6			
Inflazione												
USA	a/a	1.1	1.1	1.8	2.6	1.9	1.8	2.1	1.7	1.3	2.1	2.1
Area Euro	a/a	-0.1	0.3	0.7	1.8	1.5	1.3	1.3	1.0	0.2	1.5	1.4
Giappone	a/a	-0.3	-0.5	0.3	0.3	0.4	0.8	0.3	0.6	-0.1	0.5	1.0
Cina	a/a	2.1	1.7	2.2	1.4	1.4	2.1	2.1	2.1	2.0	1.8	2.0
Inflazione CORE *												
USA	a/a	2.2	2.2	2.2	2.2	1.8	1.7	1.8	1.9	2.2	1.9	2.3
Area Euro	a/a	0.8	0.8	0.8	0.8	1.1	1.1	1.2	1.3	0.9	1.0	1.4
Giappone	a/a	-0.4	-0.5	-0.3	0.2	0.4	0.7	0.6	0.3	-0.3	0.5	0.9
Cina	a/a	1.1	1.5	1.8	2.3	2.3	2.2	2.0	1.8	1.4	2.2	1.8
Tasso di politica monetaria												
USA		0.13	0.38	0.63	0.88	1.13	1.13	1.38	1.38	0.63	1.38	1.88
Area Euro		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Giappone		-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Cina		4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35

Previsioni in grassetto corsivo. I dati sui tassi d'interesse si riferiscono alla fine del periodo. Per i tassi Fed punto medio dell'intervallo.
Inflazione core *: ex alimentari e energia per USA e Area Euro, ex-alimentari freschi per Giappone, ex alimentari per Cina

VERSO UNA NORMALIZZAZIONE DELLA POLITICA MONETARIA

a cura di L. Vaiani, S. Pecoretti, S. Vergara

Nel corso delle ultime settimane diverse Banche Centrali hanno prospettato una progressiva rimozione delle misure monetarie ultra-espansive implementate in tempo di crisi e mantenute, con diversa intensità e composizione, per 9 anni.

A spingere in questa direzione è stato il flusso di dati congiunturali che hanno via via confermato il miglioramento sincronizzato delle condizioni economiche nei principali paesi. Nel frattempo però non sono emersi segnali di accelerazione dell'inflazione, che ha anzi disatteso al ribasso le aspettative.

La risposta di politica monetaria a tale scenario è stata articolata in modo differente nell'approccio di tipo convenzionale e non convenzionale. Con riferimento alle politiche non convenzionali, i progressi macroeconomici giustificano un progressivo rientro – nel caso della Fed - o una riduzione – nel caso della BCE – dell'espansione del bilancio operata attraverso il QE. Per la Fed, che è in una fase più avanzata del processo di normalizzazione, la politica monetaria convenzionale, attraverso i tassi di riferimento, ritorna ad essere lo strumento principale per agire in senso anticiclico, nel rispetto dei propri obiettivi. Per la BCE, viene confermata la preferenza ad agire prima sul bilancio e poi sulla struttura dei tassi di riferimento.

Il processo sarà lungo e graduale, in quanto le Banche Centrali non saranno del tutto indifferenti alla reazione dei mercati finanziari, modulando di volta in volta la comunicazione. Ma il percorso della normalizzazione è stato avviato e rimangono solo aperte le questioni circa la tempistica e i margini di flessibilità.

La modifica di politica monetaria- soprattutto se simultanea nei diversi paesi - avrà effetti sui livelli di volatilità e comporterà la reintroduzione di una certa quantità di premio per il rischio richiesto per alcune attività. Entrambi questi elementi risultavano infatti arginati dalla *put* monetaria; da qui l'importanza dell'efficacia della comunicazione e della prevedibilità e prudenza nell'implementazione del processo di normalizzazione.

Nelle brevi note che seguono analizziamo in particolare la riduzione del bilancio da parte della Fed e gli effetti di QE e tassi sui depositi negativi sui tassi a lunga europei.

FOCUS SULLA RIDUZIONE DEL BILANCIO DELLA FED

Dai verbali della riunione di gennaio, pubblicati il 22 febbraio, la **Fed** ha cominciato a prospettare la possibilità di **intervenire** nel corso del 2017 **sulla dimensione del bilancio**. Nelle dichiarazioni successive è stato precisato che l'effettiva implementazione dell'intervento avverrà in un tempo abbastanza ravvicinato e comunque **entro fine anno**.

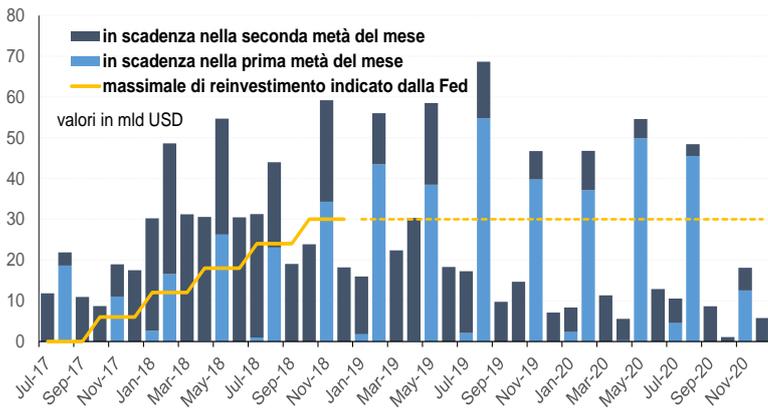
Le regole del processo di riduzione sono già state annunciate e sono strutturate in modo da smorzare l'effetto delle più consistenti scadenze nel biennio 2018-2019 per poi inserire il "pilota automatico", che comporterà quasi un azzeramento dei flussi di re-investimento nelle scadenze successive. La Fed ha infatti stabilito di partire con una riduzione di 6 mld al mese per i titoli governativi e 4 per gli MBS, incrementabili per un pari ammontare ogni trimestre fino al raggiungimento del massimale posto a 30 miliardi per i Treasury e a 20 miliardi per i titoli cartolarizzati.

Ipotizzando l'annuncio della manovra nella riunione del FOMC di settembre e l'avvio della riduzione da ottobre, a partire dall'autunno del 2018 il flusso di reinvestimento sia per i Treasury che per gli MBS sarà via via sempre più diradato fino quasi ad azzerarsi.

Il punto di arrivo del bilancio non si può determinare meccanicamente ma solo stimare, in quanto:

- dal lato delle attività, dipenderà per i Treasury dalle modalità di reinvestimento e dalle decisioni di offerta titoli del Tesoro e risulterà condizionato per gli MBS dalla sensitività alle variazioni del tasso di interesse;
- dal lato delle passività, risulterà influenzato in particolare dal tasso di crescita del circolante, che nell'ultimo periodo è aumentata a ritmo superiore al PIL nominale.

Titoli detenuti dalla Fed in scadenza fino al 2020

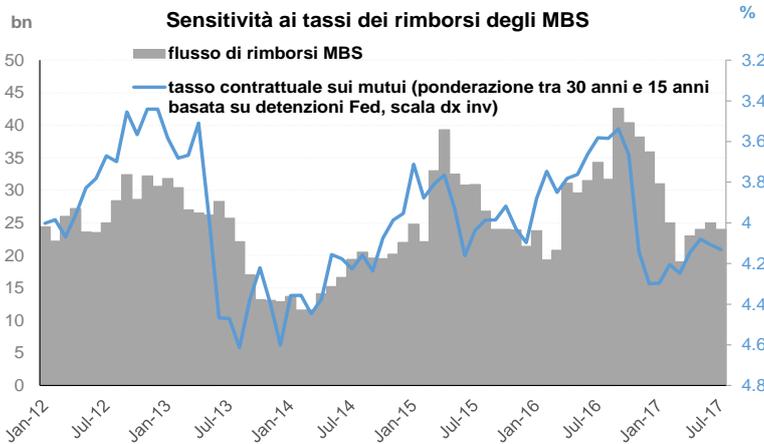


Fonte: Federal Reserve, elab Fideuram Investimenti

In base agli accordi intercorsi tra Fed e Tesoro, il reinvestimento dei titoli in scadenza può essere effettuato solo sul mercato primario. Dato il calendario delle aste, i titoli in scadenza entro la metà di ciascun mese vengono reinvestiti in Treasury a 3-10-30 anni, quelli con scadenza a fine mese in titoli a 2-5-7 anni.

Gli acquisti vengono ripartiti in proporzione agli ammontari in emissione, quindi la dimensione del bilancio potrà variare rispetto alle nostre stime in base alla redistribuzione dei reinvestimenti.

Sensività ai tassi dei rimborsi degli MBS

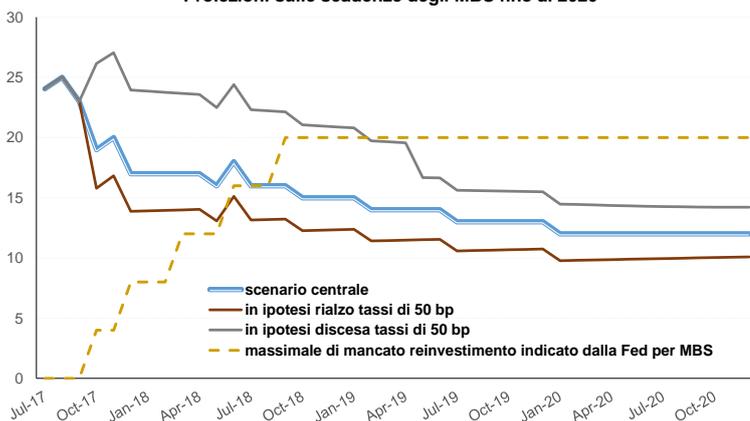


Fonte: Bloomberg, Federal Reserve di New York, Fideuram Investimenti

Il flusso in scadenza degli MBS è influenzato dal livello dei tassi, in quanto incorpora una componente volontaria di prepayment che aumenta quando i tassi scendono (per la possibilità di rifinanziarsi a condizioni più vantaggiose) e che per contro diminuisce quando i tassi salgono.

Ad oggi, il coupon medio ponderato dei titoli detenuti dalla Fed, sia nei titoli a scadenza trentennale che in quelli a 15 anni, è leggermente più basso di quello di mercato (3.93% il livello medio ponderato; 4% per i titoli a 30 anni che rappresentano quasi il 90% del portafoglio, 3.1% per quelli a 15 anni).

Proiezioni sulle scadenze degli MBS fino al 2020



Fonte: Federal Reserve of New York, Bloomberg, stime Fideuram Investimenti

Nel nostro scenario centrale la riduzione del bilancio è di quasi 1200 mld complessivi (Treasury più MBS e agency) entro il 2020 dagli attuali 4230 mld. Il bilancio complessivo punterebbe verso i 3200 miliardi (vicino al livello attualmente considerato come possibile target).

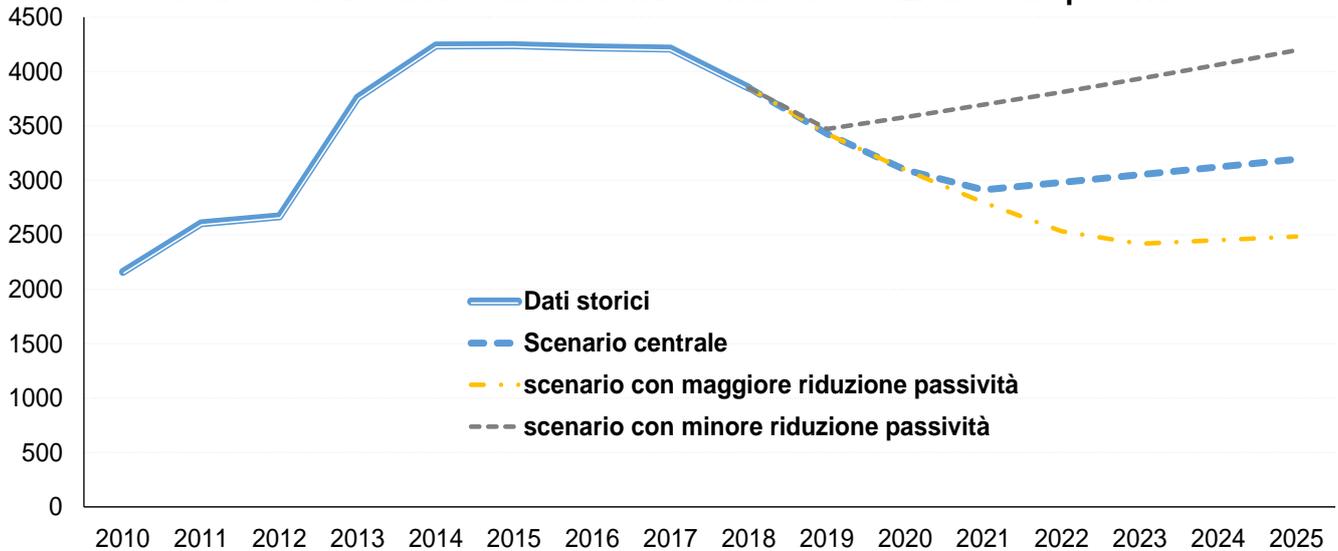
Scenari alternativi sull'evoluzione delle passività, in particolare con riferimento al tasso di crescita della moneta, che negli ultimi anni è stato decisamente più rapido di quello del PIL nominale, per effetto anche della significativa domanda estera di dollari, implicano la proiezione di differenti punti di arrivo.

STIMA VARIAZIONE TITOLI NEL BILANCIO FED

	Treasury		MBS + agency	
	reinvestimenti	disinvestimenti	reinvestimenti	disinvestimenti
2017	71.7	18.0	115.8	0.0
2018	192.2	229.0	36.0	197.0
2019	110.4	255.4	0.0	163.1
2020	59.8	172.1	0.0	144.0
Totali	434	675	152	504

in mld USD

Titoli detenuti dalla Fed in differenti scenari di evoluzione delle passività



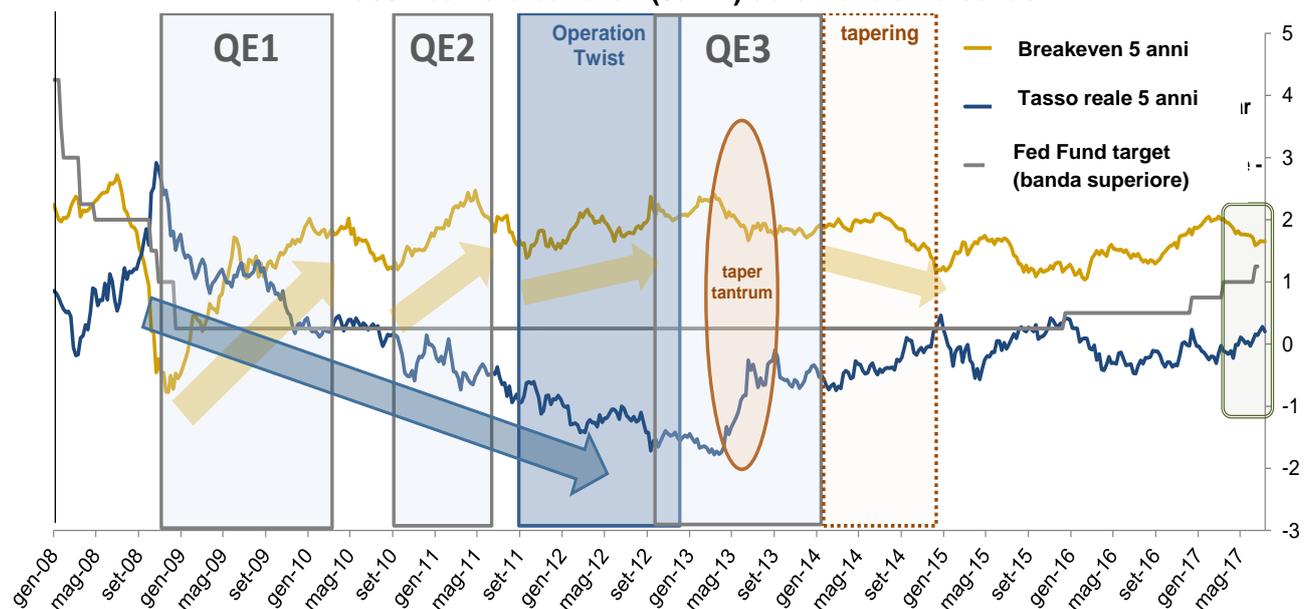
Fonte: Federal Reserve of New York, Fideuram Investimenti

Le proiezioni sulle passività dipendono da diverse assunzioni sulla tasso di crescita del circolante (tra 1,5 e 5,5% dal quasi 7% medio dell'ultimo periodo) e sull'ammontare delle riserve (tra 100 e 1000 mld dagli attuali oltre 2000 miliardi). Più elevate sono le assunzioni per queste due componenti minore risulta nel lungo periodo la riduzione del bilancio.

La decisione di preannunciare e **strutturare il processo in maniera da non lasciare elementi discrezionali** ha da un lato **ridotto l'incertezza**, anche in vista della scadenza del mandato della presidente Yellen a febbraio 2018, dall'altro, **ha consentito una re-introduzione graduale del premio per scadenza, già da prima della effettiva implementazione della manovra.**

Nelle prime reazioni successive all'annuncio, i tassi reali sono saliti cominciando ad incorporare prospettive di una Fed più restrittiva e **riducendo così il premio negativo incorporato nel tasso reale a 5 anni.** Le aspettative di inflazione invece si sono compresse, sia per l'impatto restrittivo della misura sia a seguito delle sorprese negative nei dati di inflazione rilasciati.

Tassi reali e breakeven (5anni) durante le diverse fasi



Fonte: Bloomberg, Federal Reserve, Fideuram Investimenti

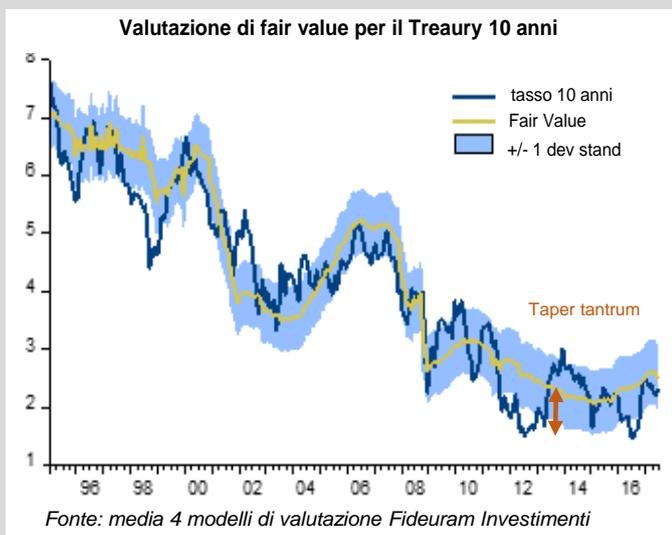
Dinamiche simili si erano osservate durante il **taper tantrum** del maggio 2013, quando i rendimenti reali erano aumentati mentre le aspettative di inflazione erano diminuite.

L'intensità dei movimenti e l'effetto complessivo sono tuttavia ben diversi in quanto:

- la Fed ha comunicato al mercato le linee guida in maniera chiara e predeterminata
- con il movimento dello scorso autunno era già avvenuto un parziale adeguamento ai fondamentali del tasso a 10 anni
- vi è ora maggiore convergenza di opinione tra mercato e Fed sul tasso neutrale di lungo periodo.

Inoltre, rispetto al 2013, l'utilizzo dei titoli governativi come strumento di politica monetaria da parte di tutte le principali Banche Centrali ha probabilmente introdotto una **riduzione strutturale sui premi per il rischio dei titoli governativi**. Questi **difficilmente ritorneranno ai livelli precedenti al QE**, anche in considerazione della durata dell'attuale fase ciclica di espansione.

Di conseguenza anche gli effetti secondari sulle attività più rischiose sono stati al momento limitati.



Sulla base dei nostri quattro modelli di valutazione, l'effetto a fine 2018 del mancato reinvestimento (circa 250 mld) comporta a parità di altre condizioni un incremento dei livelli di *fair value* del tasso decennale di circa 25-30 punti base; queste stime sono compatibili con dichiarazioni di esponenti Fed che stimavano un effetto di circa 75 pb sul tasso treasury per 600 mld di riduzione del bilancio. Mentre una parte dell'impatto potrebbe già risultare incorporato come riduzione del premio per il QE, l'effetto di incremento d'offerta sarà invece più evidente man mano che si cumulerà nel tempo.

L'impatto diretto risulta quindi moderato; in via indiretta crediamo che il progressivo riassorbimento del QE premium della Fed incrementi la **sensività del Treasury ai fondamentali macroeconomici e all'azione sui tassi di riferimento da parte della Fed**. Avendo definito nel medio termine la gestione del bilancio, l'intervento sui tassi ufficiali ritornerà ad essere lo strumento principale per modulare la politica monetaria e, in caso un rallentamento del ciclo economico richiedesse nuovamente un'espansione della politica monetaria, l'intervento sui tassi precederà il possibile riutilizzo di misure quantitative.

Inflazione e politica monetaria resteranno quindi i temi dominanti nei mesi estivi e, via via che ci avviciniamo agli appuntamenti cruciali di settembre, si potrebbe assistere ad un incremento di volatilità dei tassi.

Anche i livelli di volatilità e di rendimento richiesti per detenere specifiche asset class rischiose potrebbero risentirne, per via dell'effetto sui flussi che durante il QE si erano spostati dai titoli governativi a quelli corporate, all'*equity* e progressivamente a strumenti più rischiosi/illiquidi.

Per le attività rischiose sarà quindi più rilevante che in passato che l'andamento macroeconomico e reddituale agiscano da supporto, considerate le valutazioni elevate già raggiunte. La capacità di assorbimento di un incremento dei tassi reali da parte degli asset rischiosi risulta differente quando quest'ultimo è da imputarsi ad una variazione delle aspettative di politica monetaria rispetto a quando è guidato da prospettive reflazionistiche.

FOCUS SUI TASSI EUROPEI A LUNGA SCADENZA

Nell'estate 2016 i tassi obbligazionari di tutti i principali paesi hanno toccato i minimi storici e hanno cominciato un processo di aggiustamento per riflettere più coerentemente i fondamentali.

La tendenza comune al rialzo ha avuto intensità diversa nei vari paesi, in relazione a *driver* in parte differenti, primo tra tutti la divergenza di politica monetaria o anche - nel caso dell'Unione Europea - il diverso impatto dell'impulso monetario nei vari paesi.

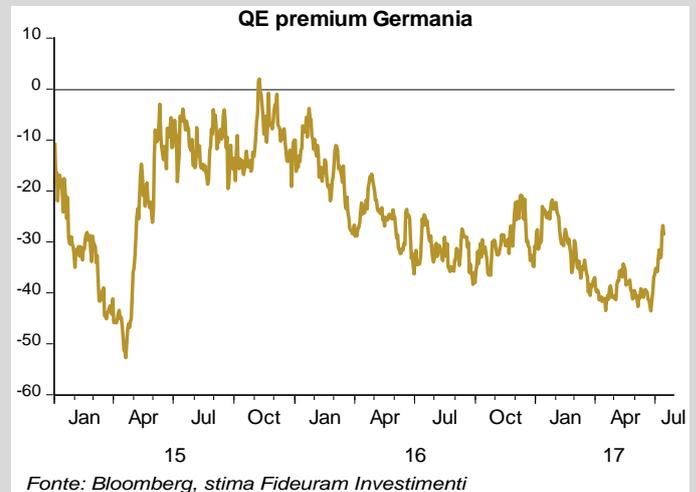
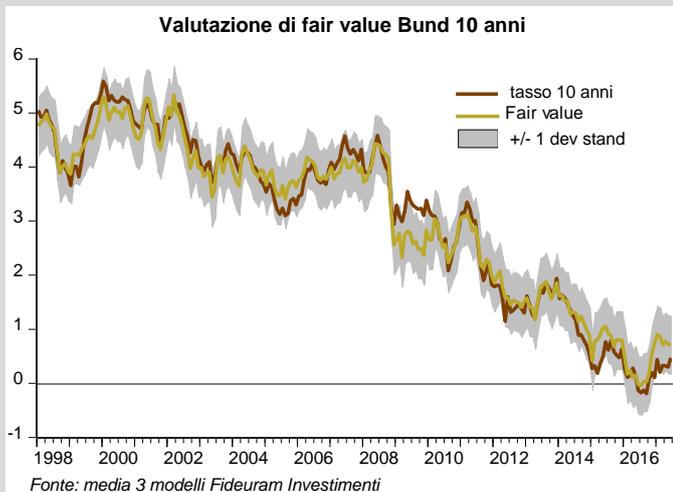
Per semplificare, possiamo sostanzialmente identificare tre principali determinanti dei tassi di interesse in questo periodo, che rilevano in maniera differenziata nel tempo e di paese in paese:

- 1) l'azione e la comunicazione delle Banche Centrali;
- 2) altre variabili macro e di politica economica;
- 3) il rischio politico.

La nostra analisi si concentra sui tassi europei, per i quali il processo di adeguamento ai fondamentali è ancora contrastato dai programmi di acquisto titoli da parte della BCE, ed è volta a quantificare i contributi delle diverse determinanti, anche legate al rischio politico.

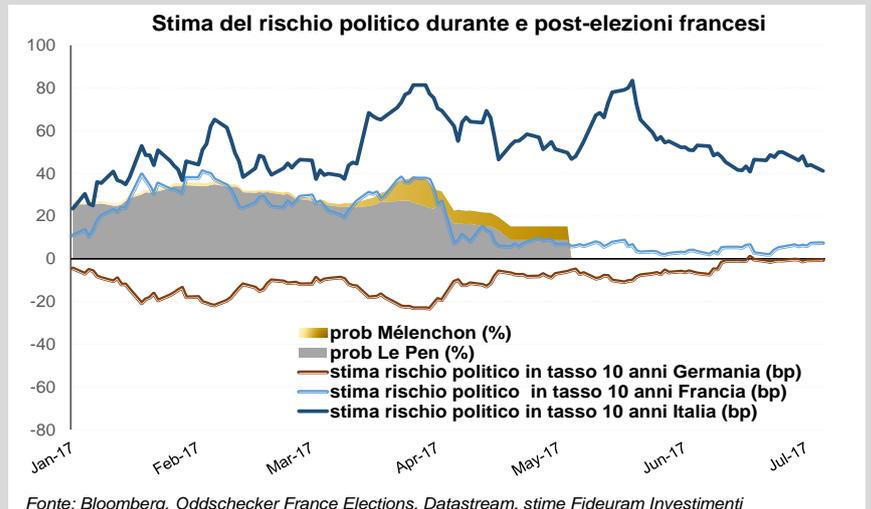
Con riferimento al tasso tedesco a 10 anni, i nostri 3 modelli di *fair value* proiettano valori di equilibrio in media in area 0,75% e puntano verso livelli prospettici anche più elevati (1,0%-1,2%).

Il recente movimento al rialzo del bund successivo all'apertura verso il *tapering* da parte della BCE, come già è avvenuto per il Treasury lo scorso autunno, ha rappresentato uno step di adeguamento ai fondamentali solo in parte spiegato da una riduzione del premio di politica monetaria, che ora stimiamo nell'ordine di circa 30 pb. Il QE premium è strettamente connesso alle modalità tecniche di conduzione del QE e all'effetto scarsità che caratterizza il Bund. L'eventuale riduzione del programma di acquisti creerebbe le condizioni per una riduzione della sopravvalutazione del Bund con riduzione del QE premium.

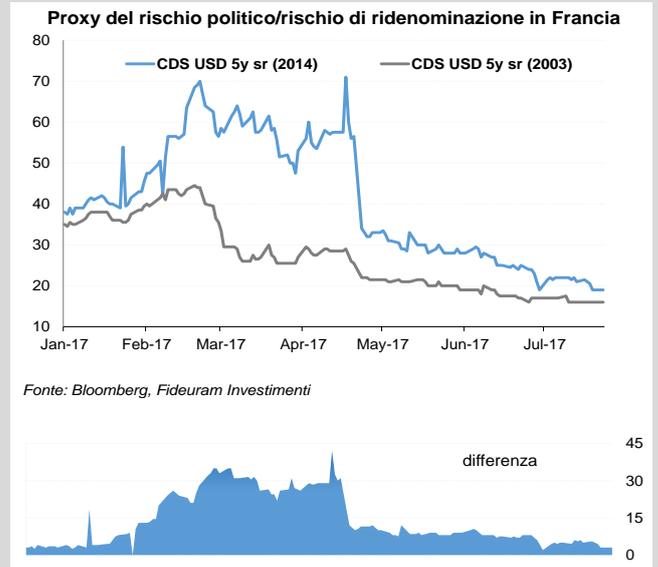
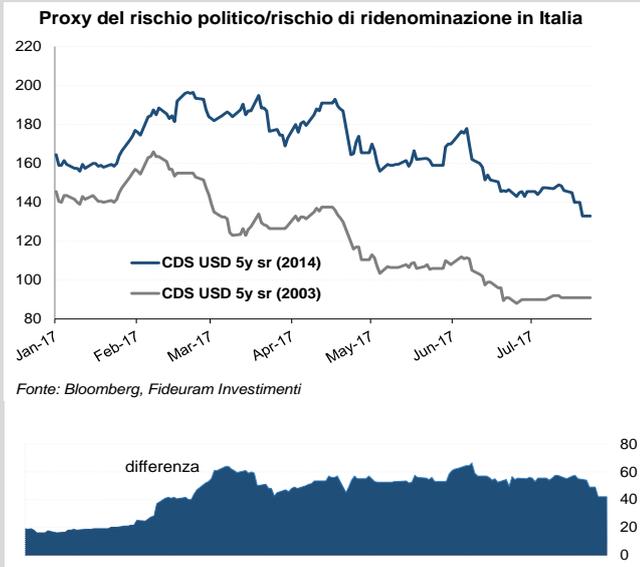


Il Bund, inoltre, ha gradualmente riassorbito anche il premio di natura assicurativa, legato principalmente ai rischi politici, in quanto considerato il più "safe" tra i tassi europei.

Ad oggi, il premio assicurativo si è in gran parte assorbito, non evidenziando più un rischio a livello di tenuta dell'UE. Resta prezzato invece un rischio politico nello spread tra Italia e Germania.

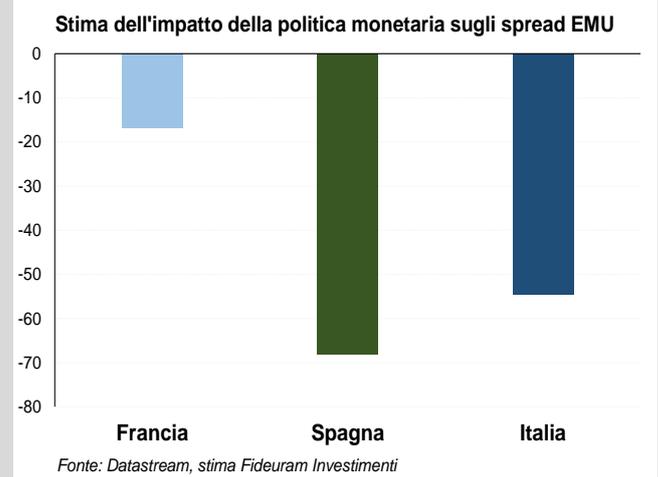


Altre misure del premio per il rischio politico, desumibile dal differenziale tra i CDS secondo la definizione 2003 e quelli secondo la definizione 2014 (che si caratterizzano per una diversa definizione del *trigger default* e ristrutturazione del debito), offrono indicazioni analoghe.



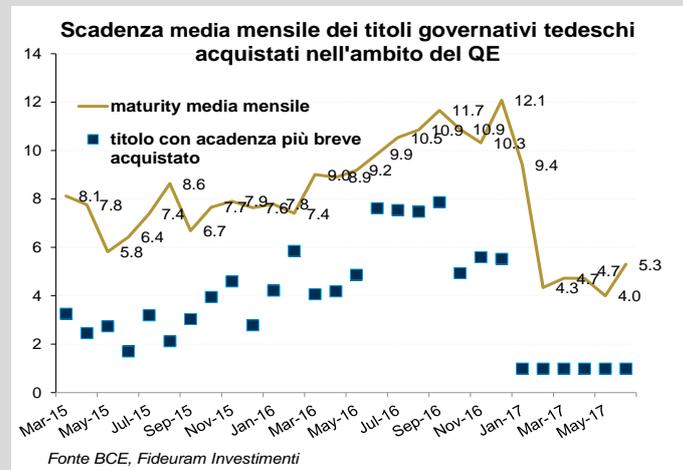
In termini di effetto di politica monetaria, stimiamo che l'impatto sugli spread periferici dell'attuale regime di politica monetaria sia variabile tra 15 e 70 pb a seconda dei paesi, e che dunque la revisione del QE possa agire sui tassi europei alzando i tassi tedeschi ed allargando gli spread (che rifletterebero una modifica della domanda e offerta di titoli).

La stima rappresentata nel grafico di fianco è stata effettuata con l'analisi delle componenti principali: la prima componente principale che è stata utilizzata viene identificata come impatto di politica monetaria, presentando una correlazione particolarmente elevata con le variazioni giornaliere dei tassi monetari e di quelli espressivi delle aspettative di politica monetaria.

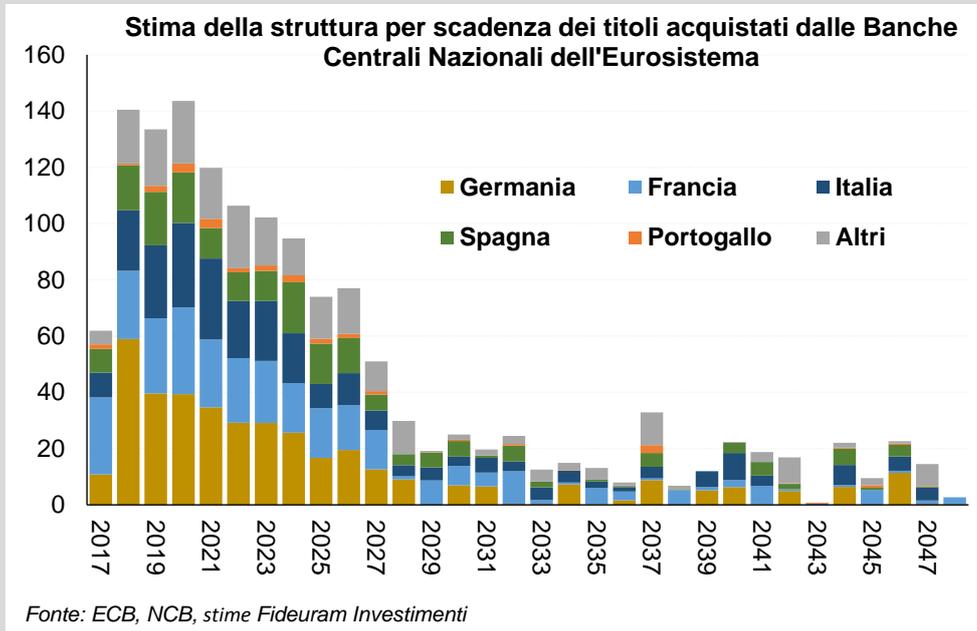


L'impatto sugli spread può essere controbilanciato dai buoni fondamentali macro dell'Europa, che però contribuiscono ad aumentare la probabilità del *tapering*.

Riteniamo che la BCE stia aumentando i margini di manovra sulle *capital key* e abbassando la *duration* degli acquisti e questo per testimoniare da un lato la maggiore attenzione alle condizioni finanziarie e, dall'altro, in ragione dell'intenzione della BCE di avvicinarsi al *tapering* del programma, così come avvenuto con la Fed che, nella fase finale del QE, aveva a sua volta ridotto la *duration* media degli acquisti.



La struttura per scadenza stimata del bilancio BCE mostra, infatti, una maggiore consistenza del flusso dei reinvestimenti più ravvicinati. Ciò consentirebbe di attutire l'impatto del ridimensionamento e della successiva interruzione del flusso di acquisti attesi nel corso del 2018 e dovuti anche all'approssimarsi dei limiti legali di detenzione dei titoli in alcuni paesi.



La stima è stata effettuata in modo da considerare le deviazioni dalla *market neutrality* operate dalla BCE, tenendo conto dell'ammontare di acquisti, della *matutity* complessiva dichiarati e dei limiti di *oustanding* inclusi nel programma.

Gli impatti della manovra di rientro saranno rilevanti soprattutto sui tassi periferici, che saranno soggetti alla doppia azione del riassorbimento del QE premium tedesco e di quello specifico, pertanto la BCE procederà con prudenza, come più volte segnalato da Draghi e testerà di volta in volta la reazione dei mercati.

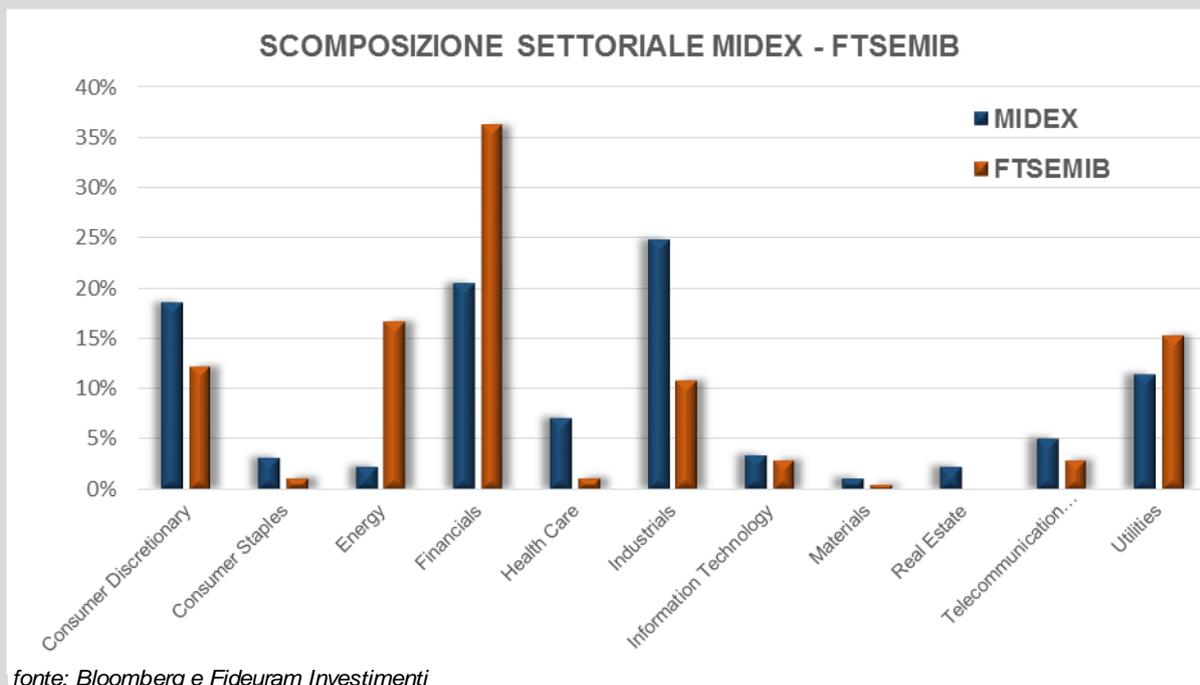
FOCUS SU PIR E MID SMALL CAP ITALIANE

A cura di Luigi Degrada, Katiuscia Oreto e Stefano Pizzamiglio

Con l'introduzione dei Pir (Piano Individuale di Risparmio) il governo italiano ha architettato uno schema volto a favorire gli investimenti di lungo periodo degli italiani nelle piccole e medie imprese del territorio al fine di ridurre la loro dipendenza dal sistema bancario e facilitare il loro accesso al mercato dei capitali e delle obbligazioni. Fine ultimo del progetto è quello di incrementare la crescita dell'economia del paese attraverso il sostegno e la crescita di lungo periodo delle medie e piccole aziende che costituiscono l'ossatura del sistema Italia.

Il settore mid e small cap infatti è molto rappresentativo del tessuto industriale italiano, costituito da molte piccole e medie imprese con attività anche di eccellenza e con significativo livello di esportazioni internazionali (in particolare Europa e Nord America). A livello settoriale infatti i comparti che hanno un peso prevalente nell'indice Ftse Midex sono gli industriali (25%) e i consumer (22%). L'andamento di questo indice è pertanto molto più connesso alla pura attività 'produttiva' del nostro paese mentre il FtseMib è collegato in prevalenza al settore finanziario (36%) e a quello petrolifero (17%). Proprio per questo motivo l'indice Midex negli ultimi anni ha sovraperformato l'indice FtseMib in quanto risente meno del "rischio paese" che ha penalizzato il mercato italiano negli ultimi anni; in termini valutativi relativi all'indice principale, tuttavia, il Midex ora tratta ad un premio superiore alla media storica e le recenti revisioni al rialzo degli utili sono state significative ma inferiori al re-rating avuto dall'indice.

Grazie ai flussi che si sono avuti da inizio anno sui nuovi prodotti che soddisfano i requisiti Pir è aumentata già la liquidità del mercato sui comparti mid e small cap; ci sono aspettative che nel prossimo futuro aumentino il flottante delle società già quotate dove grosse partecipazioni sono ora in mano a private equity o alle famiglie fondatrici; anche il numero di società quotate in Italia e la loro capitalizzazione dovrebbe aumentare e quindi il loro peso sul GDP italiano. Ad oggi, infatti, la capitalizzazione dell'indice principale Ftse Mib è di gran lunga superiore a quella dell'indice Midex (capitalizzazione FtseMib: 479 miliardi; capitalizzazione Midex: 98 miliardi) e ci sono prospettive che nel tempo questo gap si vada un po' a ridurre. Anche le emissioni di corporate bond dovrebbero aumentare nel prossimo futuro, facendo crescere questo mercato che è ancora poco sviluppato e concentrato in prevalenza su emissioni di grosse società (grandi banche più Eni, Enel e Telecom Italia).



CONFRONTO PERFORMANCE FTSEMIB - ITMC



fonte: Bloomberg e Fideuram Investimenti

FOCUS SUL MERCATO OBBLIGAZIONARIO CORPORATE EUROPEO

A cura di Muzinich & Co.

Muzinich & Co.

A livello generale l'economia dell'Eurozona ha vissuto un considerevole miglioramento a partire dal secondo trimestre 2016, in linea con le aspettative di crescita reale comprese tra il 2% e il 2,5% previste per il 2017. I fondamentali economici e gli utili societari sono solidi e in crescita, seppur moderatamente, in tutti i paesi, anche in quelli maggiormente colpiti dalla crisi (come ad esempio la Grecia). Il tasso di default del mercato high yield europeo si attesta al 2.47%, in linea con gli anni precedenti; ci aspettiamo che il livello dei default di questa asset class continuerà a rimanere basso e comunque non superiore alla media globale.

In termini di qualità del credito, abbiamo osservato un miglioramento della qualità media sul mercato primario, e in generale possiamo affermare che il rating medio delle aziende europee è superiore rispetto a quello delle omologhe statunitensi appartenenti allo stesso settore.

Troviamo interessanti le obbligazioni del settore bancario e finanziario sia dal punto di vista delle valutazioni sia per il loro profilo di rischio-rendimento, nello specifico le obbligazioni senior subordinate e non-preferred. A partire dalla crisi del 2008 questo settore è stato soggetto a numerose riforme e cambiamenti normativi che hanno notevolmente ridotto il rischio sistemico del settore, come abbiamo visto di recente con il caso di Banco Popular. Siamo rimasti positivamente colpiti dalla risoluzione della vicenda e dalla capacità di tenuta del segmento senior subordinato durante la crisi.

Inoltre, il rapporto tra rischio sovrano e quello del sistema finanziario risulta essere oggi molto meno stretto, come abbiamo potuto vedere dal minimo impatto che ha avuto la recente impennata dei rendimenti dei titoli governativi sul settore finanziario e bancario. Infine, le nuove regole in termini di bail-in (TLAC/MREL) potranno generare la necessità di emettere nuove obbligazioni senior subordinate e non-preferred come strumento di maggiore sicurezza, aumentando la capitalizzazione di questo mercato e le soluzioni d'investimento al suo interno.

Durante il mese di giugno i rendimenti del mercato obbligazionario corporate high yield europeo sono stati moderatamente positivi. Sul finire del mese, i mercati americani ed europei sono stati oggetto di un massiccio sell-off (con conseguente aumento dei rendimenti) a seguito del discorso tenuto dal presidente della BCE Mario Draghi.

Le politiche delle banche centrali – dopo una divergenza di alcuni trimestri – stanno iniziando a convergere nuovamente. La Federal Reserve ha recentemente comunicato che non intenderà investire nuovamente la liquidità dei titoli obbligazionari governativi e corporate investment grade che arrivano a scadenza, con l'intenzione di ridurre gradualmente la massa di liquidità in circolazione.

Dato il miglioramento dei fondamentali economici, come accaduto per la Federal Reserve, anche la Banca Centrale Europea ha recentemente fatto presagire una futura riduzione del programma di acquisti previsti dal Quantitative Easing e una diminuzione degli stimoli.

Più in generale anche altre banche centrali, in particolare la Bank of Canada e la Bank of England, hanno dato segnali di voler iniziare ad aumentare i tassi d'interesse. L'unica eccezione a questa convergenza è rappresentata dalla Banca Centrale del Giappone, che continua a mantenere un approccio ancora piuttosto accomodante.

Crediamo che questa progressiva normalizzazione della politica monetaria europea continuerà a favorire l'High Yield europeo nelle allocazioni del credito in Europa rispetto al segmento obbligazionario Investment Grade vista la graduale riduzione del differenziale del merito creditizio e l'assenza di costi derivanti dalla copertura del cambio EUR/USD.

In questo contesto di graduale rialzo dei tassi d'interesse crediamo che gli investitori si possano proteggere al meglio investendo in titoli a tasso variabile (loans) o duration breve. In un contesto di solidi fondamentali economici, questi strumenti possono beneficiare del restringimento degli spread, nonostante la parziale compensazione data dall'aumento dei tassi d'interesse.

Tutti i dati di performance di mercato sono presi da Bloomberg.

FOCUS SU SCENARIO 2017

A cura di EurizonSLJ Capital



I mercati nella prima metà del 2017. Il calo del VIX al livello più basso da 24 anni e il diffuso deprezzamento del dollaro hanno condizionato il sentiment dei mercati nel 2017. Nonostante negli Stati Uniti siano andate deluse le aspettative di riduzione delle imposte e di riforme strutturali, l'economia USA ha continuato a guidare la ripresa globale e dall'Europa e da alcuni Paesi emergenti sono giunti segnali di una chiusura del divario di crescita. Al tempo stesso, il livello basso dei prezzi dell'energia e dell'inflazione nei Paesi più avanzati ha fatto sì che il rimbalzo del ciclo potesse avvenire in un contesto di condizioni monetarie espansive – e in particolare con tassi di interesse reali bassi negli USA. In tale contesto marcatamente positivo (“Goldilocks”) i mercati si sono concentrati sul vendere volatilità e trarre profitto dal carry. Le valute ad alto rendimento hanno ampliato i guadagni da inizio anno e molti importanti indici azionari hanno raggiunto livelli record. Tuttavia, il senso di compiacimento che pervadeva i mercati ha cominciato a dare segni di cedimento a inizio estate, a seguito dell’atteggiamento più restrittivo adottato – in maniera concertata – dalle principali banche centrali, al Summit annuale tenutosi a Sintra.

I temi che seguiremo con maggiore attenzione nella seconda metà del 2017 sono i seguenti.

Tema 1. L'Europa sta colmando il divario. Al momento, l'Europa rappresenta probabilmente il fronte più interessante dell'economia globale. Con il governo Macron, la Francia sembra aver compiuto la transizione da fanalino di coda a locomotiva delle riforme strutturali nell'UE. Allo stesso tempo, l'economia europea cresce a un ritmo (1,5-2,0%) paragonabile ai tassi di crescita americani, e soprattutto superiore al suo trend strutturale di crescita appena al di sotto dell'1,0% – nonostante il debito cumulato e la dinamica molto lenta del credito. Al procedere della ripresa, la BCE dovrebbe affrontare il calo prospettico dei tassi reali agendo sul tasso refi o, in alternativa, riducendo gradualmente il programma di acquisti di obbligazioni. Dal punto di vista del ciclo, questo metterà l'euro in una posizione di forza per un potenziale rally. Nel più lungo termine, tuttavia, finché non verranno intraprese riforme strutturali, il progetto UE resterà vulnerabile e l'euro esposto a episodi di shock politici, economici e finanziari.

Tema 2. GBP: sottovalutata e sottostimata. Poiché in termini economici il peso dell'UE è almeno cinque volte quello del Regno Unito, è sempre stato chiaro che le negoziazioni per definire i termini di Brexit sarebbero state asimmetriche: a vantaggio dell'Europa e con ripercussioni a livello del cambio EUR/GBP. Inoltre, l'esito delle elezioni tenutesi a giugno nel Regno Unito non può che aver reso apparentemente più debole la posizione negoziale dei britannici. Tuttavia, nonostante le nubi che vanno addensandosi sul mercato, riteniamo che il “soft power” del Regno Unito e la posizione senza rivali di Londra sulla scena della finanza mondiale siano entrambe sottostimate dagli operatori di mercato. Il surplus del Regno Unito nel settore dei servizi finanziari è già superiore alla somma dell'avanzo dei tre Paesi che lo seguono in classifica – USA, Svizzera e Lussemburgo. A nostro avviso l'aspetto più importante è come gli investitori vedono il ruolo del Regno Unito nel lungo periodo – se prevedono che possa prosperare o atrofizzarsi al di fuori dell'UE. Vediamo molto valore nella sterlina e prevediamo una buona performance per il cambio nei prossimi trimestri.

Tema 3. Normalizzazione della politica delle banche centrali. A quasi 10 anni di distanza dalla grande crisi finanziaria, la politica dei tassi a zero e le operazioni di bilancio intraprese dalle banche centrali hanno determinato un livello estremo nelle valutazioni, volatilità ai minimi assoluti, e posizionamenti sbilanciati sui mercati. Il cambiamento registrato a fine giugno nei comunicati di varie tra le principali banche centrali – nonostante il basso livello d'inflazione – indica un crescente disagio per l'imperante compiacimento dei mercati e un aumento degli elementi di vulnerabilità. Questo tema potrebbe venire sempre più alla ribalta nei mesi a venire, soprattutto in Europa, dove il programma di acquisti è ancora pressoché in pieno svolgimento. Da questo punto di vista, non ci aspettiamo che la normalizzazione delle politiche monetarie possa risolvere gli attuali squilibri dei mercati obbligazionari globali: la relativa scarsità di attività rifugio in un mondo sempre più dominato dai mercati emergenti comporta che le obbligazioni a lungo termine potrebbero restare ben ambite anche nel corso di un ciclo restrittivo. A sua volta, questo renderà i titoli a beta più elevato – quali le azioni – relativamente più vulnerabili a un cambiamento del sentiment di mercato.

Tema 4. Mercati emergenti e carry momentum. Sono tre le categorie di fattori che hanno maggiore importanza per i mercati emergenti: (i) la domanda, soprattutto quella cinese; (ii) i tassi d'interesse reali negli USA; (iii) le quotazioni delle materie prime. Le derivate seconde dei fattori (i) e (ii) stanno diventando negative, mentre il fattore (iii) ha invertito totalmente il proprio corso nella maggioranza dei mercati emergenti. Nonostante questo quadro globale meno positivo, i mercati emergenti non sono sopravvalutati – a differenza di quanto accadde durante il “taper tantrum” del 2013. Pertanto, restiamo tatticamente costruttivi sui mercati emergenti, che riteniamo possano continuare a beneficiare nel breve periodo del rimbalzo ciclico dell'attività e del commercio globale, nonché del contesto caratterizzato da tassi bassi e volatilità ridotta. Tuttavia, date le preoccupazioni destinate dal cambiamento in corso nelle politiche monetarie, nonché le valutazioni tirate sui mercati azionari globali, e quindi un contesto globale che non è più tanto favorevole alle economie emergenti quanto lo era nei primi mesi dell'anno, manteniamo un approccio cauto.

Tema 5. Fase avanzata del ciclo negli USA. Dopo mezzo anno di Amministrazione Trump, le promesse elettorali restano ancora da mantenere. Tuttavia, con le elezioni di medio termine del 2018 in avvicinamento, il Congresso si troverà soggetto a pressioni affinché porti a casa qualche risultato, ed eventuali annunci potrebbero sorprendere positivamente, dato che le aspettative in termini di riduzione delle tasse e di riforme ad ampio raggio sono state pressoché tutte scorporate dal mercato. Prevediamo che potrebbero esserci dei tagli delle imposte e riforme fiscali, in una qualche forma, entro la fine dell'anno. A nostro avviso, questo dovrebbe offrire un certo supporto al dollaro. Tuttavia, le riforme si riveleranno molto probabilmente meno ambiziose di quanto prospettato dall'Amministrazione Trump a febbraio, dato il difficile contesto politico. Pertanto, eventuali rally del dollaro potrebbero rivelarsi piuttosto contenuti.

Infine, occorre evidenziare che, dopo 100 mesi di espansione, l'economia USA si trova in una fase molto avanzata del ciclo. Un rallentamento dell'economia americana sortirebbe conseguenze a livello di crescita globale, soprattutto alla luce delle valutazioni tirate in tutte le classi di attività. A nostro avviso, la prossima correzione delle attività di rischio e il prossimo rallentamento dell'economia globale verranno accompagnati da un rally del dollaro.

In sintesi. L'economia globale continua a crescere e, cosa più importante, a esibire una maggiore qualità rispetto al periodo precedente alla grande crisi finanziaria del 2008, perché la composizione della crescita è migliore. Il fatto che in Cina sia in agenda il 19° Congresso Nazionale del Partito Comunista fa ritenere che la Cina non dovrebbe rappresentare una fonte di rischio globale nel resto dell'anno. Riteniamo che il rischio principale sia legato al ciclo finanziario globale, piuttosto che all'economia reale globale. Le valutazioni sul mercato azionario, obbligazionario e immobiliare sono piuttosto elevate su base storica. A nostro avviso gli investitori dovrebbero pertanto adottare un approccio appropriato alla fase avanzata del ciclo economico. Per il dollaro, questo comporta la possibilità di una qualche ulteriore debolezza negli ultimi mesi dell'anno. Tuttavia, a nostro avviso il prossimo movimento rilevante sarà probabilmente un rally del dollaro in un contesto di crescente avversione al rischio.

A cura dell'Area Investimenti



Flavio Rovida

Responsabile Ricerca Macroeconomica
Fideuram Investimenti



Francesca Pini

Analista team Ricerca Macroeconomica
Fideuram Investimenti



Ilaria Spinelli

Analista team Ricerca Macroeconomica
Fideuram Investimenti



Luca Vaiani

Responsabile Investment Strategy
Fideuram Investimenti



Silvana Vergara

Analista team Investment Strategy
Fideuram Investimenti



Simone Pecoretti

Portfolio Manager Investment Strategy
Fideuram Investimenti



Renato Zaffuto

Responsabile dell'Area Investimenti
Fideuram Investimenti

In collaborazione con:



Luigi Degrada

Responsabile Fondi Italiani
Fideuram Investimenti



Katuscia Oreto

Senior Portfolio Manager
Fideuram Investimenti



Stefano Pizzamiglio

Senior Portfolio Manager
Fideuram Investimenti

Documento a cura di Fideuram Investimenti SGR

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



Il presente documento è uno strumento di supporto ad uso esclusivo dei Private Banker di Fideuram S.p.A. e di Sanpaolo Invest SIM S.p.A. e non può essere consegnato alla clientela. Esso 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 contenute nel presente documento sono acquisite da fonti ritenute attendibili dal mercato, senza che la Società possa, tuttavia, garantirne in assoluto la completezza e la veridicità. La validità del presente documento, considerato il continuo evolversi degli andamenti di mercato, è da intendersi circoscritta alla data di redazione dello stesso. La Società si riserva il diritto di modificare, in ogni momento, le analisi e le informazioni ivi prodotte, nonché di operare scelte di portafoglio differenti rispetto alla view espressa o alle indicazioni prospettiche d'investimento eventualmente fornite nel presente documento

For Professional Clients use only – not for retail use or distribution



This document has been produced for information purposes only and as such the views contained herein are not to be taken as investment advice. Opinions are as of July 2017 and are subject to change without reference or notification to you. Past results do not guarantee future performance. The value of investments and the income from them may fall as well as raise and there is no guarantee that investors will get the full amount invested.

Any research in this document has been procured and may have been acted on by Muzinich for its own purpose. The results of such research are being made available for information purposes and do not constitute investment advice. Opinions and statements of financial market trends that are based on market conditions constitute our judgment as at the date of this document. They are considered to be accurate at the time of writing, but no warranty of accuracy is given and no liability in respect of any error or omission is accepted.

Reference to the names of each company mentioned in this document is for information purposes only. Their inclusion should not be interpreted as a recommendation to buy or sell.

Issued in Europe by Muzinich & Co. Ltd, which is authorized and regulated by the Financial Conduct Authority. Registered in England and Wales No. 3852444. Registered address: 8 Hanover Street, London W1S 1YQ.

**Note Legali:**

Questo documento è fornito da Eurizon SLJ Capital Limited, una Limited Company (n° 0977525), registrata in Gran Bretagna con sede legale in Brompton Road 100, Londra SW3 1ER. ESLJ è autorizzata e regolata dalla Financial Conduct Authority (FCA).

Questi contenuti sono stati predisposti da un soggetto appartenente a Eurizon SLJ Capital Limited e non possono essere riprodotti, redistribuiti o copiati, per intero o in parte, per nessun utilizzo. Questi contenuti, siano essi una copia o una parte degli stessi, non possono essere distribuiti in altre giurisdizioni dove la distribuzione può essere limitata dalle leggi vigenti; le persone che ne entrano in possesso dovrebbero informarsi in relazione a tali restrizioni e attenersi alle stesse.

Le informazioni e le opinioni fornite in questo documento non tengono in considerazione le caratteristiche individuali degli investitori e non devono essere considerate come una consulenza in tema di decisioni di investimento. Nessun soggetto appartenente a Eurizon Capital SLJ Capital Limited può essere ritenuto responsabile per qualsivoglia perdita, diretta o consequenziale, derivante direttamente o indirettamente dall'utilizzo delle informazioni contenute in questo documento.

Questi contenuti sono forniti in conformità del "s.54(1) of The Financial Services and Markets Act 2000 (Regulated Activities) Order 2001", che stabilisce che questo tipo di attività non si configura mai come:

- a) Attività di consulenza regolamentata; né come
- b) Attività incentivante le persone a comprare, vendere, sottoscrivere attività finanziarie o soluzioni di investimento regolate da un contratto

Eurizon SLJ Capital Limited ha preso tutte le necessarie precauzioni per assicurare che le informazioni contenute in questo documento siano accurate al momento della pubblicazione; in ogni caso nessuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita è fornita relativamente all'accuratezza, l'affidabilità e la completezza di tali informazioni.