



FIDEURAM
INVESTIMENTI

INVESTMENT CENTER
FIDEURAM INTESA SANPAOLO
PRIVATE BANKING



Global OUTLOOK

Prospettive 2018



Sommario



Verso il nuovo anno - a cura di G. La Calce	3
L'inizio di una nuova era - a cura di R. Zaffuto	5
Scenario macroeconomico – a cura di F. Rovida	8
USA - Un'espansione più lunga - a cura di F. Rovida	9
Area Euro - La crescita felice - a cura di I. Spinelli	10
Giappone - Fuga dalla deflazione - a cura di I. Spinelli	11
Cina - Verso una crescita sostenibile – a cura di F. Pini	12
Le scelte di Asset Allocation – a cura di L. Vaiani	14
Obbligazionario Governativo Europeo – a cura di S. Pecoretti	17
Obbligazionario Globale – a cura di P. Batori	18
Obbligazionario Corporate – a cura di V. Umang	21
Obbligazioni – a cura di Franklin Templeton	22
Strategie Macro e Valute – a cura di EurizonSLJ Capital	25
Obbligazionario Mercati Emergenti – a cura di Aberdeen Standard Investments	27
Obbligazionario High Yield – a cura di Morgan Stanley	29
Credito Strutturato ABS/MBS – a cura di Pimco	31
Financial Credit Bonds – a cura di Algebris	33
Obbligazionario Convertibile – a cura di Man GLG	35
Azionario Globale – a cura di Blackrock	37
Azionario USA – a cura di JP Morgan	38
Azionario Europa – a cura di Fidelity	39
Small Caps – a cura di Amundi	41
Azionario Italia – a cura L. Degrada	44
Azionario Giappone – a cura di Invesco	46
Azionario Mercati Emergenti – a cura di G. Da Ros	48
Commodities – a cura di Goldman Sachs Asset Management	50
Private Equity – a cura di Partners Group	52
Alternative Risk Premia – a cura di B. Alimerko, L. Simoncelli e M. Bizjak	55



Verso il nuovo anno

Gianluca La Calce

Amministratore Delegato di Fideuram Investimenti SGR

Ci avviciniamo alla chiusura dell'anno e, oltre ad essere momento di bilanci e di auguri, è anche occasione per fornirvi alcuni spunti e riflessioni sullo scenario macroeconomico e sulle prospettive per i mercati finanziari.

Il 2016 aveva portato le sorprese dell'inattesa vittoria di Trump e dell'esito del referendum sulla Brexit; il 2017 si era aperto con qualche timore sul fronte politico per le elezioni in Olanda e in Francia, a causa dell'ascesa di movimenti populistici. Gli esiti elettorali alla fine hanno premiato il "buon senso" e, soprattutto, l'affermazione di Macron ha contribuito a contenere le paure che forze disgregatrici potessero insinuarsi nel processo di integrazione europea e della zona euro stessa e risvegliato la speranza che un rin vigorito asse franco-tedesco possa meglio rafforzare il ruolo europeo nel mondo anche in chiave geopolitica e non solo economica; un'evoluzione complessivamente positiva che ha però già mostrato di non essere totalmente priva di rischi come la crisi Catalana, tamponata ma non risolta, o le difficoltà nella costituzione di un governo forte in Germania.

Se il 2017 ha visto una riduzione del rischio politico nell'Europa Continentale, questa non è stata però la situazione nel resto del mondo anche per effetto dell'azione dell'amministrazione Trump.

L'anno che si chiude ci lascia in eredità altre evidenze:

- una crescita economica diffusa, sincronizzata e maggiore di quanto non fosse nelle previsioni di tutti;
- una politica monetaria che ha continuato a mostrare importanti effetti espansivi. Da una parte la Fed ha seguito l'evoluzione economica procedendo nella sua azione di rialzo dei tassi ed avviando una graduale azione di rientro nel proprio bilancio; dall'altra la BCE che ha portato avanti un'aggressiva azione di Quantitative Easing destinata, pur con un dimezzamento nella dimensione degli acquisti a partire da Gennaio, a proseguire almeno sino a Settembre 2018 e la Banca Centrale Giapponese che non ha modificato il proprio intervento;
- mercati finanziari globali che hanno prodotto rendimenti elevati, in qualche modo proporzionati alla rischiosità, ma fortemente ridimensionati nella misura per un investitore europeo dal negativo effetto valutario per l'apprezzamento dell'euro.

In poche parole potremmo dire che crescita e politica monetaria hanno reso il 2017 un anno più facile e migliore di quanto non fosse possibile attendersi.

Posto che nel lungo termine esiste la ciclicità e non si può pensare a scenari strutturalmente positivi per sempre che cosa si può dire per il 2018?

Sul versante politico internazionale il nuovo anno si presenta complesso: sicuramente in Sud America con importanti tornate elettorali; senza dubbio in Medio Oriente con l'aggressiva politica estera dell'Arabia Saudita e, probabilmente, della Turchia, nonché con il tema di Gerusalemme capitale; in Asia con la questione coreana. Negli Stati Uniti sapremo se Trump verrà rafforzato o indebolito dalle Mid-Term Election ed in Europa possiamo solo sperare che temi di rilevanza locale non diventino qualche cosa di più.

Il versante economico è quello che appare maggiormente positivo. Appare probabile che si continui ad avere una crescita economica significativa e sincronizzata; oggi i rischi appaiono maggiori al rialzo che non al ribasso. Anche l'inflazione mostrerà rialzi ma in una misura che dovrebbe limitare a rendere più naturale alle autorità monetarie un'azione di normalizzazione più che non spingerle a movimenti troppo aggressivi.

Le politiche monetarie dovrebbero evolvere all'interno di binari tracciati: negli USA, anche i mercati hanno finito per scontare questo scenario, vedremo proseguire il rialzo dei tassi, mentre nell'Eurozona non dovremmo avere sorprese se non un crescendo di attenzione a quello che potrebbe essere il post Mario Draghi e all'eredità che questi vorrà lasciare avviando probabilmente l'inversione nelle dinamiche dei tassi ad inizio 2019.

Sul versante corporate, infine, non abbiamo ragioni forti per pensare che non si possa vedere la **continuazione della ripresa degli utili** che ha già caratterizzato il 2017.

In conclusione ci sono elementi per ritenere che il 2018 possa essere più complesso dell'anno che sta finendo, ma anche motivi per credere che ci siano anche opportunità da cogliere all'interno di un portafoglio ben diversificato. Nell'ambito delle *asset class* tradizionali il mondo obbligazionario continua a mostrare premi per il rischio troppo contenuti in quasi tutte le sue componenti, mentre all'interno dell'azionario rimangono opportunità legate alle prospettive di crescita.

Il nostro sforzo sarà ancora più grande che non in passato per cercare **nuove opportunità di rendimento ed affinare ulteriormente la qualità e l'efficacia dell'attività di diversificazione**. Punteremo inoltre a **rafforzare tutti i supporti per la vostra attività di consulenza alla clientela** in un anno in cui MIFID 2 renderà quest'attività ancora più centrale.

Auguro a voi e alle vostre famiglie delle Serene Festività ed un Felice e Proficuo 2018,

Gianluca La Calce



L'inizio di una nuova era

Renato Zaffuto

Responsabile Area Investimenti di Fideuram Investimenti SGR

Gli ultimi 40 anni circa sono stati caratterizzati da un *trend* discendente dei tassi obbligazionari nel mondo sviluppato. Questo *trend* affonda le radici, già a partire dagli inizi degli anni '80, nelle misure di successo messe in atto dalle Banche centrali nel contrasto all'inflazione, ma si è dipanato nel tempo in funzione delle dinamiche sulla crescita reale e sulle aspettative di inflazione, supportate dai fenomeni di natura demografica e tecnologica. Negli ultimi 10 anni la discesa dei tassi è stata ulteriormente accentuata dagli interventi di natura non-convenzionale effettuati dalle maggiori Banche Centrali per superare la crisi creditizia e i rischi di deflazione, raggiungendo così livelli minimi storici.

L'anno che si chiude è stato segnato dall'allontanamento dei timori politici e delle spinte populiste in Europa con la vittoria di Macron alle Presidenziali francesi e dalle continue sorprese positive sull'andamento del ciclo economico globale soprattutto nella zona Euro e in Giappone.

Nel frattempo l'inflazione è rimasta sottotono, mentre le Banche Centrali hanno preservato un contesto di condizioni monetarie favorevoli gestendo con estrema accortezza e gradualità il percorso di inizio del processo di "normalizzazione" con lo scopo di continuare a dare la massima trazione possibile al ciclo economico.

Con il 2018 si apre un anno in cui ricorre il decennale dal fallimento di Lehman e dallo scoppio della crisi creditizia. Alla crisi dei sub-prime negli USA si sono susseguite le crisi in Grecia, in Irlanda, in Portogallo, in Spagna e in Italia. Poi anche il crollo del prezzo del petrolio e di quello di altre materie prime che hanno avuto ripercussioni sui Paesi produttori del mondo emergente.

Ma in questo decennio le principali Banche Centrali hanno agito tempestivamente nello spegnere i focolai di crisi e nel guidare le politiche monetarie, anche con strumenti non-convenzionali, per far riprendere il ciclo economico mondiale e controllando le aspettative di inflazione.

E' stato un decennio difficile e complesso per l'economia e per i mercati finanziari, ma segna pure l'inizio della trasformazione con quella che si definisce la "Quarta Rivoluzione Industriale" ovvero la rivoluzione dell'**economia digitale**.

Ormai c'è sempre maggiore consapevolezza che in questi anni non abbiamo vissuto solo dei periodi di crisi creditizie ma di una profonda trasformazione delle strutture dell'economia, di cui spesso anche gli economisti hanno fatto fatica ad interpretare pienamente il cambiamento attraverso le lenti degli schemi di analisi tradizionale.

GRAFICO 1.

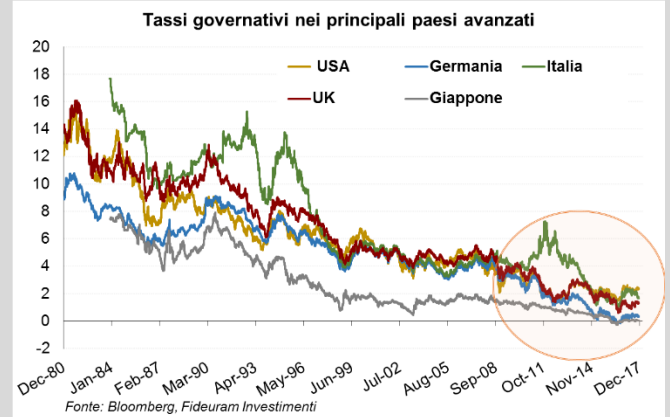


GRAFICO 2.

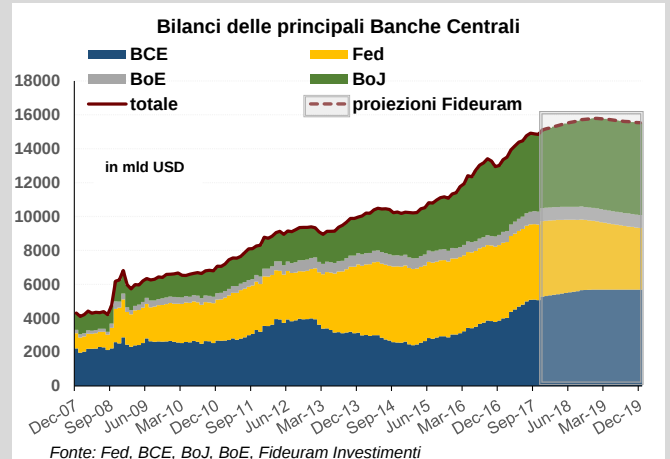
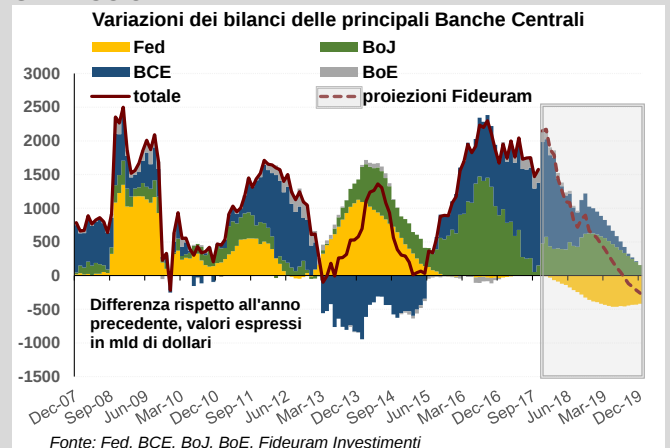


GRAFICO 3.



Questa trasformazione è l'effetto combinato di vari fattori come la **globalizzazione**, l'ascesa della Cina come potenza economica, l'**invecchiamento della popolazione** nel mondo avanzato e le sue conseguenze sugli stili di vita, sui modelli di consumo e sulla spesa pubblica, l'**innovazione tecnologica** con le applicazioni digitali, con l'automazione dei processi produttivi e gli impatti sulla produttività.

Il 2017 si chiude con un ciclo economico robusto, in accelerazione e sincronizzato a livello mondiale. Queste favorevoli condizioni sono state catturate nei mercati finanziari da performance positive un po' in tutte le classi di investimento, ma in particolare dalle obbligazioni con rischio di credito e dalle azioni.

La compressione dei premi per il rischio dovuta all'intervento di espansione dei bilanci delle Banche Centrali con l'acquisto di titoli obbligazionari (meglio noto come *Quantitative Easing*) ha portato varie distorsioni nelle valutazioni dei mercati finanziari, ma anche tassi di interesse ai minimi storici e un abbassamento della volatilità, così gli investitori sono stati spinti a cercare rendimenti nelle classi di investimento più rischiose, fra queste le obbligazioni *high yield* e le azioni ad elevato dividendo.

Entriamo nel nuovo anno con la maggior parte delle classi di investimento che presenta valutazioni che possono sembrare eccessive o comunque elevate rispetto alle misure tradizionali. I tassi delle obbligazioni governative dei principali Paesi continuano a stazionare sui livelli minimi storici. Gli *spread* delle obbligazioni societarie e degli emittenti con rischio di credito si sono ulteriormente ridotti a livelli minimi nell'ultimo anno. I mercati azionari, a partire da quello americano, hanno valutazioni che si collocano nella parte alta, benché il ritmo di crescita degli utili societari e di revisioni al rialzo si sia mantenuto forte e sostenuto.

I titoli delle società che incarnano questa epoca di rivoluzione digitale hanno continuato a trainare i listini borsistici. I cosiddetti titoli **FAANG** (acronimo per **F**acebook, **A**mazzone, **A**pple, **N**etflix e **G**oogle) stanno ridisegnando i confini di interi settori come quello dei media, della pubblicità, del commercio al dettaglio. Ma le nuove applicazioni stanno facendo cambiare pelle anche al settore dell'auto con un utilizzo crescente di componenti elettronici, semiconduttori e microchip rispetto alle parti meccaniche e metalliche.

Sempre maggiore attenzione si osserva nei settori della protezione ambientale, della produzione e dell'uso di energie alternative e più sostenibili, di nuovi materiali meno inquinanti. Un nuovo orientamento, soprattutto nei giovani, si scorge verso stili di vita e di consumi alimentari più salutistici.

GRAFICO 4.

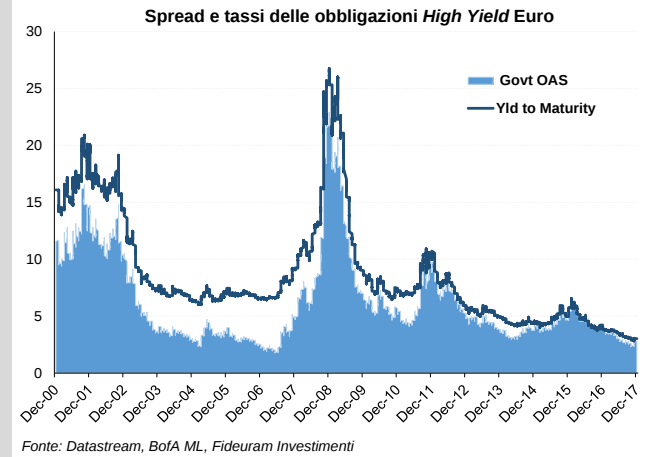


GRAFICO 5.

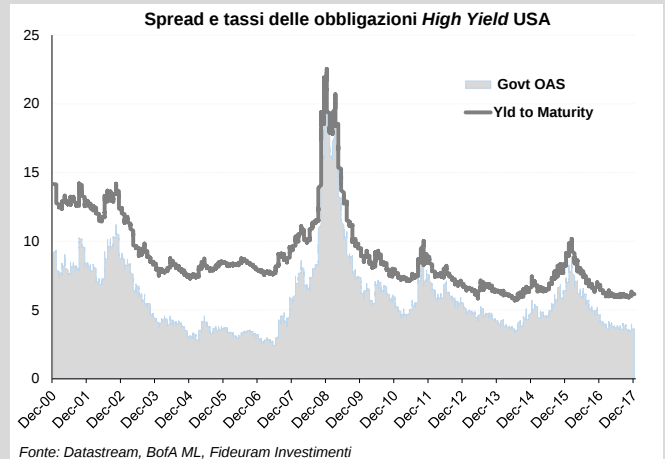
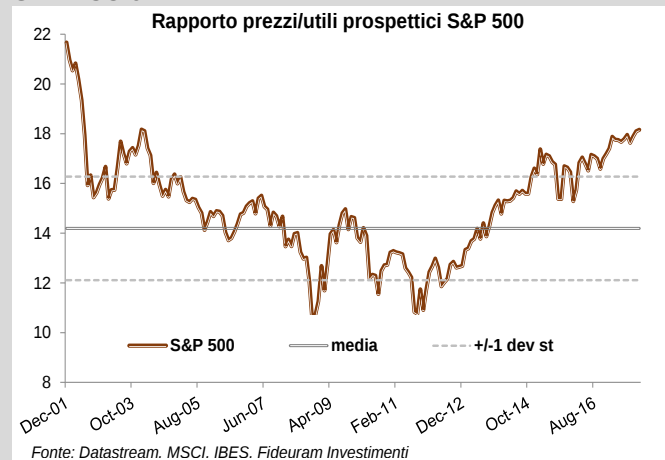


GRAFICO 6.



Nei settori manifatturieri sta crescendo esponenzialmente l'utilizzo della robotica e dell'intelligenza artificiale nell'ottimizzazione dei processi produttivi. Man mano che le capacità di elaborazione dei super-computer aumenta così come l'immagazzinamento nel *cloud* e non più nei server fisici tradizionali, le capacità di raccogliere, trattare ed elaborare una montagna enorme di dati in poco tempo, anche da sorgenti alternative come immagini, sensori o social media, (**Big Data e Machine Learning**) sta aumentando ad un ritmo mai visto prima.

Questa "rivoluzione digitale" sta dilagando in molti settori: dalla logistica alla sanità, dal commercio al dettaglio alle industrie manifatturiere, fino anche al settore delle banche.

Questa trasformazione spingerà verso nuovi investimenti in tecnologia, verso un miglioramento dell'efficienza dei processi e ad una migliore fruizione dei servizi.

Come nelle precedenti Rivoluzioni Industriali, i cambiamenti non sono mai lineari. Ma la nuova era che sta iniziando sarà guidata dai processi di globalizzazione, di estensione delle applicazioni delle nuove tecnologie digitali a numerosi settori e di "normalizzazione" delle politiche monetarie.

La rimozione delle politiche monetarie non-convenzionali sarà lenta e graduale, ma avrà implicazioni sulla risalita dei tassi, sul cambiamento della curva dei tassi obbligazionari, sugli spread di credito, su condizioni finanziarie complessivamente meno espansive e su una risalita della volatilità.

Nel 2018 si entrerà più nel vivo sui dettagli e sugli impatti derivanti dalla Brexit. Ci saranno inoltre le elezioni politiche in Italia con la sua scia di incertezza. Ma soprattutto potrebbe essere l'anno di inizio di un rinnovato slancio nel processo di integrazione europea (forse a due velocità) guidato dal nuovo asse Merkel-Macron, dove il nucleo dei Paesi che fanno parte dell'euro potrebbe cominciare a sperimentare forme di maggiore integrazione.

In un ambito più geo-politico alcuni equilibri stanno cambiando o si stanno consolidando, in Medio-Oriente come in Africa, mentre rimangono le provocazioni e le tensioni dalla Corea del Nord. Ma anche il ruolo della Cina continua a rafforzarsi, tutto questo genera varie ripercussioni sul commercio internazionale, sui mercati delle materie prime e su quelli valutari.

Il contesto di mercato dunque sta cambiando gradualmente dopo aver superato le crisi creditizie dell'ultimo decennio, tuttavia servirà sempre più una attenta gestione dei rischi e un approccio agli investimenti ben diversificato globalmente oltre che più flessibile per cogliere le nuove opportunità.

GRAFICO 7.

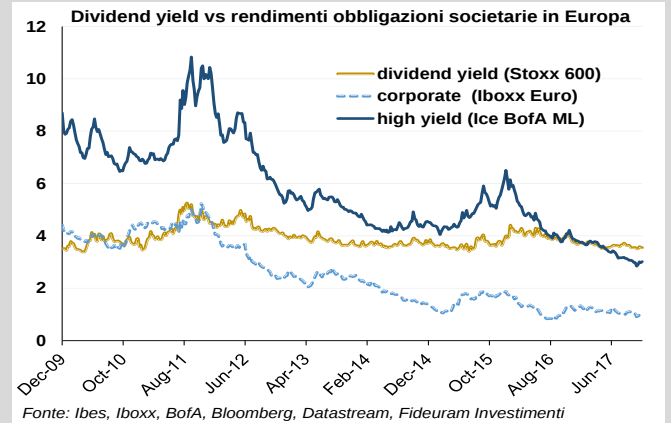
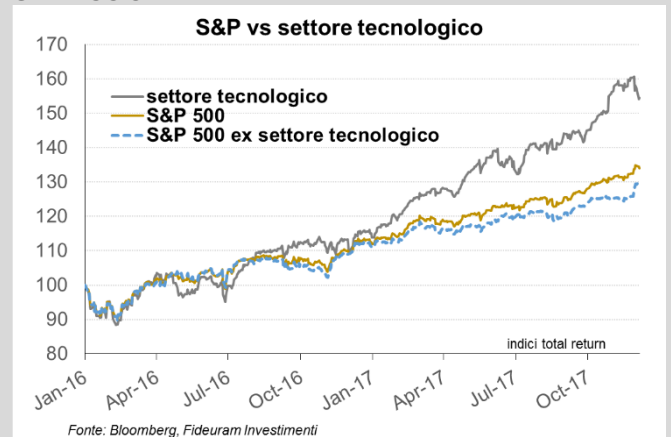


GRAFICO 8.





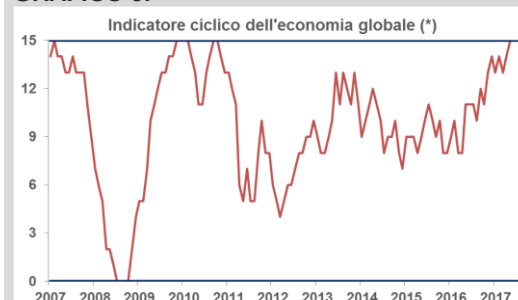
Scenario Macroeconomico

Flavio Rovida

Responsabile Ricerca Macroeconomica di Fideuram Investimenti SGR

- Nel corso del 2017 l'economia globale ha registrato **un'accelerazione più forte delle nostre attese**, che peraltro erano sopra consenso, nonostante la performance meno brillante del previsto degli USA, dove prevedevamo un'approvazione più spedita della riforma fiscale. **La ripresa ciclica è inoltre risultata sempre più sincronizzata** tra le diverse aree, come evidenziato dal fatto che la fiducia delle imprese nel settore manifatturiero risulta ora in espansione in tutte le principali economie avanzate e emergenti (grafico 9).
- **Prevediamo che la crescita globale rimanga robusta anche nel corso del prossimo anno**, pur se con un lieve rallentamento rispetto al 2017. Le condizioni finanziarie favorevoli a livello globale (e, in particolare negli USA, nonostante i rialzi dei tassi da parte della Fed) supportano infatti le prospettive di crescita (grafico 10) e **i rischi rispetto al nostro scenario centrale appaiono orientati al rialzo**. Tra le principali aree solo gli USA dovrebbero registrare un'accelerazione (peraltro molto lieve) della crescita nel prossimo anno.
- A differenza della crescita, l'andamento dell'inflazione nel corso del 2017 è risultato largamente in linea con le nostre attese, con la sola, ma rilevante, eccezione degli USA, dove la dinamica dei prezzi, soprattutto core, ha decisamente rallentato a partire dalla primavera. **Il nostro scenario per il prossimo anno contempla un moderato rialzo dell'inflazione core a livello globale**, in linea con l'ulteriore aumento dell'utilizzo delle risorse produttive.
- **Il processo di graduale normalizzazione delle politiche monetarie dovrebbe proseguire nel 2018**. Prevediamo infatti altri tre rialzi dei tassi da parte della Fed, mentre il programma di QE della BCE dovrebbe essere prossimo alla chiusura (se non chiuso) entro fine anno. La stessa BoJ dovrebbe avviare la propria graduale "strategia di uscita" dalle politiche ultra-espansive nel corso dell'anno.
- **I rischi politici (e geo-politici) rimarranno un tema rilevante**, in presenza di appuntamenti elettorali importanti nell'Area Euro (le elezioni italiane), in diverse economie emergenti e soprattutto negli USA (le elezioni mid-term a novembre), nonché di tensioni collegate alle situazioni nel Medio Oriente e in Corea del Nord.

GRAFICO 9.



(*) Numero degli indici PMI del Manifatturiero in espansione (>50) per le seguenti USA, UK, Giappone, Germania, Francia, Italia, Spagna, Paesi Bassi, Cina, India, Corea, Taiwan, Turchia
Fonte: Fideuram Investimenti

GRAFICO 10.



Fonte: Goldman Sachs — USA — Area Euro — Giappone

Previsioni Fideuram Investimenti

	PIL			Inflazione		
	2016	2017*	2018*	2016	2017*	2018*
USA	1.5	2.3	2.4	1.3	2.1	2.1
Area Euro	1.8	2.4 ↑	2.2 ↑	0.2	1.5	1.5
Giappone	0.9	1.8 ↑	1.4 ↑	-0.1	0.4	1.0
Cina	6.7	6.8	6.4 ↑	2.0	1.6	2.1

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



USA – Un'espansione più lunga

Flavio Rovida

Responsabile Ricerca Macroeconomica di Fideuram Investimenti SGR

- Nel corso del 2017 si è registrata **un'accelerazione dei ritmi di crescita del PIL** (grazie principalmente al recupero degli investimenti non-residenziali), che è risultata **lievemente inferiore alle nostre attese**, che peraltro incorporavano un'approvazione in tempi più rapidi da parte del Congresso del pacchetto di riforma fiscale.
- Per il 2018 prevediamo **una sostanziale prosecuzione dei ritmi di crescita registrati nel 2017**, con una lieve accelerazione della crescita media dal 2.3% al 2.4% (ma un rallentamento rispetto ai ritmi superiori al 3% annualizzato registrati nei due trimestri centrali di quest'anno). In particolare, nonostante i tagli alle tasse, né i consumi privati (che hanno beneficiato nel 2017 di un marcato calo del tasso di risparmio), né gli investimenti non-residenziali (favoriti nel 2017 dal recupero del prezzo del petrolio) dovrebbero accelerare rispetto al 2017.
- **Le condizioni del mercato del lavoro sono rimaste molto favorevoli** e il ritmo di crescita dell'occupazione ha rallentato solo lievemente (grafico 11), spingendo così il tasso di disoccupazione verso nuovi minimi ciclici. Prevediamo che **la dinamica dell'occupazione nel 2018, pur se in rallentamento, si confermerà abbastanza robusta**, e, di conseguenza, il tasso di disoccupazione scenderà ulteriormente al 3.7% entro fine 2018. Questa previsione assume che non si registri un'ulteriore accelerazione della crescita della produttività, dopo il recupero degli ultimi trimestri (grafico 12).
- **L'andamento dimesso dell'inflazione è stata la sorpresa più significativa dell'anno** rispetto al nostro scenario e le motivazioni dell'inatteso rallentamento dell'inflazione non sono chiare. Il nostro scenario contempla comunque una **graduale ripresa della dinamica dei prezzi** nel corso del prossimo anno, con l'inflazione *core* sopra il 2% entro la fine del 2018.
- Con tre rialzi dei tassi e l'inizio della riduzione dell'attivo la politica monetaria della Fed è stata più restrittiva delle attese di mercato di inizio anno. In presenza di una crescita ancora sopra potenziale, di un'ulteriore riduzione del tasso di disoccupazione e di un aumento dell'inflazione *core*, **prevediamo tre rialzi dei tassi anche nel corso del 2018**. Con questi rialzi la politica monetaria dovrebbe portarsi gradualmente verso una condizione di neutralità, dato il livello ancora depresso dei tassi reali di equilibrio (mostrato nel grafico 13). D'altro lato, i cambiamenti al vertice della banca centrale, a partire dalla sostituzione di Janet Yellen con Jerome Powell, non dovrebbero avere un impatto tangibile sulla conduzione della politica monetaria.

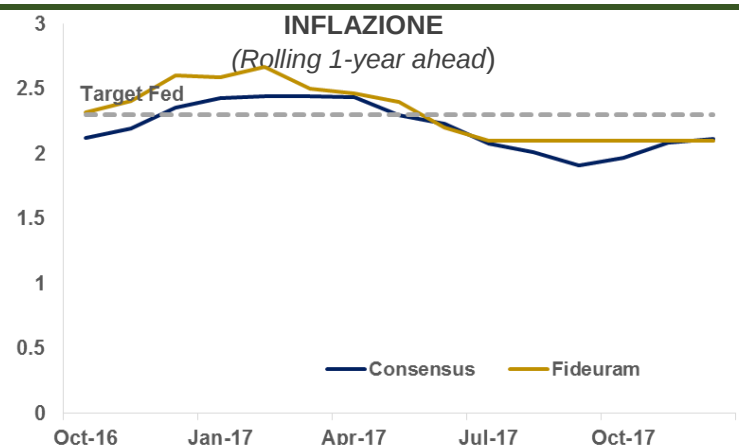
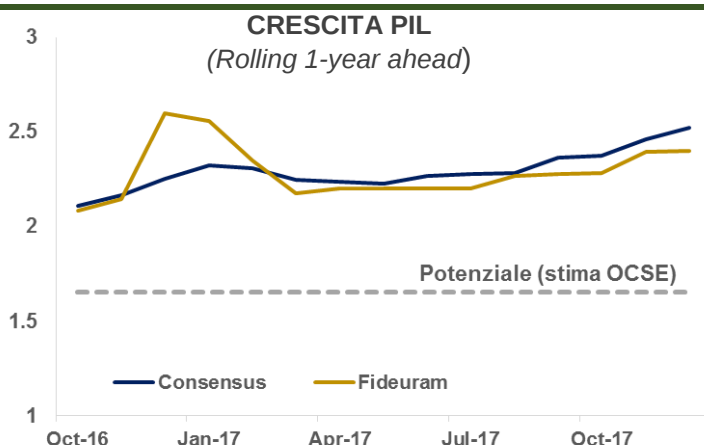
GRAFICO 11.



GRAFICO 12.



GRAFICO 13.





AREA EURO – La crescita felice

Ilaria Spinelli

Analista team Ricerca Macroeconomica di Fideuram Investimenti SGR

- Il 2017 è stato per l'Area Euro l'anno della svolta, con la ripresa ciclica che si è rafforzata e diffusa anche alle economie più deboli, arrivando a toccare ritmi di crescita che non si vedevano da dieci anni. Il continuo supporto della politica monetaria è stato cruciale, ma anche il ridimensionamento del rischio politico (dopo l'esito positivo delle elezioni in Francia), a cui si è aggiunto un contesto di crescita mondiale più favorevole.
- L'Area Euro entra pertanto nel 2018 con una notevole forza ciclica (grafico 14): le inchieste sulla fiducia di imprese e consumatori a fine anno si trovano sui massimi dal 2007, se non addirittura sui massimi assoluti dall'inizio degli anni Novanta. Per il 2018 ci aspettiamo che la crescita mantenga ritmi superiori al potenziale e si consolidi al 2.2%, dopo il 2.4% del 2017.
- Il lieve rallentamento previsto dovrebbe derivare da un minore supporto del tasso di cambio, anche se per il momento l'apprezzamento dell'euro avvenuto nella seconda metà di quest'anno è stato ben assorbito dalle imprese (con alcune eccezioni, grafico 15). Va anche considerata l'incertezza relativa alla Brexit, visti i tempi strettissimi e lo sforzo negoziale senza precedenti richiesto alle parti (un accordo deve essere raggiunto entro la fine del 2018, per consentire la ratifica entro marzo 2019). Prevediamo invece solo qualche progresso marginale sul fronte della "governance" comunitaria. Ciò detto, i rischi sulla crescita appaiono più al rialzo che al ribasso.
- Anche l'inflazione ha svoltato nel 2017, risalendo all'1.5% (dopo essere rimasta a zero nei due anni precedenti), ma soprattutto per effetto dell'aumento dei prezzi di energia ed alimentari. L'inflazione core è rimasta sostanzialmente stabile all'1% per il quinto anno consecutivo. Nel 2018 il graduale aumento dell'utilizzo delle risorse dovrebbe rendere più visibile il rialzo dell'inflazione core e portarla all'1.4% a fine anno. I rischi appaiono bilanciati: al ribasso, se si considera l'esperienza di altre economie avanzate (che non generano inflazione pur trovandosi in una fase ciclica più avanzata), al rialzo, se si considera la forza ciclica nel mercato del lavoro in alcune economie core dell'Area (grafico 16).
- La BCE, in assenza di sorprese sul fronte inflazionistico, dovrebbe ultimare il *tapering* a fine 2018 e preparare i mercati ad un primo rialzo del tasso sui depositi nella primavera del 2019. Se però la ripresa dovesse accelerare ancora, i mercati potrebbero iniziare a scontare una politica monetaria più restrittiva già entro fine 2018, uno sviluppo che potrebbe generare qualche tensione nella seconda metà del prossimo anno.

GRAFICO 14.

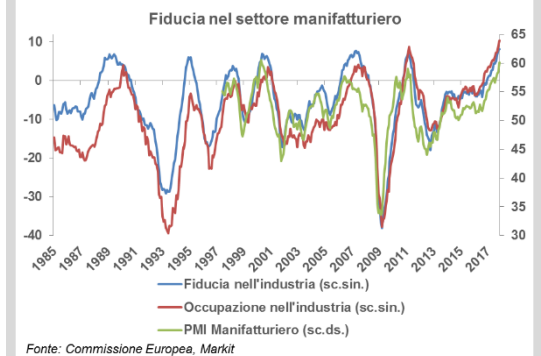


GRAFICO 15.

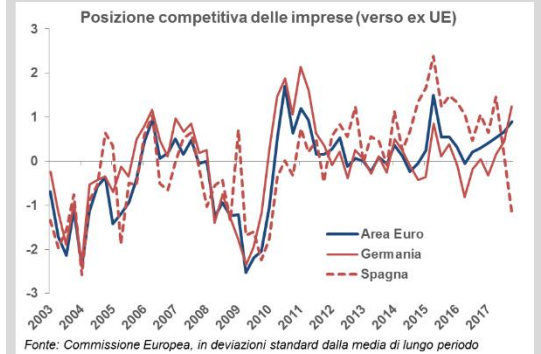
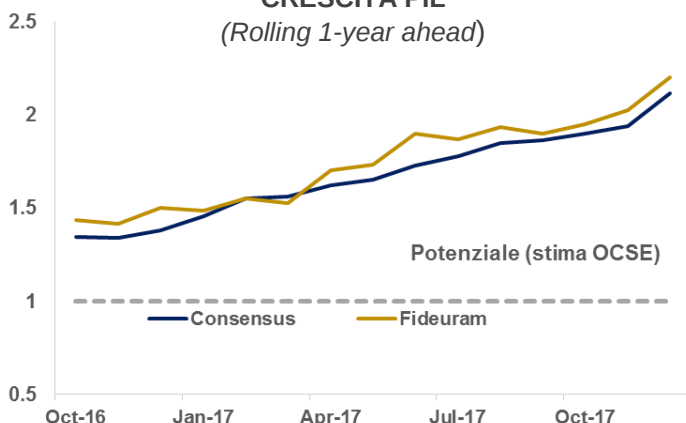


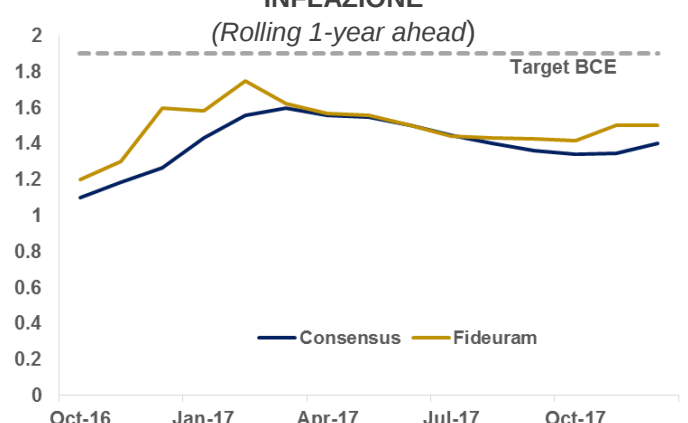
GRAFICO 16.



CRESCITA PIL
(Rolling 1-year ahead)



INFLAZIONE
(Rolling 1-year ahead)





GIAPPONE – Fuga dalla deflazione

Ilaria Spinelli

Analista team Ricerca Macroeconomica di Fideuram Investimenti SGR

- Il Giappone ha beneficiato nel 2017 del triplice sostegno rappresentato dalla politica monetaria della BoJ, dalla politica fiscale espansiva del governo Abe e dalla ripresa del commercio internazionale. **Nel 2017 la crescita media annua ha accelerato all'1.8%**, con un'espansione già durata sette trimestri consecutivi (non accadeva da quasi venti anni). **Nel 2018 la ripresa dovrebbe continuare su ritmi un poco inferiori, all'1.4%**, in previsione di un rallentamento delle esportazioni (vista la moderazione della crescita attesa in Cina), mentre la domanda interna continuerà a rimanere solida.
- Infatti, il motore principale dell'attuale ripresa ciclica non è la politica fiscale attraverso la spesa pubblica, ma proprio la domanda interna:** la ripresa dei consumi, e soprattutto degli investimenti privati (grafico 17), ha aumentato l'utilizzo della capacità produttiva e rivitalizzato il mercato del lavoro. Il tasso di disoccupazione è sceso ai minimi degli ultimi 25 anni e le imprese faticano ora a coprire le posizioni aperte come non accadeva dall'inizio degli anni Novanta.
- Progressi sono stati fatti anche sul fronte dell'inflazione, che è salita in media annua allo 0.4% nel 2017. Anche l'inflazione cosiddetta "core core" (che esclude alimentari ed energia) ha cessato di essere negativa negli ultimi mesi del 2017. **Le condizioni straordinariamente restrittive che caratterizzano il mercato del lavoro dovrebbero innalzare gradualmente salari ed inflazione nel corso del 2018, mettendo fine in modo più convincente alla deflazione.** Del resto, la "curva di Phillips" (la relazione tra il tasso di disoccupazione e l'inflazione) è ancora valida in Giappone, sebbene con un grado minore di trasmissione rispetto al passato (grafico 18). **Ci aspettiamo un aumento dell'inflazione all'1.0% nel 2018.**
- La BoJ dovrebbe mantenere la politica monetaria molto accomodante ancora per almeno tutta la prima metà del prossimo anno (il mandato quinquennale del governatore Kuroda scadrà nell'aprile 2018, ma dovrebbe essere riconfermato). Prevediamo che, se l'inflazione continuerà a salire, **nella seconda metà del 2018 la BoJ deciderà di innalzare il target sul tasso decennale** (ora a zero), anche per migliorare la profittabilità del settore bancario. **Il cambiamento della politica monetaria dovrà però essere comunicato in modo tale da non causare un apprezzamento troppo forte dello yen,** vista l'influenza esercitata dal cambio sull'inflazione (grafico 19).

GRAFICO 17.

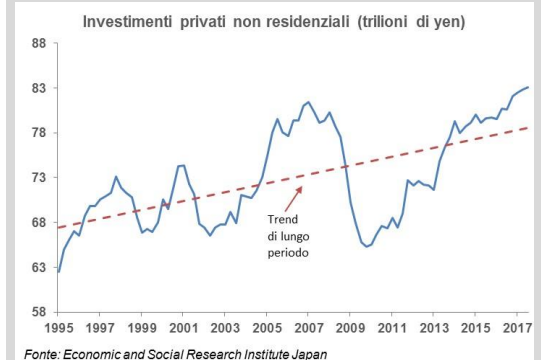


GRAFICO 18.

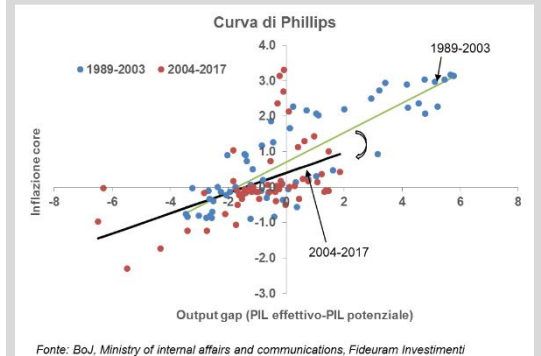
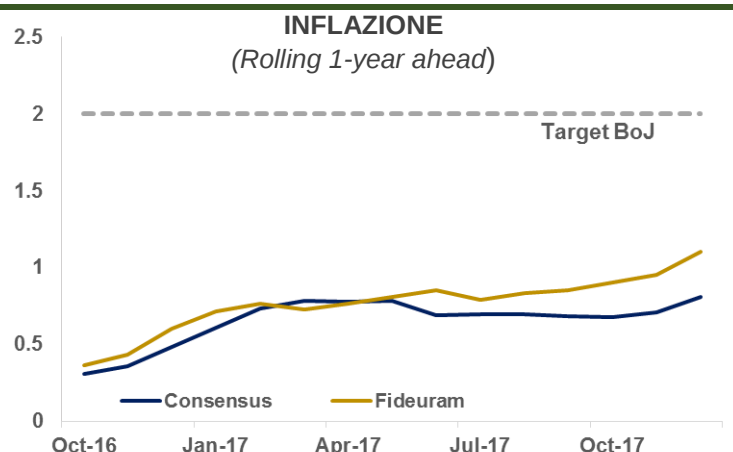
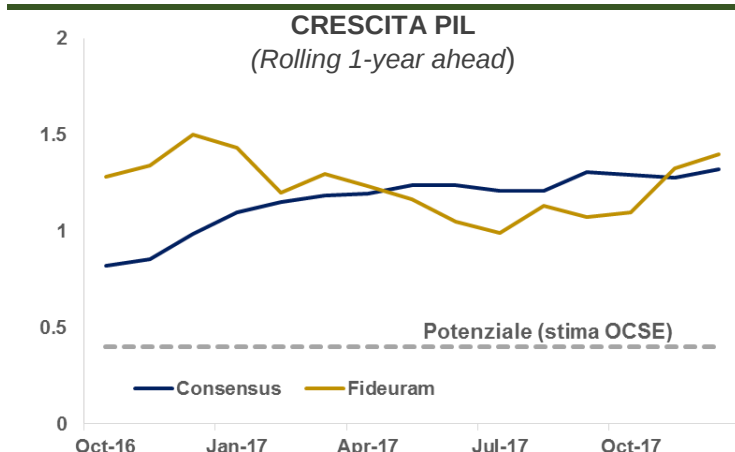


GRAFICO 19.





CINA – Verso una crescita sostenibile

Francesca Pini

Analista team Ricerca Macroeconomica di Fideuram Investimenti SGR

- Nel corso del 2017 la crescita della Cina ha sorpreso al rialzo, interrompendo la fase di graduale decelerazione iniziata nel 2013 (grafico 20). **Per il 2018 prevediamo un ritorno ad un contenuto rallentamento** (al 6.4% dal 6.8% atteso per quest'anno) e la **prosecuzione del processo di trasformazione verso un modello di crescita più sostenibile**. L'enfasi posta dalle autorità sul perseguimento di una crescita "di qualità" induce a ritenere che vi sia una maggiore determinazione nel portare avanti le politiche di riforma, anche a discapito della crescita.
- Condizioni finanziarie più stringenti e politiche di restrizione nel mercato immobiliare porteranno ad un **minor contributo alla crescita degli investimenti**, con i consumi e le esportazioni che dovrebbero compensare in parte, permettendo alla crescita economica un rallentamento solo marginale. I consumi dovrebbero infatti beneficiare delle migliori condizioni del mercato del lavoro, mentre le esportazioni rimarranno sostenute grazie al dinamismo della crescita globale.
- **Le pressioni inflazionistiche dovrebbero essere contenute**, nonostante la ripresa dei prezzi degli alimentari dopo il calo di quest'anno, mentre l'inflazione core dovrebbe beneficiare della correzione dei prezzi della sanità dopo la forte accelerazione nel 2017 a seguito della riforma sanitaria. In linea con l'andamento dei prezzi delle materie prime, i prezzi alla produzione dovrebbero decelerare rimanendo però su livelli elevati a causa delle politiche di restrizione dell'offerta.
- Non saranno quindi necessari interventi di politica monetaria attraverso gli strumenti tradizionali, mentre le autorità monetarie continueranno a concentrarsi sulla gestione della liquidità e sulle misure macroprudenziali. **Anche il cambio sia contro dollaro sia in termini effettivi dovrebbe rimanere pressoché stabile nonostante l'aumento dei tassi da parte della Fed**. Un deprezzamento dello yuan non è desiderabile in questo momento perché potrebbe risultare in un aumento dei deflussi di capitale, oggi invece stabilizzati (grafico 21) e risolleverebbe attriti con gli USA.
- Grazie alle politiche attuate dal governo nell'ultimo anno, molti fattori di rischio emersi nel 2015 e nel 2016 (ulteriore accelerazione del debito e deflussi di capitale) sono stati stabilizzati e pertanto la Cina, almeno nel breve periodo, non rappresenta più un potenziale fattore di instabilità. Tuttavia, il processo di riduzione della leva finanziaria e l'ammontare di debito accumulato negli anni continuano a rappresentare un elemento di rischio nel medio/lungo periodo (grafico 22).

GRAFICO 20.

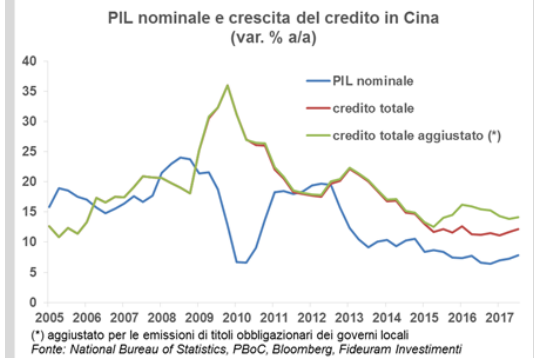


GRAFICO 21.

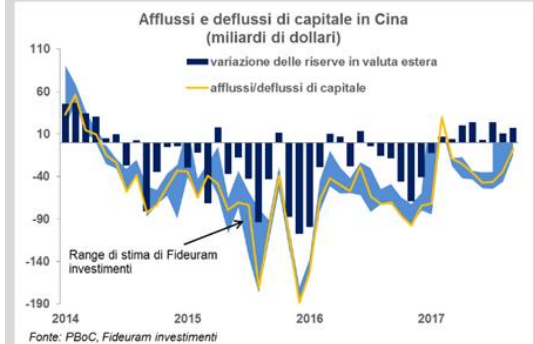
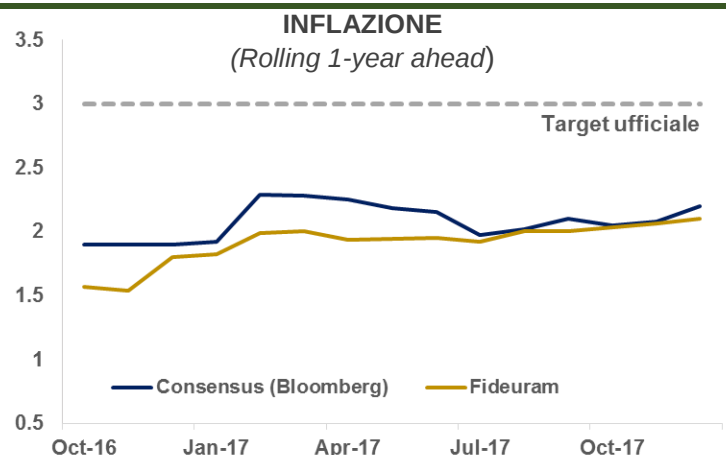
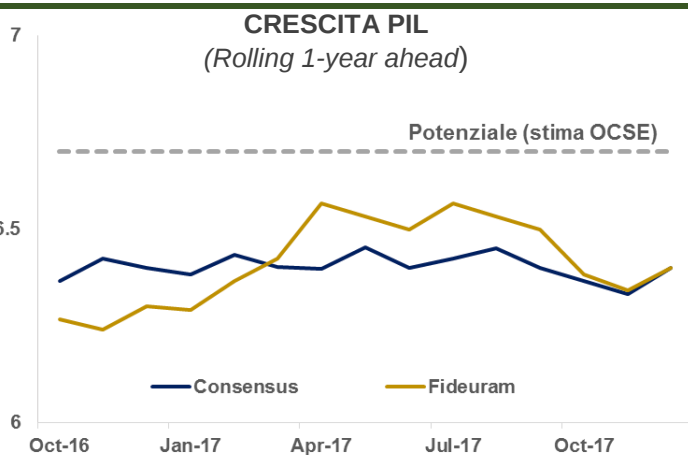


GRAFICO 22.



PREVISIONI FIDEURAM INVESTIMENTI - PROFILO TRIMESTRALE

		16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	2016	2017	2018
PIL (reale)												
USA	t/t ann.	1.8	1.2	3.1	3.3	2.5	1.7	2.7	2.7	1.5	2.3	2.4
	a/a	1.8	2.0	2.2	2.3	2.5	2.6	2.5	2.4			
Area Euro	t/t ann.	2.6	2.5	2.8	2.4	2.6	2.2	1.9	1.9	1.8	2.4	2.2
	a/a	1.9	2.1	2.4	2.6	2.6	2.5	2.3	2.1			
Giappone	t/t ann.	1.4	1.5	2.9	2.5	1.0	1.2	1.1	1.2	0.9	1.8	1.4
	a/a	1.5	1.3	1.7	2.1	2.0	1.9	1.4	1.1			
Cina	t/t ann.	6.6	7.0	7.1	6.6	6.2	6.3	6.4	6.2	6.7	6.8	6.4
	a/a	6.8	6.9	6.9	6.8	6.7	6.6	6.4	6.3			
Inflazione												
USA	a/a	1.8	2.6	1.9	2.1	2.0	1.9	1.9	2.0	1.3	2.1	2.1
Area Euro	a/a	0.7	1.8	1.5	1.4	1.4	1.3	1.5	1.6	0.2	1.5	1.5
Giappone	a/a	0.3	0.3	0.4	0.6	0.4	0.7	0.9	1.3	-0.1	0.4	1.0
Cina	a/a	2.2	1.4	1.4	1.6	1.7	2.3	1.9	2.1	2.0	1.6	2.1
Inflazione CORE *												
USA	a/a	2.2	2.2	1.8	1.7	1.7	1.6	2.1	2.3	2.2	1.8	2.1
Area Euro	a/a	0.8	0.8	1.1	1.2	0.9	1.0	1.0	1.2	0.9	1.0	1.2
Giappone	a/a	-0.3	0.2	0.4	0.6	0.8	0.7	1.0	1.3	-0.3	0.5	1.1
Cina	a/a	1.8	2.3	2.2	2.2	2.3	2.0	1.8	1.8	1.4	2.3	1.9
Tasso di politica monetaria												
USA		0.38	0.63	0.88	1.13	1.13	1.38	1.63	1.88	0.63	1.38	2.13
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



Le scelte di Asset Allocation

Luca Vaiani

Responsabile Investment Strategy di Fideuram Investimenti SGR

L'anno che si sta chiudendo è stato, fino ad ora, caratterizzato dal punto di vista macroeconomico da crescita globale che ha stupito al rialzo e inflazione più bassa delle attese. Semplificando un po', l'andamento dei prezzi ha consentito alle curve dei tassi obbligazionari di rimanere piatte e la forza ciclica ha favorito la crescita degli utili e permesso al mercato azionario di assorbire i rialzi dei tassi della Fed e l'inizio della riduzione dello stimolo monetario.

In generale, le condizioni finanziarie sono migliorate e la riduzione dell'incertezza ha ulteriormente portato alla compressione dei premi per il rischio e alla riduzione della volatilità.

Nel 2018 i rischi appaiono più bilanciati. La crescita dovrebbe mantenersi robusta e sopra *trend*, ma non con l'accelerazione che ha caratterizzato l'anno in corso, mentre l'inflazione *core* è attesa gradualmente crescere a livelli più vicini ai *target* delle banche centrali.

Continuerà il percorso di normalizzazione della politica monetaria, e ci attendiamo che le condizioni di liquidità (i flussi) trovino un picco nel primo semestre dell'anno. Tuttavia, la domanda complessiva per *safe asset* (lo stock) si manterrà a livelli elevati ancora per molti anni.

Negli ultimi mesi le modifiche di *asset allocation* hanno accompagnato la salita dei mercati con una graduale riduzione del rischio, pur mantenendo la preferenza per l'esposizione al rischio azionario, un atteggiamento cauto sulla *duration* e, più di recente, una maggiore prudenza nei confronti degli *spread* di credito.

Questi interventi riportano il rischio dei portafogli a livelli più vicini ai *benchmark* (partendo da livelli superiori) e trova ragione nella combinazione di valutazioni elevate, che riducono i rendimenti attesi, ed evoluzione meno favorevole della politica monetaria.

Manteniamo però un atteggiamento ancora costruttivo sui mercati azionari per via della crescita attesa degli utili, che per il 2018 è prevista nell'ordine del 10% per l'indice globale, con tutte le principali aree geografiche attese contribuire positivamente.

Vi sono, inoltre, spazi di revisione al rialzo degli utili legati alla riforma fiscale negli USA. Stimiamo che l'eventuale ribasso delle aliquote possa aumentare i profitti dell'S&P 500 di ulteriori 8/10 punti percentuali (con un impatto di circa la metà sull'indice delle azioni globali), e che circa un terzo sia già scontato dal mercato.

Nonostante l'ottimismo dal fronte societario, abbiamo una posizione di complessiva **neutralità sulle azioni** perché i multipli in assoluto sono alti, anche se rispetto alle valutazioni delle obbligazioni non sono così estremi. **Preferiamo i mercati europei e giapponese** che si caratterizzano per redditività in miglioramento e valutazioni a sconto rispetto alle azioni americane, sulle quali invece abbiamo un lieve sottopeso proprio per motivi valutativi.

GRAFICO 23.

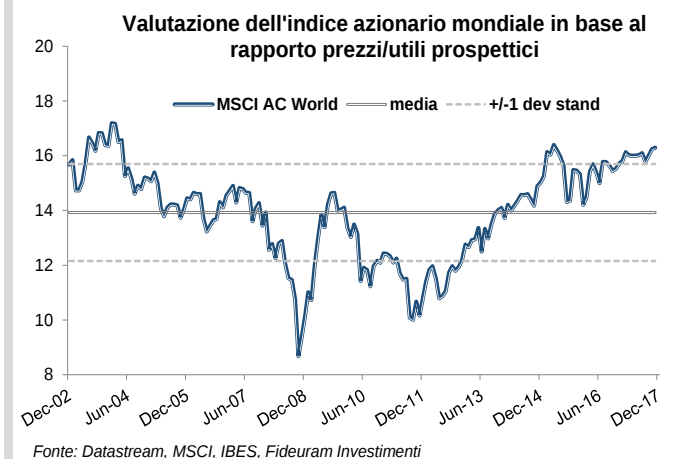
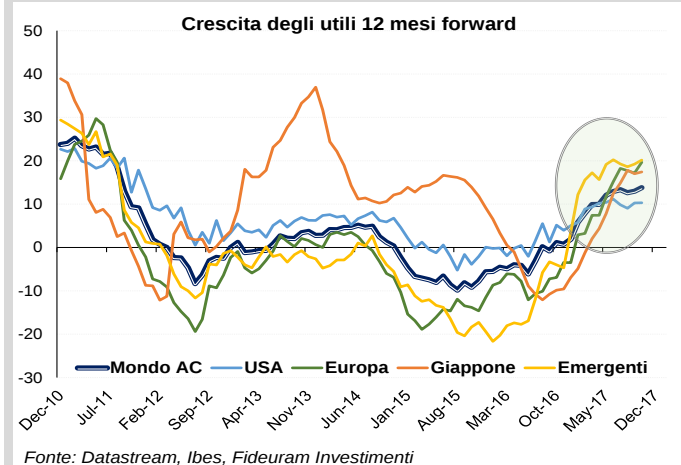


GRAFICO 24.



Siamo neutrali sui paesi emergenti dove i fondamentali sono solidi ma, nel breve periodo, la vulnerabilità della curva americana ad un rialzo dei tassi di interesse può limitare i margini di apprezzamento, soprattutto se accompagnata ad un rafforzamento del dollaro. Tuttavia, in un orizzonte temporale più di lungo periodo manteniamo una visione positiva.

A livello settoriale abbiamo **una visione favorevole sul settore finanziario**, alla luce della visione cauta sui tassi di interesse, delle attese di crescita economica e per via di possibili elementi di deregolamentazione da parte della banca centrale americana. **Più tatticamente favoriamo il settore energetico**, che tratta a valutazioni a sconto rispetto all'andamento recente dei prezzi del petrolio.

Spostandoci nel reddito fisso, manteniamo l'idea che **le obbligazioni governative americane e tedesche siano care** e non riflettano correttamente i fondamentali macro. Negli USA la curva è vulnerabile ad un riprezzamento della velocità di normalizzazione della politica monetaria da parte della Fed e alle rinnovate attese di politiche fiscali espansive. In Europa pensiamo che i tassi di interesse tedeschi possano essere spinti gradualmente al rialzo dalla riduzione del QE che riduce il premio di scarsità che sostiene il Bund, e dalle dinamiche di inflazione.

Al margine, vediamo più favorevolmente le obbligazioni dei paesi periferici europei, per il *carry* aggiuntivo. Tuttavia, gli *spread* sono in un'area che consideriamo di equilibrio e hanno una elevata sensibilità ad una politica monetaria più restrittiva che riporti i tassi tedeschi più in linea con le condizioni macro prevalenti.

Confermiamo il posizionamento di sottopeso sulle obbligazioni governative, e crediamo sia opportuno avere un approccio più cauto e selettivo anche nel credito societario, dove gli *spread* sono a livelli simili a quelli pre-crisi 2008 e sono vulnerabili in caso di scenari macro diversi da quello attuale.

Gradualmente procediamo ad una riduzione dell'esposizione sugli high yield, favoriti dal contesto ancora favorevole alla ricerca di *carry*, ma che trattano a valutazioni che non riflettono adeguatamente i rischi specifici dell'*asset class*. Nel segmento *investment grade*, non crediamo che gli *spread* europei si potranno allargare significativamente nel breve periodo per via dell'intensità del programma di acquisti della BCE. Rimaniamo però sottopeso perché la sensibilità al tasso base è elevata e i rendimenti attesi sono bassi. **Preferiamo gli emittenti finanziari**, che nella componente subordinata offrono ancora un extra-rendimento, e la parte americana che può beneficiare di alcuni elementi legati alla riforma fiscale.

GRAFICO 25.

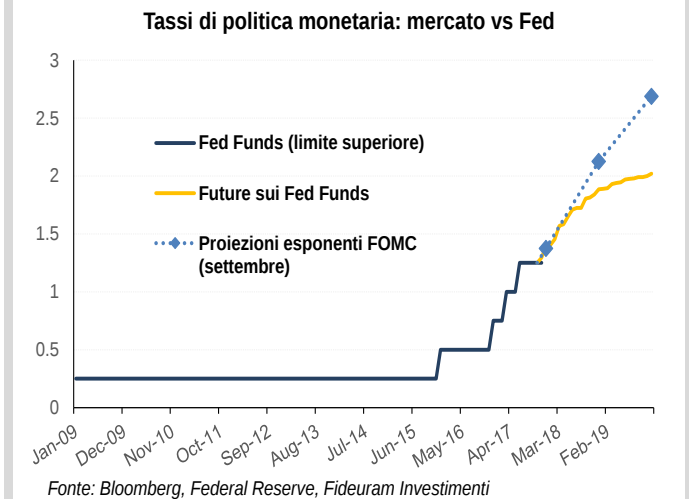


GRAFICO 26.

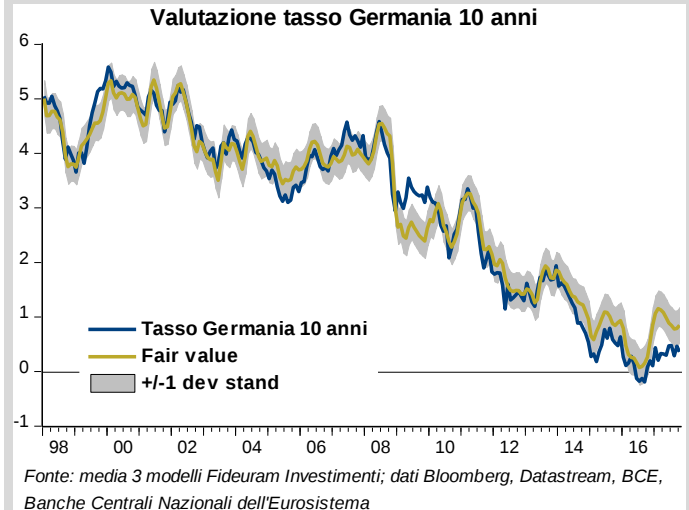
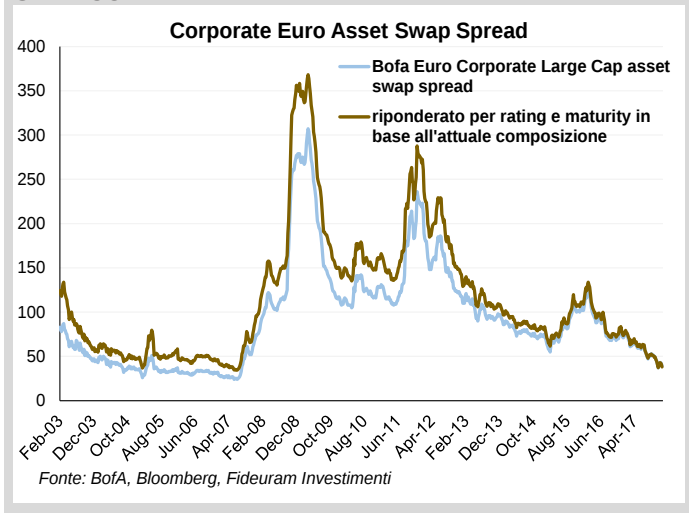


GRAFICO 27.



Siamo sovrappeso sulle obbligazioni dei paesi emergenti rispetto agli emittenti societari. I paesi emergenti si caratterizzano per fondamentali solidi, rafforzati dal ribilanciamento macroeconomico realizzato negli ultimi due anni, che si affiancano ad una politica monetaria che favorisce il taglio dei tassi ufficiali in un contesto di riduzione dell'inflazione e tassi reali alti.

I miglioramenti dal lato della bilancia dei pagamenti rendono i paesi emergenti meno vulnerabili in caso di rialzo dei tassi USA e del dollaro, nonostante la presenza di alcune aree di vulnerabilità (es: Turchia) e dinamiche politiche che al margine hanno avuto una evoluzione recente meno favorevole, ma che non paiono avere una ricaduta sulle variabili economiche.

GRAFICO 28.

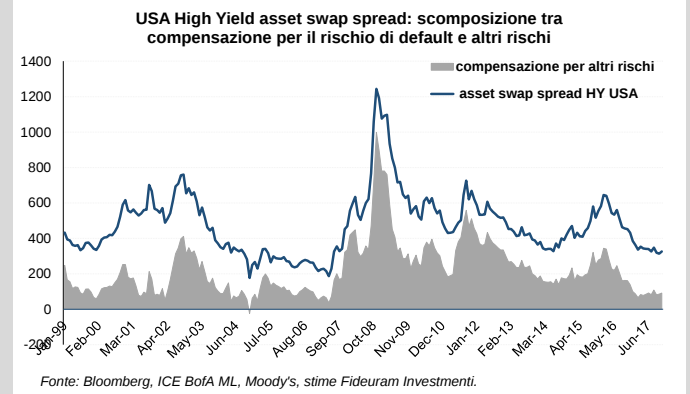
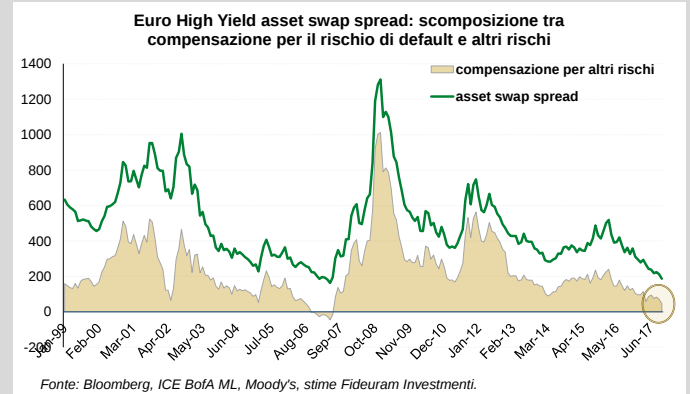


GRAFICO 29.



Per i grafici 28 e 29 la stima è stata effettuata considerando lo spread richiesto per coprire il rischio di default cumulato nel periodo corrispondente alla maturity dell'indice, aggiustando per la differente composizione nel tempo e per la componente opzionale. Per la stima sono stati utilizzati come livelli di partenza il tasso di default e di recovery correnti e si è poi fatto riferimento ai dati storici pubblicati da Moody's per ottenere il dato cumulato sul periodo di riferimento.



Obbligazionario Governativo Europeo

Simone Pecoretti

Portfolio Manager Investment Strategy di Fideuram Investimenti SGR

Per il 2018 ci attendiamo in generale un rialzo dei rendimenti sul mercato governativo europeo

La curva dei tassi dovrebbe al margine aumentare in inclinazione nell'area 2-10 (grafico 31) mentre appare già relativamente inclinata nell'area 10-30 anche a seguito di fattori tecnici legati all'attività dell'ESM sul mercato *swap* (grafico 33).

Le attese di una crescita ancora sopra potenziale con un conseguente ulteriore riduzione dell'*output gap* favorisce una graduale ripresa dell'inflazione che dovrebbe tradursi in un incremento seppur lieve nei livelli di inflazione prezzati dal mercato (grafico 32), ma è la componente del rendimento reale quella che dovrebbe registrare il maggiore aggiustamento in quanto ampiamente al di sotto del livello atteso di crescita.

La riduzione da gennaio negli acquisti della BCE da 60 a 30 mld mensili diminuisce al margine il supporto, che rimane comunque elevato sia in virtù dell'elevato *stock* di debito detenuto dalla Banca Centrale sia grazie all'attività di reinvestimento dei titoli in scadenza. La *supply* netta per le obbligazioni tedesche rimarrà comunque negativa, ma il saldo è atteso dimezzarsi e questo dovrebbe contribuire ad un parziale recupero del *term premium* sulla curva. Il processo di ricostituzione del *term premium* sarà quindi graduale agevolando un percorso di rialzo dei rendimenti moderato. Sui paesi periferici la *supply* netta tornerà invece ad essere positiva e questo elemento dovrebbe contribuire ad un progressivo allargamento degli *spread*.

Dall'altro lato **il quadro macro di crescita robusta e sincronizzata all'interno dell'Unione porta ad un progressivo miglioramento delle metriche di credito** che determina un percorso di miglioramento dei *rating* creditizi per gli emittenti periferici, di fatto agendo in direzione opposta sugli *spread*. Attualmente stimiamo il livello di *spread* dell'Italia in un livello prossimo a *fair value*, ma appare ragionevole attendersi un allargamento avvicinandosi alle elezioni politiche di marzo, dalle quali probabilmente non emergerà un chiaro vincitore con la conseguente formazione di una coalizione di governo relativamente instabile.

Da notare come i differenziali di rendimento rispetto al mercato USA siano su livelli storicamente estremi (grafico 30), elemento che supporta l'attesa di un rialzo dei tassi europei, in un contesto dove i due blocchi mostrano tassi di crescita economica non troppo dissimili.

Molto del movimento sui tassi dipenderà anche dalle dinamiche del cambio sul quale il mercato scommette per un ulteriore apprezzamento, il mercato sconta un primo rialzo dei tassi di 25 punti base per dicembre 2019, di fatto anticipando una tempistica tra riduzione del QE e inizio della fase di normalizzazione dei tassi simile a quella seguita dalla Fed, che però si dovette confrontare con prezzo del petrolio a quel tempo in forte calo, un dollaro in generale rafforzamento ed una crescita globale non sincronizzata.

GRAFICO 30.

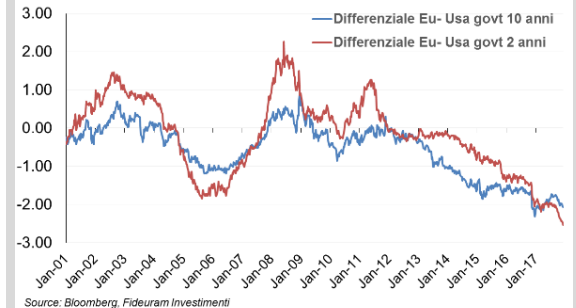


GRAFICO 31.

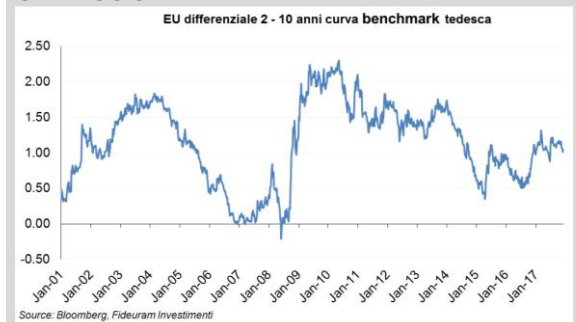


GRAFICO 32.

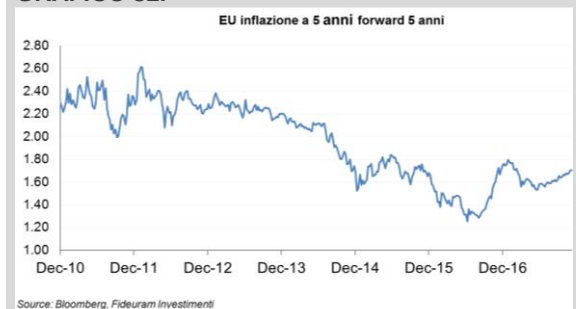
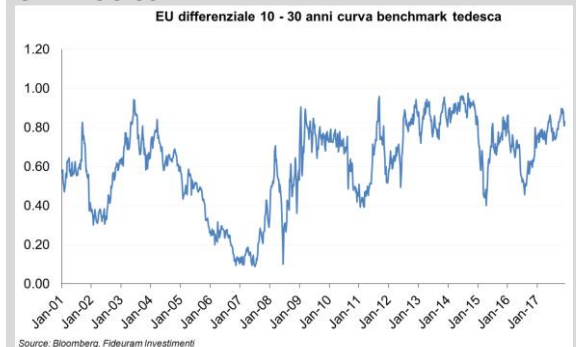


GRAFICO 33.





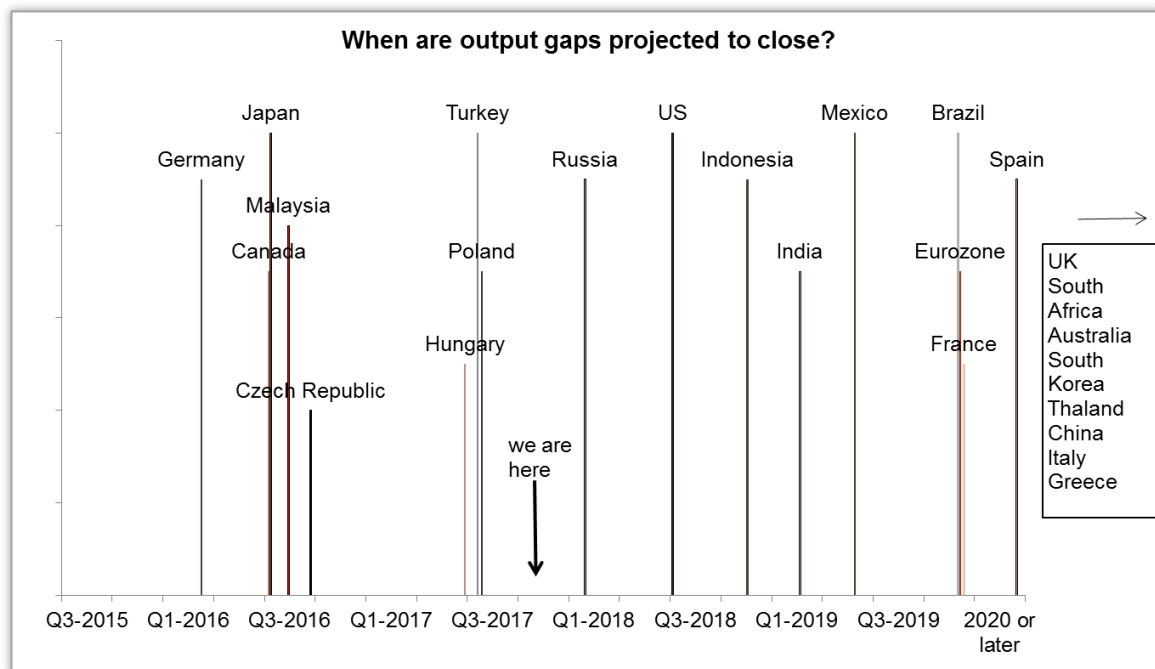
Obbligazionario Globale

Paolo Batori

Responsabile Global Bonds di Fideuram Asset Management Ireland

Il recente miglioramento macroeconomico globale potrebbe pesare sui portafogli obbligazionari, però gli investitori possono proteggere i loro rendimenti focalizzandosi sulla crescita e sui probabili cambiamenti di politica monetaria. Dopo un decennio di lotta alla deflazione da parte delle banche centrali, ci troviamo finalmente di fronte ad economie più forti, caratterizzate da crescita globale sincronizzata. E' anche interessante notare, come mostrato dal grafico 34, che le economie stanno chiudendo il differenziale tra crescita corrente e quella potenziale con leggeri distacchi temporali. Ad esempio, Il Giappone sembra in una fase più avanzata, rispetto agli Stati Uniti e l'Unione Europea. Questo particolare aspetto dovrebbe evitare un surriscaldamento delle economie e dare più ampi margini di manovra alle banche centrali impegnate nel loro processo di normalizzazione monetaria. Dato che i rendimenti sono destinati a salire nel corso dei prossimi trimestri, rendendo più difficile gli investimenti nel tasso fisso, ci focalizziamo sulle opportunità che possono derivare dal cambiamento delle politiche monetarie, da un lato, e le tendenze di crescita, dall'altro.

GRAFICO 34.



Fonte: Stime UBS.

Mentre le principali banche centrali continuano il loro lungo viaggio verso la normalizzazione delle politiche monetarie, confermiamo la nostra preferenza strategica per i paesi emergenti, nel reddito fisso, e per l'Euro nel mondo delle divise. Allo stesso tempo, si sottolinea come posizioni lunghe Yen potrebbero diventare attraenti nel 2018. Investire nel tasso fisso sovrano offre tre fonti principali: *duration*, lo spread di credito e le divise. A nostro avviso, il primo sarà il meno interessante, mentre gli ultimi due sono destinati ad essere i fattori principali nel 2018.

***Duration*:** sebbene i rendimenti dei titoli governativi siano destinati a salire, Il fatto che le banche centrali rimarranno molto caute e la presenza di forte domanda strutturale per valori mobiliari prive di rischio dovrebbero evitare situazioni di eccessiva volatilità. **Rimaniamo cauti nei mercati sovrani caratterizzati da andamenti macroeconomici forti, mentre consideriamo la periferia europea come uno strumento per ottimizzare i rendimenti. Preferiamo la *duration* nei paesi emergenti, particolarmente in quelli caratterizzati da rendimenti reali alti (es. Brasile, Messico, Indonesia e Russia).** La Turchia potrebbe diventare interessante nel corso del 2018, ma vorremmo vedere miglioramenti nella situazione geopolitica e nell'andamento dell'inflazione, prima di investire strategicamente nel paese.

Divise: a nostro avviso, **il mercato delle divise rappresenta il veicolo migliore per implementare strategie che possano beneficiare dai cambiamenti delle politiche monetarie**, dato che le banche centrali saranno riluttanti nell'accettare grossi movimenti sui rendimenti governativi. Ad esempio, le manovre della BCE hanno causato un rafforzamento di oltre il 10% nel 2017, mentre i rendimenti dei titoli tedeschi si sono mossi in un intervallo molto stretto.

Sebbene grossa parte del movimento sembra essersi manifestato, **vediamo spazio per un ulteriore rafforzamento dell'Euro verso la divisa statunitense** per almeno tre motivi. Primo, il ciclo economico USA sembra essere più maturo e maggiormente sottoposto ai rischi delle politiche monetarie restrittive. Secondo, ci aspettiamo una maggiore sensibilità dell'Euro ai cambiamenti relativi dei tassi. Infine, le dinamiche politiche sembrano in favore del vecchio continente.

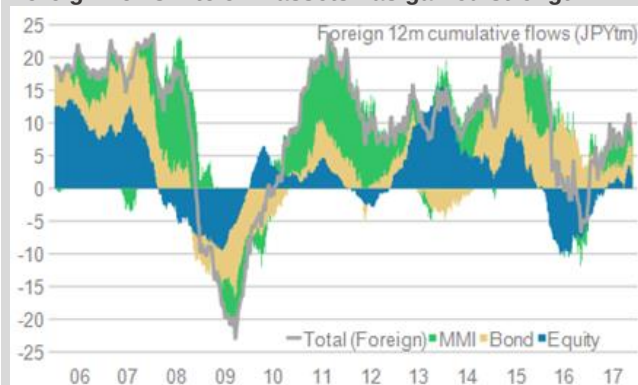
Essendo in cerca della prossima opportunità d'investimento strategico, si sottolinea che lo yen giapponese offre valore quando analizzato sotto vari aspetti, ma non sembra riuscire a trovare una traiettoria di rafforzamento sostenibile, dato che la banca centrale rimane estremamente accomodante nelle sue politiche monetarie. La situazione macroeconomica è migliorata materialmente, ma le tendenze inflattive sembrano ancora deludere le aspettative della banca del Giappone. L'aumento dei tassi da parte della Fed dovrebbe dare spazio al Giappone di procedere con un timido riallineamento dei tassi, creando un potenziale rafforzamento dello yen. **Sarà importantissimo determinare il momento in cui gli investitori percepiranno un cambiamento, seppure timido, della politica monetaria. Lo yen potrebbe iniziare un percorso di rafforzamento sostenibile il secondo o terzo trimestre del 2018.** Nel frattempo, vale la pena notare che gli investitori giapponesi stanno perdendo interesse nella diversificazione all'estero (grafico 36), mentre gli investitori stranieri stanno sempre più investendo nel mercato azionario giapponese (grafico 35).

Emerging markets: gli investitori non dovrebbero considerare il periodo del 2013 quando il presidente della Fed Bernanke provò a iniziare la normalizzazione delle politiche monetarie (conosciuto come *taper tantrum*) per analizzare le dinamiche di mercato dei prossimi trimestri. Tre sono i principali motivi. Primo, solo gli Stati Uniti mostravano una capacità di crescita sostenibile nel 2013, mentre ora siamo di fronte ad una economia globale più omogenea (Grafico 37). Secondo, la maggioranza delle economie emergenti hanno una strategia di crescita più sostenibile. Terzo, i governativi dei paesi emergenti dovrebbero essere protetti dagli alti tassi reali (Grafico 38).

Il reddito fisso dei mercati emergenti rimane una opportunità di investimento di lungo termine. Sebbene il debito esterno deve rappresentare il grosso del portafoglio, ci sembra opportuno cominciare ad accumulare esposizione ai governativi emessi in valuta locale.

GRAFICO 35.

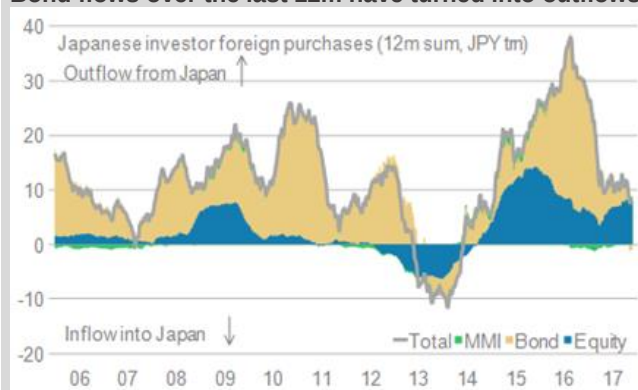
Foreign flows into JPY assets has gained strength



Fonte: Macrobond, Morgan Stanley Research

GRAFICO 36.

Bond flows over the last 12m have turned into outflows



Fonte: Macrobond, Morgan Stanley Research

GRAFICO 37.

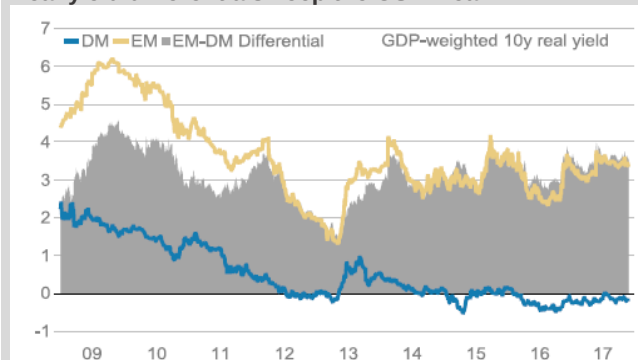
Growth momentum is strong for EM



Fonte: Macrobond, Morgan Stanley Research

GRAFICO 38.

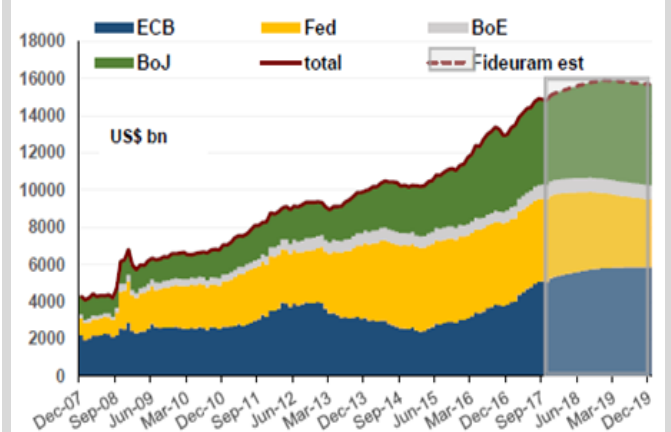
Real yield differentials keep the USD weak



Fonte: Macrobond, Bloomberg, Morgan Stanley Research

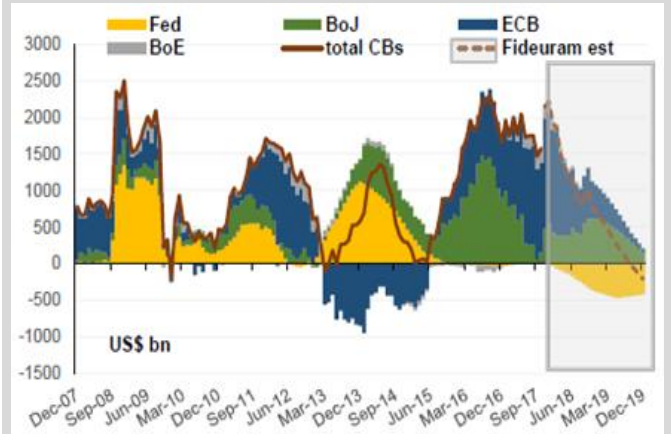
Valutando i rischi, ci aspettiamo un discreto livello di volatilità nel 2018 a causa del possibile impatto negativo della riduzione degli acquisti di valori mobiliari da parte delle banche centrali sulle condizioni di finanziamento globale (Grafico 39 e 40). In aggiunta, le dinamiche (geo)politiche continueranno a generare incertezza nel 2018, mentre la possibile forza del dollaro generata dalle riforme delle tasse dovrebbe essere solo una pausa del movimento di indebolimento di lungo periodo.

GRAFICO 39.
CB's balance sheets



Fonte: Fed, BCE, BoJ, BoE, Fideuram Investimenti

GRAFICO 40.
12 m change CB's balance sheets



Fonte: Fed, BCE, BoJ, BoE, Fideuram Investimenti



Obbligazionario Corporate

Umang Vithlani

Responsabile Credit e Corporate Bonds di Fideuram Asset Management Ireland

Nonostante le previsioni negative per il 2017, le obbligazioni corporate hanno avuto un altro anno positivo in quasi tutti i settori. In particolare, i titoli finanziari e quelli tradizionalmente più rischiosi e volatili hanno avuto *performance* superiori.

Nel 2018 le tendenze dovrebbero essere simili a quelle osservate, almeno nella prima parte dell'anno.

Il primo elemento da considerare è l'attività della BCE. Ad ottobre è stato annunciato un piano per ridurre il ritmo di acquisti di titoli, ma il programma specificamente dedicato ai titoli corporate (CSPP) non ha ancora subito alcuna modifica, e ci si aspetta che continuerà allo stesso passo anche per il prossimo anno. Al momento la BCE ha acquistato 125 miliardi all'interno del programma citato, circa il 16% dell'universo acquistabile e circa il 5% dell'intero mercato *corporate* Euro, stimato intorno a 2.3 mila miliardi. Proiettando ulteriori acquisti per 80 miliardi, le proporzioni menzionate salirebbero rispettivamente a 26% e 9% a settembre dell'anno prossimo, quando il programma dovrebbe concludersi.

La conclusione è che, nonostante l'offerta di titoli potrà pur crescere l'anno prossimo come si discuterà dopo, **l'universo investibile continuerà a subire il crescente effetto scarsità, e sarà sempre più distorto dall'attività di acquisto della BCE.**

Sul fronte dell'offerta, ci si attende un altro anno con un'offerta netta positiva. Essa proverrà però prevalentemente dall'area *investment grade* non finanziaria. Se da un lato infatti molte aziende di maggiori dimensioni sono riuscite ad assicurare le proprie esigenze di rifinanziamento a tassi convenienti, dall'altro, un credito così a buon mercato incoraggia l'attività di fusione e acquisizione e politiche tendenzialmente favorevoli per gli azionisti. Gli emittenti non domestici si confermeranno protagonisti sul versante dell'offerta. Le operazioni '*reverse yankee*', in cui gli emittenti US si finanziano nell'area Euro, costituiscono infatti una parte ormai importante del mercato corporate del Vecchio Continente. Queste operazioni continueranno, e finanzieranno ancora attività finanziarie a vantaggio degli azionisti ed, in generale, faranno ancora aumentare la leva media degli emittenti.

Nel settore finanziario, al di fuori delle emissioni che configurano un qualche tipo di subordinazione nel rimborso del capitale (es. *non-preferred senior*), **l'attività rimarrà piuttosto limitata.** I fabbisogni finanziari sono stati coperti in media ben oltre il 2017. Anche l'offerta nell'area subordinata non dovrebbe crescere, visto che le banche hanno ormai raggiunto gli obiettivi in termini di Tier 2 e AT1 dettati dalla regolamentazione Basilea 3. Per altro, molte istituzioni finanziarie stanno emettendo in divise non Euro per soddisfare la necessità di debito subordinato.

Il mercato degli High Yield europei ha vissuto una certa accelerazione delle emissioni, ma più per scopi di rifinanziamento. È possibile però che l'attività di fusione e acquisizione prenda un certo slancio anche nel settore *sub-investment grade*, e faccia di conseguenza aumentare un poco le emissioni in modo simile a quanto atteso nella parte *investment grade*.

Il contesto per il mercato corporate rimane benigno, sia dal punto di vista dei fondamentali del credito che della crescita economica che rimane piuttosto sostenuta. La ripresa nel 2017 è stata piuttosto vivace e dovrebbe proseguire anche nell'anno a venire. **I fondamentali del credito restano ancora robusti**, per quanto al margine in peggioramento. Le condizioni infatti per una crescita ulteriore della leva finanziaria ci sono tutte: disponibilità di finanziamento, liquidità nei bilanci, ripresa ciclica, maggiore attivismo degli azionisti.

Gli emittenti finanziari offrono nel complesso un quadro di fondamentali più attraente ed il possibile aumento dei rendimenti nel futuro dovrebbe portare benefici alla redditività attraverso l'aumento dei margini di intermediazione.

In prospettiva storica, gli spread degli emittenti *investment grade* non finanziari sono ai minimi post-2007. L'impatto dell'attività della BCE ha avuto riverberi anche nell'universo *High Yield*, poiché gli investitori sono stati costretti a scendere nella scala del merito di credito per ottenere rendimento. Poiché l'attività della banca centrale rimarrà poco variata nei primi mesi dell'anno, sarà verosimile vedere almeno una prima parte del 2018 simile al 2017; successivamente, con l'anticipazione della fine del QE europeo e con una maggiore leva finanziaria nel sistema, gli spread potrebbero allargare poiché le valutazioni così poco generose potrebbero non bastare più agli investitori, pur in una cornice macro-economica ancora di ripresa.

Gli emittenti finanziari hanno visto i relativi spread comprimersi verso quelli degli emittenti non finanziari. Essi rimangono comunque relativamente meno stretti e le dinamiche di mercato restano molto favorevoli. Dovrebbero continuare ad avere performance superiori, visti i fondamentali e la scarsa nuova offerta di titoli. Man mano che l'anno prosegue, anche la *performance* dei finanziari potrebbe però incontrare resistenze a causa di valutazioni troppo compresse, e potrebbe quindi invertirsi nella seconda parte dell'anno.

Obbligazioni

Individuare il Valore ed evitare distorsioni di prezzi dell'epoca post-QE

A cura di Franklin Templeton



Prospettive 2018: “Prevediamo che l’inversione del quantitative easing, il rialzo dei tassi e crescenti pressioni inflazionistiche negli USA saranno tra i fattori di maggiore impatto per i mercati finanziari globali nell’anno a venire”.

Per quasi un decennio, i mercati finanziari hanno tratto vantaggio da un'ondata di denaro a basso costo negli USA, grazie ai massicci programmi di *quantitative easing* (QE) della Federal Reserve USA (Fed) che sono stati lanciati dopo la crisi finanziaria globale (GFC) del 2007-2009. L'espansione del bilancio della Fed da circa 900 miliardi di \$ USA nel 2008 a quasi 4.5 trilioni di \$ USA oggi è verosimilmente stata la forza più dominante che ha plasmato i mercati finanziari globali. Il QE ha spinto in basso i rendimenti e spinto in alto i prezzi degli *asset*, orientando molti investitori verso *asset* più rischiosi mantenendo nel contempo i costi del capitale artificialmente bassi. Questo ha distorto le valutazioni delle obbligazioni e delle azioni. In breve, l'epoca del QE ha creato un mercato apparentemente compiacente che vede rendimenti persistentemente bassi come condizione permanente. Tuttavia, queste condizioni non sono né normali né permanenti, stando alla nostra valutazione, e prevediamo che l'inversione del QE da parte della Fed impatterà significativamente i mercati finanziari nel 2018 e oltre.

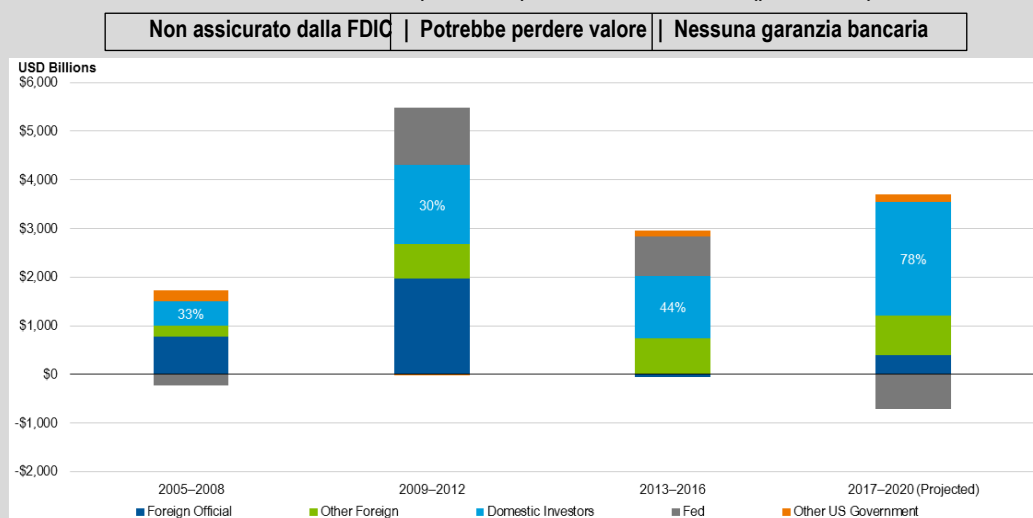
I rendimenti dei buoni del Tesoro USA in crescita presentano molteplici rischi

Una serie di fattori è destinata ad esercitare pressioni verso l'alto sui rendimenti dei buoni del Tesoro USA (UST): oltre la sopracitata inversione del QE, la spinta eccezionale nei mercati del lavoro USA, crescenti pressioni sugli stipendi e inflazionistiche, continua resistenza nell'economia statunitense ed uno spostamento strutturale verso la deregolamentazione sia da parte dell'amministrazione Trump che dalla Fed di Jerome Powell. Si prevede che la Fed riduca 1.5 trilioni di \$ USA dal suo bilancio nei prossimi tre anni. Al tempo stesso, importanti acquirenti esteri di titoli di stato USA dagli anni precedenti hanno smesso di comprare titoli di stato americani negli ultimi anni. La Cina ha ridotto le sue riserve estere di quasi 1 trilione di \$ USA, mentre nazioni esportatrici di petrolio come l'Arabia Saudita sono analogamente divenuti debitori netti invece che finanziatori, non comprando più massicci livelli di titoli di stato americani. Ora la Fed lascerà anche quel mercato, spingendo ulteriormente in basso l'offerta di acquirenti di titoli di stato americani. Al tempo stesso, l'indebitamento complessivo rimane su un *trend* al rialzo. Venendo a mancare la domanda di titoli di stato americani da parte della FED, il vuoto deve essere compensato dagli investitori domestici che sono più sensibili ai prezzi. Prevediamo che queste dinamiche esercitino pressioni verso l'alto sui rendimenti dei titoli di stato USA.

Si prevede che gli investitori privati interni aumenteranno fortemente la loro quota di mercato in titoli di stato americani

Gli investitori che non sono preparati per il cambiamento dall'epoca di ripresa della politica monetaria accomodante all'epoca espansionistica post-QE potrebbero essere esposti a significativi rischi, secondo noi. I mercati potrebbero vedere brusche correzioni ai rendimenti dei titoli di stato americani nei trimestri a venire, analogamente alle proporzioni e alla velocità degli aggiustamenti che si sono verificati durante il quarto trimestre del 2016.

GRAFICO 41: Indebitamento netto da parte del pubblico: 2005–2020 (previsione)



Fonte: Calcoli effettuati da Templeton Global Macro utilizzando i dati tratti dal Congressional Budget Office, US Bureau of the Fiscal Service, Dipartimento del Tesoro degli Stati Uniti, Federal Reserve. Non ci sono garanzie sull'effettiva realizzazione di stime e previsioni.

Pensiamo che sia cruciale non solo difenderci contro gli attuali rischi dei titoli di stato USA, ma strutturare i portafogli per potenzialmente beneficiare man mano che i tassi aumentano.

La sfida per gli investitori nel 2018 sarà che il rapporto tradizionale di diversificazione tra obbligazioni e asset di rischio potrebbe non restare valido in questo nuovo ciclo di cali del valore dei titoli di stato americani. È alquanto possibile vedere anche gli asset di rischio scendere man mano che il tasso “*risk-free*” (rendimento sui titoli di stato USA) sale.

I mercati si sono abituati a tassi di sconto eccezionalmente bassi - uno spostamento più verso l'alto inciderebbe concretamente su come quelle valutazioni sono calcolate. Inoltre, abbiamo visto una sorta di compiacenza svilupparsi in tutte le *asset class* dal momento che i rendimenti dei *Treasury* americani e i rendimenti degli asset di rischio hanno spesso avuto correlazioni positive, insieme a performance positiva.

Tuttavia, i risultati positivi raggiunti con il vantaggio di una straordinaria politica monetaria accomodante possono mascherare i reali rischi sottostanti in quelle categorie di asset. Con l'inizio della normalizzazione della politica monetaria, queste correlazioni positive potrebbero continuare ma con l'effetto opposto - simultanei cali in obbligazioni, azioni e asset di rischio globali mentre usciamo da un'epoca senza precedenti di distorsioni dei mercati finanziari. Questi sono i tipi di correlazioni e rischi che ci prefiggiamo di evitare nel 2018.

Specifici Mercati Emergenti offrono valore idiosincratico

L'impatto dell'inasprimento della politica della Fed sui mercati emergenti dovrebbe variare da paese in paese nell'anno a venire. Vi sono ancora valutazioni attraenti in specifici paesi, ma, secondo la nostra valutazione, non tutti i mercati emergenti faranno bene con la salita dei tassi. È importante individuare paesi con valore specifico che potrebbero essere meno correlati con i rischi (di mercato) *beta* di ampia base. Paesi che sono più spinti a livello domestico e sono meno dipendenti dai commerci globali spesso hanno quelle qualità specifiche insieme a resistenze intrinseche agli *shock* globali. Alcuni selezionati paesi hanno già dimostrato tale resistenza negli ultimi anni, in particolare l'Indonesia. Per altri, i rischi economici sono legati alle riforme in corso all'interno del loro paese, piuttosto che quello che accade esternamente, come in Brasile o Argentina.

Più alti differenziali di tassi sono anche cruciali in un contesto di rialzo tassi. Brasile e Messico hanno rendimenti di breve periodo attorno al 7%, India e Indonesia attorno al 6%, e Argentina attorno al 25% (a novembre 2017). Se i tassi USA cresceranno di 100 o 200 punti base, questi paesi hanno maggiore protezione per assorbire le pressioni dei tassi. Per contro, i mercati emergenti con squilibri macroeconomici o contesti di tassi bassi dovrebbero essere impattati più duramente da tassi in crescita. Paesi quali Turchia o Venezuela rimangono fondamentalmente vulnerabili ad uno *shock* dei tassi, secondo noi.

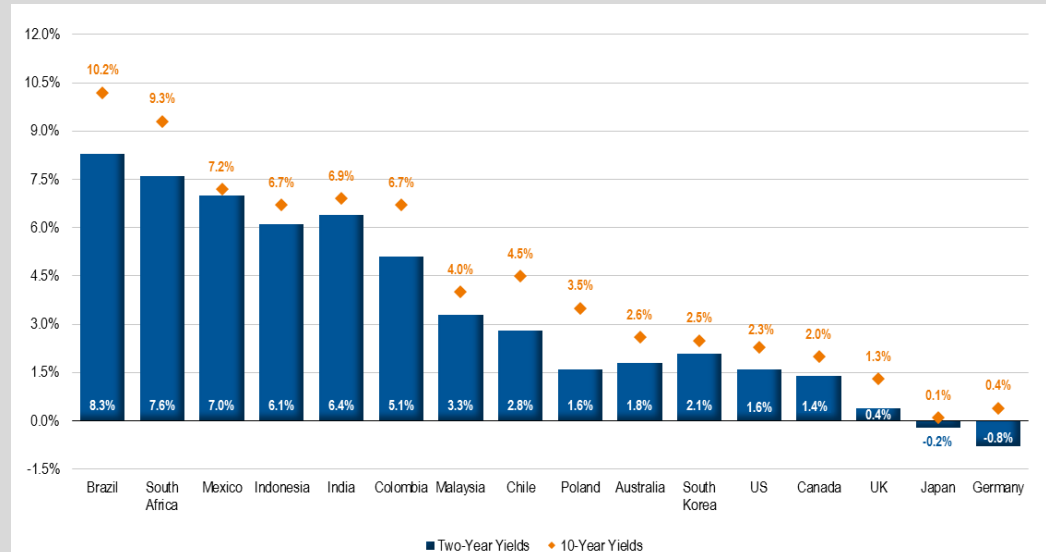
Un altro gruppo di paesi potenzialmente vulnerabili sono quelli con tassi più bassi, quali Corea del Sud o Singapore, che nonostante forti fondamentali macroeconomici potrebbero anche essere vulnerabili a deprezzamento valutario man mano che il differenziale di rendimento con gli USA si inverte. Quindi pensiamo che la chiave per le allocazioni dei mercati emergenti nel 2018 sarà evitare i rischi *broad beta* e trovare quelle fonti specifiche di *alpha* (performance sopra al rendimento di mercato) in grado di resistere ai rialzi tassi.

Rendimenti più alti disponibili in selezionati mercati emergenti

Nelle principali economie sviluppate, continuiamo a vedere mercati obbligazionari poco attraenti, particolarmente i rendimenti bassi-negativi nell'eurozona e in Giappone.

Dal momento che i tassi salgono negli USA, prevediamo che i differenziali dei tassi in ampliamento con l'eurozona e il Giappone indeboliscano l'euro e lo yen contro il dollaro USA.

GRAFICO 42: Rendimenti Obbligazioni Governative: Rendimenti a due e 10 anni
Al 1 novembre 2017



Fonte: Bloomberg. Le performance passate non sono indicazione o garanzia di performance future.

Prevediamo che l'inflazione e i rendimenti dei buoni del Tesoro USA saliranno nel 2018.

Guardando al 2018, prevediamo che l'inversione del QE, rialzi tassi e crescenti pressioni inflazionistiche negli USA saranno tra i fattori di maggiore impatto per i mercati finanziari globali nell'anno a venire.

Quando le prime tornate di QE furono inizialmente dispiegate dalla Fed quasi un decennio fa, molti scettici sostenevano che pompare denaro nel sistema finanziario avrebbe causato elevata inflazione. Ma l'inflazione non è mai accelerata, in parte perché banche e società finanziarie hanno accumulato liquidità mentre l'attività del credito è rimasta limitata dalle normative post GFC (crisi finanziaria globale) come il Dodd-Frank Act.

Tuttavia, i fattori che precedentemente limitavano l'inflazione e la creazione di denaro durante lo scorso decennio si stanno ora avvicinando al termine. Gli sforzi di deregolamentazione attraverso interventi esecutivi sono già in corso, mentre l'attività creditizia è accelerata. In breve, l'espansione del credito e la velocità del denaro⁽¹⁾ che non si è concretizzata durante lo scorso decennio sta appena iniziando a prendere forma.

La potenziale accelerazione nella velocità del denaro unita alle pressioni inflazionistiche attuali nell'economia USA e nei mercati del lavoro ci porta a prevedere una più alta inflazione e più alti rendimenti dei titoli di stato americani nell'anno a venire. Pensiamo che gli investitori debbano prepararsi per questi rischi.

⁽¹⁾ La velocità del denaro misura il tasso al quale il denaro viene fatto circolare in un'economia.

Strategie Macro e Valute

A cura di Eurizon SLJ Capital



Nella seconda metà del 2017, il tema dominante è rimasto il basso livello di volatilità sui mercati.

La ripresa negli USA è rimasta intatta, a fronte di segnali di convergenza verso l'alto delle economie dell'UE e di altre parti del mondo. Il fatto che la Cina abbia continuato a porsi come fonte di stabilità in vista del cruciale 19° Congresso del Partito Comunista ha offerto un sostegno generalizzato alle economie emergenti per buona parte dell'anno. Gli indici azionari hanno riportato ulteriori guadagni nella fase d'ingresso nel 4° trimestre, soprattutto negli USA ed in Giappone, poiché alle buone prospettive per l'economia globale si sono accompagnate indicazioni di sostegno costante da parte delle autorità monetarie. Dato il contesto di bassa inflazione, le banche centrali delle principali aree valutarie hanno continuato in alcuni casi a perseguire un processo di normalizzazione a ritmi molto blandi ed in altri, a perseguire politiche monetarie accomodanti. Tale contesto pressoché ideale (*"Goldilocks Economy"*) ha portato il dollaro a segnare le quotazioni più basse da 2 anni a questa parte, in particolare contro l'euro, che si è impennato, passando da un minimo di 1.05 nel periodo precedente le elezioni francesi a 1.20 alla vigilia delle elezioni in Germania.

Tuttavia, nel 2° semestre 2017 abbiamo assistito anche ad un rinnovato ottimismo sulla possibile manovra fiscale negli USA, con il passaggio del progetto di bilancio al Senato USA, che si è tradotto in un incremento del rendimento decennale USA da un minimo di 2.00 a 2.40 tra settembre e ottobre. Nello stesso periodo, il dollaro ha recuperato circa un terzo delle perdite subite nell'anno.

Guardando avanti al 2018, se da un lato la ripresa economica si conferma solida e l'inflazione resta moderata, i mercati globali potrebbero continuare a risentire degli sviluppi politici, non solo negli USA, ma anche in Europa. Sarà importante vedere il testo finale e l'approvazione della riforma fiscale negli Stati Uniti, così come l'avvicendamento al timone della Federal Reserve. In Europa persistono molte incertezze, date le probabili pressioni alle quali sarà soggetta la BCE perché concluda il suo programma di acquisto titoli, nonché i molteplici ostacoli politici che hanno il potenziale di alterare gli equilibri di potere a Bruxelles, non ultime le negoziazioni in vista di Brexit e le elezioni in Italia.

Nei prossimi mesi, la nostra attenzione sarà rivolta soprattutto ai seguenti temi:

Tema 1. Saranno probabilmente gli sviluppi negli USA a continuare a guidare il mercato nei prossimi mesi.

L'inversione di tendenza osservata sui mercati valutari nel 3° trimestre 2017 sembra essere stata determinata da una combinazione di fattori non connessi tra loro, tra cui il probabile esaurirsi dell'ascesa dell'euro e il picco raggiunto dal RMB a inizio settembre. In ogni caso, la ripresa del dollaro è stata alimentata soprattutto da un rinnovato ottimismo per la riforma fiscale proposta dai Repubblicani. Tuttavia, il pacchetto fiscale ha già incontrato resistenze da parte di diversi gruppi di interesse e sarà cruciale capire in che misura verrà modificata la versione attualmente in esame.

Al contempo, la nomina di Jeremy Powell a capo della Fed garantisce continuità al FOMC, e il fatto che nei prossimi sei o sette mesi debbano essere nominati almeno altri quattro membri del consiglio direttivo, ciascuno con un mandato di almeno 14 anni, permette all'amministrazione Trump un margine di manovra sufficiente per influenzare il *bias* e la risposta della Fed nel medio e lungo periodo.

Ancora più importante è il fatto che il mercato del lavoro statunitense abbia proseguito la ripresa con forza, in presenza di un tasso di disoccupazione giunto a un nuovo minimo per il ciclo economico. Andando avanti, non sarebbe sorprendente cominciare a veder sorgere preoccupazioni per il livello d'inflazione, a seguito del notevole deprezzamento del dollaro nel 2017 e in particolare al calare del tasso di disoccupazione al di sotto del 4.0% nei primi mesi dell'anno prossimo e, se dovesse continuare a scendere al ritmo attuale, al 3.5% entro l'ultima parte del 2018. Ora che il mercato del lavoro negli USA è a livelli di pieno impiego, i lavoratori americani potrebbero cominciare a spostarsi verso lavori meglio retribuiti, determinando potenzialmente un'ulteriore accelerazione della crescita dei salari. In altre parole, come suggerito da alcuni esponenti della Fed, nella Curva di Phillips potrebbe esserci un momentaneo "ripiegamento", dopodiché le aspettative d'inflazione potrebbero reagire in modo non lineare a indicazioni di una contrazione del mercato del lavoro statunitense. La possibilità che l'inflazione salga nel 2018 influirà notevolmente sui tassi USA e sul dollaro nei prossimi trimestri.

Tema 2. Contesto globale ancora positivo, ma i rischi sono in aumento.

Livelli straordinari di stimolo monetario, in combinazione con bassa inflazione e la convergenza al rialzo della crescita globale, dovrebbero continuare a determinare un contesto incoraggiante per le attività di rischio e per il mercato *high-yield* nel breve termine. L'economia UE ha continuato a crescere a tassi superiori al potenziale e, in Cina, il 19° Congresso del Partito Comunista si è concluso senza intoppi, inviando un messaggio di continuità. A nostro avviso, nonostante le preoccupazioni destinate dall'eccessivo livello di indebitamento presente nell'economia cinese, la Cina continuerà a essere fonte di stabilità nel prossimo futuro.

Tuttavia, se i tassi nelle principali valute di finanziamento restano bassi ed il *leverage* e le valutazioni continuano a crescere a livello globale, la nostra preoccupazione è che diventerà sempre più difficile per il mondo rispondere a una potenziale ripresa dell'inflazione, o riassorbire un rialzo dei tassi "core". Nelle ultime settimane, le valute ad alto rendimento dei mercati emergenti si sono mostrate straordinariamente sensibili sia a rialzi sia a cali dei tassi USA.

Questo riflette, almeno in parte, il fatto che i crediti concessi dalle banche estere ai paesi emergenti sono stati sostanziosi, e che buona parte di questo debito è denominato in dollari USA. Abbiamo il sospetto che le valute emergenti in generale potrebbero rappresentare la categoria di attività più vulnerabile a un innalzamento dei tassi a livello globale, benché alcuni cross-rate, tra cui quelli di alcune valute asiatiche, potrebbero mostrarsi più resistenti di altri.

Conclusioni.

Restiamo tatticamente costruttivi su attività ad alto *beta*, quali l'azionario e le attività locali nei paesi emergenti.

A nostro avviso, la ripresa della crescita globale dovrebbe continuare a incoraggiare gli investitori ad assumere rischio, mentre le aspettative in termini di politiche monetarie nelle aree di riserva valutaria dovrebbero restare più o meno in linea. A nostro giudizio, l'attuale combinazione di fattori dovrebbe favorire leggermente il dollaro.

Tuttavia, ad oggi il mercato si è mostrato reticente a spingere più in alto il dollaro o i tassi USA, dato che i fattori politici hanno spesso messo in secondo piano le logiche economiche ed il sentiero dei tassi delineato dalla Fed sembra continuare a risentire di scarsa credibilità sui mercati obbligazionari. Pertanto, pur confermando il nostro *bias* positivo sul dollaro, nel breve termine preferiamo mantenere un approccio più cauto.

Il principale rischio nel 2018 è legato a quello che riteniamo essere un atteggiamento di eccessiva sufficienza rispetto all'inflazione. L'*output gap* nelle economie avanzate sembra si stia restringendo piuttosto rapidamente.

Nel frattempo, negli ultimi due anni l'inflazione a monte e i prezzi all'esportazione in Cina hanno continuato a crescere (e sono attualmente in espansione a un ritmo di circa 5% all'anno). Se le curve dei rendimenti delle principali valute dovessero farsi più ripide nel 2018, a seguito di un riprezzamento delle aspettative d'inflazione, sugli odierni "trade di consenso" verrebbero a gravare notevoli rischi. A nostro avviso le valute emergenti potrebbero risultare particolarmente vulnerabili in questo contesto.

Obbligazionario Mercati Emergenti

Debito dei mercati emergenti – Prospettive 2018

A cura di Aberdeen Standard Investments



Alle porte del 2018, il debito dei mercati emergenti dovrebbe continuare a godere del sostegno di prospettive di crescita in miglioramento, di saldi con l'estero più solidi, di un rischio inflazionistico basso, di posizioni fiscali e debitorie sostenibili e di un contesto globale di bassi tassi d'interesse. Mentre il debito emergente, sia in valuta forte che in valuta locale, ha messo a segno solidi rendimenti nel 2017, riteniamo che le valutazioni rimangano interessanti tanto su base assoluta che relativa.

Nel 2017 gli spread sovrani in valuta forte si sono stretti di circa 50 pbs, spingendo l'indice EMBIGD (*Emerging Market Bond Index Global Diversified*) al di sotto del livello +300, anche se rimangono più ampi di 35-40 pbs rispetto alla compressione post-tapering (Grafico 43).

Continuiamo a vedere valore nell'Argentina, grazie ad un credito in miglioramento che dovrebbe continuare a trarre vantaggio dal solido sostegno ricevuto dal governo Macri nell'appuntamento elettorale di *mid-term*. Riteniamo che l'Argentina dovrebbe continuare a convergere con il Brasile dai livelli attuali di +115-120.

Consideriamo la Turchia un'opportunità più tattica, a seguito dell'ampliamento dello *spread* di circa 200 pbs rispetto al Sudafrica su base decennale nelle ultime settimane, senza una giustificazione da parte dei fondamentali creditizi, che rimangono molto più solidi in Turchia che in Sudafrica.

GRAFICO 43.



Fonte Bloomberg

Le valutazioni nei mercati di frontiera sono diventate in alcuni casi eccessive, sebbene osserviamo ancora opportunità in determinati paesi quali Georgia, El Salvador, Ghana e Zambia. Sul mercato primario, la maggior parte delle emissioni proviene da quattro paesi: l'Argentina è il principale emittente emergente, con un deficit fiscale ancora elevato, nonostante la riduzione prevista nei prossimi anni che dovrebbe favorire ulteriori revisioni al rialzo dei *rating*.

Gli altri importanti emittenti si trovano nella regione del GCC (*Gulf Cooperation Council*), ovvero Arabia Saudita, Qatar e Kuwait, che non fanno parte dell'universo degli indici dei mercati emergenti. L'Egitto dovrebbe confermarsi il maggior emittente di frontiera sul mercato primario, mentre la Nigeria è potenzialmente un altro grande emittente, poiché sembra intenzionata a spostare il finanziamento del debito da obbligazioni locali a breve scadenza a debito estero a più lunga scadenza.

Il principale fattore di rischio per il debito dei ME è un forte aumento dei rendimenti sui *Treasuries US* che potrebbe essere innescato dall'approvazione dei tagli fiscali negli Stati Uniti. Questo favorirebbe le aspettative di un aumento dell'inflazione che a loro volta potrebbero indurre una risposta più aggressiva da parte della Fed.

Negli ultimi mesi il debito in valuta locale è stato notevolmente più debole rispetto a quello estero il che potrebbe offrire buone opportunità per aggiungere rischio nel 2018.

Continuiamo a vedere valore nel Brasile, che rimane una posizione lunga strutturale sia nei tassi che nella valuta. Preferiamo i *floaters* argentini, basati sul tasso pronti contro termine, attualmente al 28,75% dopo che la Banca Centrale ha rialzato i tassi di 250 pbs a seguito delle elezioni di ottobre.

Da un punto di vista tattico, siamo in sovrappeso sui tassi e i mercati valutari turchi e in sottopeso su quelli sudafricani, dove osserviamo una marcata divergenza dei fondamentali creditizi. Continua il sovrappeso su Russia e Indonesia, poiché i tassi reali rimangono interessanti. Manteniamo una posizione neutrale in Messico, poiché attendiamo ulteriori sviluppi sulle trattative per il NAFTA e le elezioni presidenziali di luglio. Per quanto riguarda i mercati di frontiera, continuiamo a vedere valore nei T-Bill egiziani e nei tassi del Ghana. Il rischio di ribasso per il debito in valuta locale è legato al mercato valutario, che ha sofferto negli ultimi due mesi a causa della solidità del DXY (*US Dollar Index*).

Nelle società dei Mercati Emergenti, ricavi robusti e una crescita degli utili in molti settori e regioni hanno contribuito ad una solida ripresa dei fondamentali nel corso del 2017 e ci aspettiamo che questo *trend* continui nel 2018 nel caso in cui perduri questo contesto macroeconomico favorevole.

Le valutazioni hanno apportato risultati positivi, e anche qualora i rendimenti del reddito sovrano statunitense e gli spread delle *EM Corporates* rimanessero immutati nel corso del 2018, il rendimento ottenuto sarebbe comunque intorno al 6%. A livello regionale, l'America Latina ha il potenziale più promettente dal punto di vista di un miglioramento dei fondamentali nel 2018.

Tra le aree che richiedono cautela si segnalano in particolare la Turchia e il Medio Oriente, mentre l'Asia dovrà rimanere sotto attenta osservazione con una Cina dai continui livelli di emissione elevati e una crescita rallentata.

Obbligazionario High Yield

Global High Yield – Prospettive 2018

A cura di Morgan Stanley Investment Management



Outlook

Il nostro posizionamento sul credito *High Yield* rimane sostanzialmente invariato dal momento che gli *spread* non si sono spostati così drasticamente da causare una rivalutazione del rischio. Gli aspetti tecnici del mercato del credito rimangono solidi e ci aspettiamo che continuino ad esserlo nel futuro.

Inoltre, i fondamentali sono ancora in territorio positivo su molteplici settori. Rileviamo un continuo calo del tasso di *default* e ci aspettiamo un'ulteriore discesa per il 2018.

In confronto alla compressione dei rendimenti sui mercati di credito a basso rischio o a rischio zero, l'*High Yield* continua ad offrire agli investitori il potenziale per generare rendimenti relativi interessanti rispetto a molti altri mercati del reddito fisso.

Outlook sull' High Yield Area Euro

A seguito dell'annuncio da parte della BCE riguardo al proseguimento dell'acquisto di € 30 miliardi di obbligazioni nei primi 9 mesi del 2018, il contesto tecnico rimane a supporto del mercato del reddito fisso europeo in generale e al mercato del credito in particolare. Con la riduzione della quantità acquistabile su obbligazioni governative, è probabile che il Programma di Acquisto delle Obbligazioni Societarie giochi un ruolo importante nell'implementazione della politica monetaria.

Nonostante il mercato dell'*High Yield* non benefici direttamente dell'acquisto di obbligazioni da parte della Banca Centrale, ha tuttavia tratto beneficio dal secondo round di investimento forzato da parte degli investitori in *asset* a rendimenti reali positivi, nello scenario di un mercato composto da rendimenti in compressione, impattati direttamente dall'acquisto della Banca Centrale.

Allo stesso tempo, lo scenario fondamentale sull'*High Yield* rimane di supporto. I report sui dati economici continuano ad essere positivi, mostrando una solida crescita economica in quasi tutte le aree geografiche mondiali. La qualità media del credito degli emittenti *high yield* europei è solida e questo è sostenuto ulteriormente dai forti utili del terzo trimestre 2017.

GRAFICO 44.

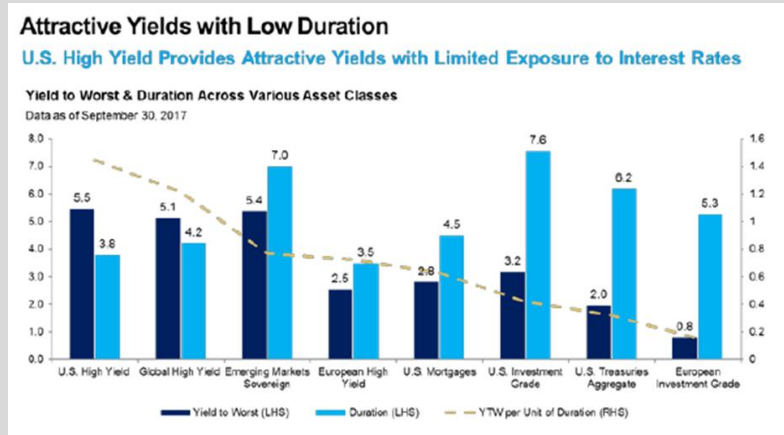
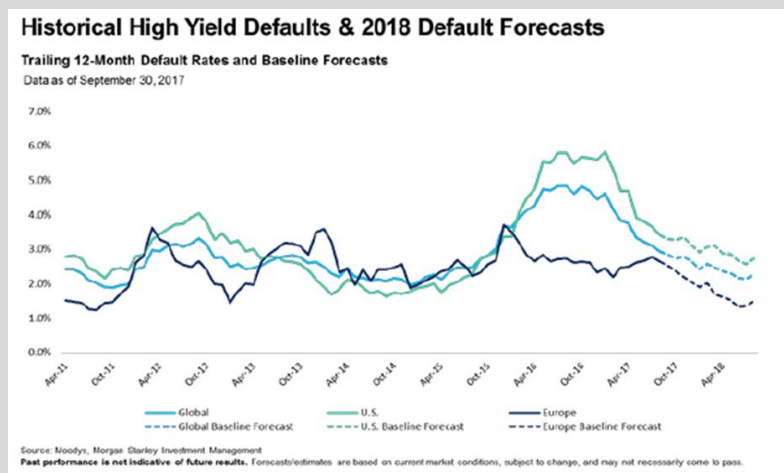


GRAFICO 45.



Source: Bloomberg Barclays, Morgan Stanley Investment Management, Bank of America Merrill Lynch, and JP Morgan

Past performance is not indicative of future results. Provided for informational purposes and should not be deemed a recommendation to buy or sell any security. Yields to worst for fixed income. Real yields are the nominal yield for the asset less country specific CPI inflation. Emerging Markets Sovereigns refer to the JP Morgan EMBIG Index. European High Yield refers to the Bloomberg Barclays Pan European High Yield Index. U.S. Investment Grade refers to the Bloomberg Barclays US Corporate IG Index. U.S. Mortgages refers to the Bloomberg Barclays US Mortgage-Backed Sectors Index. European Investment Grade refers to the Bloomberg Barclays Euro Agg Corporate Index. US Treasuries Aggregate refers to the Bloomberg Barclays U.S. Treasuries Aggregate. The indices are provided for informational purposes only and are not intended to predict or represent the performance of any Morgan Stanley investment or strategy.

L'indebitamento degli emittenti è in calo costante e i flussi di cassa necessari per finanziare il debito sono ai minimi storici.

Le opportunità di rifinanziamento sono buone, grazie ad un mercato primario che permette alle società di prolungare la *maturity* a livelli storicamente interessanti. Di conseguenza, il tasso di default nel mercato obbligazionario europeo nel corso del 2017 è rimasto basso e ci aspettiamo che questo trend continui nel corso del 2018.

Come anticipato precedentemente, i rendimenti del mercato *High Yield* europeo hanno registrato livelli minimi alla fine del mese di ottobre. Per questa ragione, il premio per il rischio riconosciuto sulle obbligazioni *High Yield* è basso, nonostante lo *spread* del credito rimanga a livelli superiori rispetto al periodo precedente la crisi finanziaria, quando lo scenario fondamentale era di supporto tanto quanto il periodo attuale, e la domanda era ugualmente forte. Continuiamo a ritenere che la valutazione attuale sia supportata da un solido scenario tecnico e fondamentale.

Posizionamento

- Rimaniamo focalizzati sul credito del *middle market*, mantenendo un'esposizione maggiore su obbligazioni con rating B o CCC – che riteniamo offrano il miglior rendimento aggiustato per il rischio;
- Continuiamo a mantenere un'esposizione maggiore sul settore dei trasporti, dei materiali da costruzione e sul settore manifatturiero diversificato;
- Continuiamo a mantenere una bassa esposizione sul settore delle comunicazioni, in quanto tende a fornire cedole più basse e *duration* più lunga.

Credito Strutturato ABS / MBS

MBS Outlook

A cura di PIMCO

P I M C O

AGENCY MBS: MUTUI IPOTECARI EMESSI DA AGENZIE

Riteniamo che le valutazioni di questi strumenti siano eque ai livelli correnti, tuttavia la garanzia del governo U.S., la liquidità ed il *carry*, gli *agency MBS* possono offrire, considerato il contesto attuale, interessanti benefici di diversificazione per portafogli creditizi. Mentre la Fed continua a ridurre il proprio bilancio, quando si valuta il profilo di rischio/rendimento del settore dei mutui ipotecari è importante considerare tutti i diversi fattori in gioco.

Per quanto riguarda il contesto, la Fed possiede circa \$1,75 trilioni di *agency MBS*, pari a circa il 29% del mercato e ad una percentuale ancora maggiore del flottante (*agency MBS* che circolano attivamente nel mercato e non sono detenuti da banche, società sponsorizzate dal governo, ecc.). Anche se questi numeri sono significativi, riteniamo che molto probabilmente il mercato dei mutui ipotecari emessi da agenzie non mostrerà alta volatilità mentre la Fed è impegnata a ridurre la portata del proprio bilancio:

- **Una Fed cauta.** La Fed sta attivamente cercando di evitare di perturbare i mercati finanziari mentre riduce la sua politica accomodante, come dimostra l'attenzione posta nella comunicazione del graduale aumento dei tassi d'interesse a breve. Ci aspettiamo che la Fed segua un approccio simile nella riduzione del bilancio, comunicando le sue mosse in maniera estremamente graduale.
- **Valutazioni di partenza ragionevoli.** Gli *agency MBS* si sono deprezzati significativamente per quasi due anni e sono ora vicini a valori storicamente equi. Riteniamo che il 2010 - l'ultimo anno in cui la Fed non ha aumentato o reinvestito la propria quota di MBS - fornisce un utile punto di riferimento per l'analisi delle attuali valutazioni dei titoli ipotecari. Nel 2010, gli *agency-MBS* erano approssimativamente 20-35 punti base (pb) più bassi rispetto ai valori attuali (considerando l'*option adjusted spread*). Dal nostro punto di vista, a meno che non siano in grado di calcolare perfettamente l'ammontare e le tempistiche delle posizioni corte (cosa difficile da fare), per gli investitori è molto difficile guadagnare assumendo posizioni corte su *agency-MBS* ai livelli correnti.
- **Valutazioni relative interessanti.** Negli ultimi due anni, mentre la maggior parte degli altri settori creditizi si sono significativamente apprezzati, i MBS si sono deprezzati. Ad esempio, gli *spread* del credito *investment grade* U.S. sono ora più ristretti rispetto al 2010. Inoltre siamo ormai da sette anni nella fase espansiva del ciclo e gli *agency-MBS* tendono a sovraperformare il credito nella seconda metà delle espansioni (e recessioni).

NON-AGENCY MBS: MUTUI IPOTECARI NON EMESSI DA AGENZIE

Uno dei modi principali in cui gli investitori possono beneficiare della ripresa del mercato immobiliare negli Stati Uniti è attraverso i mutui ipotecari non emessi da agenzie. La nostra previsione di base è che i prezzi delle case aumenteranno del 3% all'anno nei prossimi due anni ma, cosa più importante, i proprietari di case degli Stati Uniti continuano a ridurre l'indebitamento in modo significativo e ad aumentare il capitale nelle loro proprietà immobiliari. Come mostra il grafico sottostante, il rapporto medio prestiti / valore (*loan-to-value*) per i mutui statunitensi (linea blu) ha raggiunto un picco superiore all'85% dopo la crisi ed è ora vicino al 60%, mentre il numero di proprietari di case il cui debito sulla loro casa è maggiore di quanto valga (linea gialla) è scesa ai livelli pre-crisi.

Il miglioramento dei fondamentali del credito ipotecario e la crescente componente di capitale all'interno dei prestiti immobiliari sottostanti hanno creato un ambiente economico in cui i mutui ipotecari non emessi da agenzia sono meglio isolati dalle potenziali recessioni economiche. Riteniamo che la crescita del patrimonio incorporato in questi mutui ipotecari renda i *non-agency MBS* molto più resilienti a una potenziale grave recessione economica rispetto ad altri settori creditizi e a *spread* e, di conseguenza, i *non-agency MBS* sono tra i principali temi d'investimento di PIMCO all'interno dei mercati creditizi globali.

GRAFICO 46.

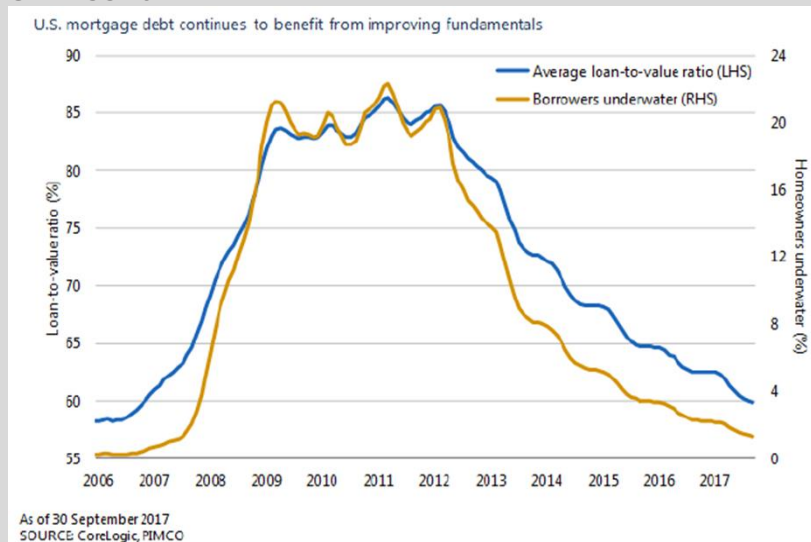
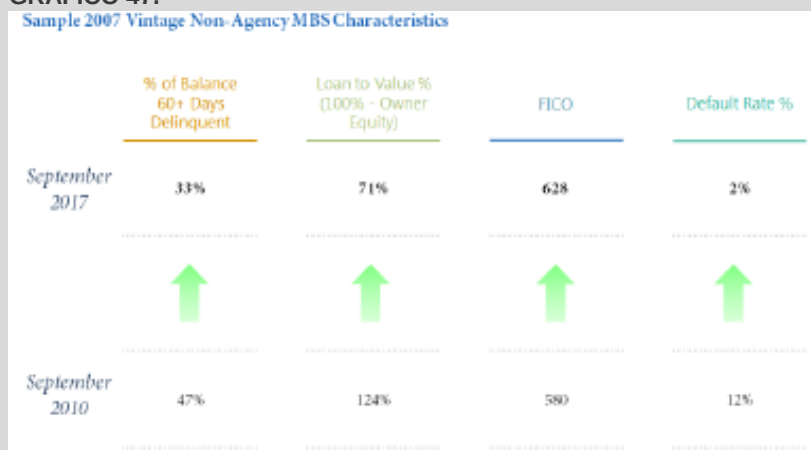


GRAFICO 47.



Financial Credit Bonds

Ibridi Finanziari – Scenario 2018

A cura di Algebris Investments



Gli Ibridi finanziari, più comunemente noti come strutture di debito Tier 1 e Tier 2, sono titoli concepiti per incrementare la capacità delle istituzioni finanziarie di assorbire perdite nel tempo e di minimizzare il rischio di default. Questi titoli vennero alla ribalta negli anni '90, allorché il Comitato di Basilea introdusse il primo quadro normativo globale per le attività ponderate per il rischio e i requisiti di capitale ("Basilea 1").

Nel corso degli anni, il Comitato di Basilea ha ripetutamente revisionato il quadro della regolamentazione bancaria, con l'intento di proteggere i contribuenti dall'onere di dover ricapitalizzare le banche in difficoltà, come avvenne nel 2008, e al contempo di riallineare gli incentivi per gli investitori in obbligazioni e azioni e per il *management* delle banche.

Il Comitato ha introdotto requisiti di capitale più severi per le banche e ha creato i titoli "Additional Tier 1" (AT1) – nuovi strumenti finanziari ibridi dotati di esplicite caratteristiche di assorbimento delle perdite. Tali caratteristiche comprendono la svalutazione del capitale (temporaneo o permanente) e la conversione in azioni ordinarie. Entrambe le azioni scattano nel caso i cui si materializzi un evento scatenante, associato a un calo del *core equity capital* ("CET1") della banca al di sotto di una determinata soglia (5,125% o 7%), o la raggiungimento del punto di non-sostenibilità economica ("eventi *trigger*"). Essenzialmente, gli eventi *trigger* possono essere considerati alla stregua di parametri di solvibilità per l'emittente sottostante.

Con un *Yield to Worst* pari a 4,3% e *spread* superiori ai 300pb, gli AT1 delle banche europee restano, a nostro avviso, la più interessante opportunità di investimento nel settore degli ibridi finanziari, rispetto ad altri mercati del credito. Offrono ancora rendimenti interessanti su una gamma di nomi di alta qualità, sottoposti a stringente regolamentazione e vigilanza, quali quelli rientranti nel gruppo delle "Global Systemically Important Banks" (G-SIBs) e i cosiddetti "campioni nazionali". Inoltre, gli AT1 europei offrono anche caratteristiche di "coupon reset", che li rendono meno vulnerabili al rialzo dei tassi di interesse.

Al pari di altre istituzioni finanziarie globali, le banche europee sono state sottoposte a un intenso scrutinio da parte delle autorità di vigilanza a livello della BCE (meccanismo unico di vigilanza, "MUV") negli ultimi nove anni, che le ha costrette a migliorare notevolmente la qualità e le dimensioni dell'attivo. Di conseguenza, i tassi CET1 sono aumentati di due o tre volte rispetto ai livelli post-crisi, e le maggiori banche stanno gradualmente raggiungendo i livelli di capitale AT1 e Tier 2 imposti dalle autorità regolamentari (rispettivamente 1.5% e 2% delle attività ponderate per il rischio).

Sono stati notevolmente ridotti anche il livello di leva finanziaria (-30%) e l'esposizione ai settori problematici del mercato del credito. Il riconoscimento della solidità e trasparenza del settore da parte delle autorità di vigilanza, in base ai risultati delle analisi condotte, stanno portando a una graduale compressione degli *spread*. Inoltre, sono state superate la maggior parte delle criticità di più vecchia data (specificamente la risoluzione del Banco Popular, la liquidazione di Veneto Banca e della Banca Popolare di Vicenza, la ricapitalizzazione cautelativa di MPS), grazie all'azione coordinata delle autorità UE. È degno di nota il fatto che la condivisione degli oneri sui bond AT1 e Tier 2 non abbia sortito effetti negativi sul mercato degli ibridi finanziari in senso più ampio.

La regolamentazione ha agito da fattore di sostegno per gli AT1 negli ultimi due anni e riteniamo che continuerà a favorire il settore. Dal febbraio 2016, le autorità di regolamentazione europee e il MUV hanno mostrato un crescente pragmatismo sugli ibridi finanziari. Tra i vari cambiamenti, le nuove regole dividono il requisito di secondo pilastro (Pillar 2) nelle componenti "requisito minimo" e "guidance", aumentando la somma massima distribuibile tra +1% e +2.25%. Il 2018 porterà l'implementazione dei principi contabili internazionali IFRS9 e, potenzialmente, di una nuova serie di norme mirate ad accelerare la cessione delle sofferenze da parte delle banche. Non prevediamo che l'introduzione di tali misure possa avere effetti negativi sul settore degli ibridi finanziari. Un aspetto positivo per le banche europee è che Basilea 4 è ancora lontana dall'essere definita, e prevediamo una versione finale notevolmente annacquata rispetto alla proposta iniziale.

Anche i dati tecnici sono migliorati. La base degli investitori è sempre più diversificata e gli investitori maggiormente orientati verso il lungo periodo, quali le società di gestione e i clienti internazionali di *private banking*, hanno in gran parte superato gli *hedge fund* e gli investitori opportunistici nella classifica dei detentori di AT1.

Il mercato degli AT1s vale attualmente circa 130 miliardi di euro ed è previsto in ulteriore crescita nei prossimi anni di circa 50 miliardi, dato che le banche continueranno a emettere per colmare i propri *bucket* regolamentari e rimpiazzare i titoli soggetti alla clausola di *grandfathering*. La salvaguardia della liquidità di mercato, che resta elevata rispetto ad altre classi di titoli di credito, nonché il restringimento degli *spread*, dovrebbero trovare sostegno anche nelle crescenti dimensioni del mercato e nell'ampliamento della base degli investitori.

Dal punto di vista macroeconomico, le banche centrali continueranno a tenere banco nel 2018. La BCE ha recentemente annunciato il prolungamento della propria politica espansiva, indicando che la graduale riduzione degli acquisti nel contesto del programma di QE comincerà l'anno prossimo, e sarà seguita solo in seguito dal primo rialzo dei tassi, previsto nel 2019.

Tuttavia, i dati economici relativi all'area euro continuano a migliorare, rendendo possibile una mossa anticipata da parte della BCE. La Federal Reserve, invece, porterà avanti il ciclo di rialzo dei tassi. A questo proposito, è opportuno ricordare che se il rialzo dei tassi è un sviluppo negativo per i tradizionali titoli a reddito fisso, gli ibridi finanziari offrono invece una copertura implicita su questo fronte, in quanto tassi di interesse più alti offrono sostegno alla redditività delle banche/assicurazioni, rendendo più probabile un restringimento degli *spread* su questi *bond*.

Obbligazionario Convertibile

Convertible Bonds – Prospettive 2018

A cura di Man GLG



Siamo molto costruttivi sulle prospettive per il mercato delle obbligazioni convertibili nel 2018. A livello macroeconomico, riteniamo che l'ambiente positivo per i titoli azionari globali abbia il potenziale per persistere nel 2018 e supportare ancora i rendimenti dell'*asset-class*. Inoltre, anche se lo slancio sull'azionario venisse meno per via di una correzione, crediamo ci saranno dei fattori tecnici e fondamentali che supporteranno le valutazioni delle convertibili, che continueranno ad essere attraenti per gli investitori.

Scenario macro

I principali temi macroeconomici per il 2018 sono: la normalizzazione della politica monetaria, l'aumento dei tassi e le successive ondate di volatilità che potrebbero derivarne. C'è anche il tema delle riforme fiscali negli Stati Uniti il cui impatto specifico sulle convertibili è trattato di seguito.

Dato che, ad oggi, il principale *driver* dei rendimenti delle convertibili sono i sottostanti azionari, e poiché gli Stati Uniti sono il mercato azionario più significativo, ha senso iniziare con un commento sulle buone prospettive di tale regione.

L'economia degli Stati Uniti è in crescita e, nel complesso, il contesto è potenzialmente favorevole all'azionario considerati i tassi d'interesse bassi (anche se lentamente in aumento), i parametri di redditività in crescita e, naturalmente, le proposte di riforme fiscali per le aziende che sono programmate per l'inizio del 2018.

Per ciò che riguarda l'Europa, riteniamo che le valutazioni delle azioni saranno sostenute da una solida crescita e dall'estensione del QE della BCE. L'azionario in Asia e nei mercati emergenti sembra ben supportato dagli utili societari, forte crescita economica e bassa inflazione. Lo stesso vale per il Giappone, dove le azioni vantano solidi fondamentali e crescita degli utili, valutazioni decisamente convenienti rispetto ad altre regioni, ed un costante orientamento accomodante da parte della BoJ.

Mercato obbligazionario convertibile

Se escludiamo uno scenario guidato puramente dall'andamento dei listini azionari, riteniamo che la normalizzazione della politica monetaria nelle principali economie potrebbe causare una ripresa della volatilità per i mercati finanziari.

In questo contesto riteniamo che le convertibili siano ben posizionate ed abbiamo una serie di elementi a supporto del nostro punto di vista:

Supporto tecnico 1: Aumento dei tassi di interesse

Le obbligazioni convertibili dovrebbero beneficiare di una parte dei deflussi dai mercati obbligazionari.

Gli investitori obbligazionari sono sempre più preoccupati dalla *duration* dei tassi d'interesse alla luce di un rialzo arrivato alle fasi conclusive. La *duration* media dei titoli di stato è cresciuta fino a 8 anni, per il credito IG a 7 anni e per il credito HY a 4 anni.

Le convertibili si attestano a 2,9 anni di *duration*, data la loro natura a breve scadenza, e soprattutto hanno avuto storicamente rendimenti più elevati con una maggiore correlazione alle azioni nei periodi di rialzo dei tassi. Ciò è evidenziato nella tabella a lato che prende in considerazione le ultime cinque fasi in cui il rendimento del *Treasury* americano decennale è salito di oltre 100 punti base:

GRAFICO 48.

UST Yield Rise (bps)	Period ¹	Asset class performance			
		CBs	Equities	Government Bonds	IG Credit
101	July-Dec 2016	7.6%	4.8%	-4.2%	-2.4%
132	April-Nov 2013	10.5%	10.8%	-2.8%	-1.7%
135	Oct 2010 – Feb 2011	9.9%	14.0%	-3.6%	-2.2%
136	Jun 2005 – June 2006	9.0%	6.0%	-0.8%	-2.5%
176	Jun 2003 – Jun 2004	9.5%	15.3%	-3.6%	-2.4%

Con la probabile normalizzazione dei tassi e l'inversione di tendenza della domanda di liquidità della banca centrale, sembra logico aspettarsi disinvestimenti dalle obbligazioni a favore delle azioni, e le obbligazioni convertibili rappresentano una fermata intermedia ragionevole per molti investitori.

Supporto tecnico 2: Timore di una correzione azionaria dopo il rally più lungo mai registrato

Nonostante il probabile scenario di reflazione nei prossimi 5 anni, l'ultimo BaML *fund manager survey* dimostra che quasi 70% degli intervistati ritiene che i mercati azionari siano alla "fine del ciclo". Tuttavia, un certo numero di investitori devono, per mandato, mantenere un'esposizione azionaria strutturale; alla luce di questo, le convertibili consentono di mantenere esposizione azionaria riducendo il rischio di discesa.

Nel corso degli ultimi 18 anni, se osserviamo la *performance* dal lancio del fondo Man GLG Global Convertibles UCITS, le obbligazioni convertibili hanno catturato il 95% del rendimento di azioni con il 38% in meno di volatilità, grazie alla convessità insita nell'*asset class*. Inoltre, l'attuale contesto di bassa volatilità si converte in una valutazione a sconto dell'opzione incorporata nelle convertibili. Le convertibili possono quindi aiutare gli investitori a mitigare parte del rischio azionario.

Supporto tecnico 3: Dinamiche regolamentari - interesse crescente da parte dei clienti assicurativi

Un altro fattore importante deriva dal potenziale interesse della clientela assicurativa in ottica Solvency II. Grazie all'opzione di conversione, le obbligazioni convertibili comportano un costo regolamentare molto più basso (*Solvency Capital Ratio "SCR"*) per unità di rischio rispetto all'azionario e un potenziale di rendimento simile. I nostri modelli suggeriscono che l'allocazione alle convertibili, in ottica di ottenere esposizione azionaria a lungo termine, genera un costo SCR che è circa la metà di un'allocazione analoga a titoli azionari. Più precisamente, un investimento marginale dell'1% del portafoglio in titoli azionari costa all'assicurazione media europea circa 0,50% in termini di SCR, mentre un 1% marginale di convertibili costa solo il 0,20%. Proprio per questo, l'*asset class* è molto attraente per le compagnie di assicurazione, che devono sempre più allineare le loro opzioni di *asset allocation* ad un nuovo contesto normativo in cui gli oneri di capitale sono sempre più rilevanti ed il costo di detenere titoli azionari è aumentato materialmente. Una piccola riallocazione da parte delle compagnie di assicurazioni nelle convertibili, comporterebbe un forte impulso al rialzo per le valutazioni.

Ci sono anche altri fattori che riteniamo possano contribuire a sostenere la performance delle convertibili nel 2018:

Offerta di mercato primaria: i mercati primari sono una fonte chiave di alfa per i gestori nell'*asset class*

Il QE ha soppresso il *run-rate* annuo a circa 70 miliardi di dollari negli ultimi anni, poiché il capitale è stato disponibile per le società a costi più bassi. Prevediamo che le emissioni continuino ad aumentare nel breve/medio termine, con i tassi di interesse al rialzo e le società che cercheranno di ridurre i loro costi di finanziamento. Questo potrebbe portare a dei livelli di emissioni superiori ai massimi che sono stati toccati nel 2001 (167 miliardi di dollari).

Inoltre, anche il piano di riforma fiscale USA, proposto dall'amministrazione di Trump, dovrebbe contribuire positivamente a rendere le emissioni di convertibili più attraenti rispetto ai bond tradizionali. La riforma prevede infatti di finanziare parte della riduzione delle aliquote fiscali delle società con la non-deducibilità degli interessi.

Correlazione positiva con l'M&A: l'attività di M&A è rimasta elevata rispetto ai livelli storici negli ultimi anni. Si prevede che l'attività rimarrà sostenuta anche nel 2018, supportata dalla ripresa graduale della crescita globale, da inflazione contenuta, da un mercato azionario al rialzo e da bassi tassi di interesse rispetto ai livelli storici. Secondo Deloitte ("*The State of the Deal: M&A Trends 2018*") quasi il 70% dei dirigenti delle società con sede negli USA ed il 76% dei manager in società *private equity* USA prevedono che l'M&A aumenterà nei prossimi 12 mesi, in particolare nel settore tecnologico.

Questo è un fattore molto positivo per le obbligazioni convertibili che sono in grado di offrire opzionalità sull'*upside* - essendo gli unici titoli che aumentano di valore grazie a clausole che entrano in gioco se l'emittente viene acquisito.

Questo meccanismo aumenta l'attrattività delle obbligazioni convertibili nell'attuale contesto di mercato e si è dimostrato un *driver* chiave per la nostra strategia in diverse operazioni di M&A. Attualmente le convertibili hanno una buona esposizione al settore tecnologico, che ci aspettiamo beneficerà particolarmente dal *deal-flow*.

Azionario Globale

Global Allocation Fund – Prospettive di mercato

A cura di Blackrock Global Funds

BLACKROCK

Per il 2018 ci attendiamo un miglioramento costante dell'economia globale.

Pur rimanendo convinti che una serie di cambiamenti strutturali – andamento demografico, tecnologia e livello dei salari globali – manterranno l'inflazione a livelli contenuti, prevediamo un discreto consolidamento dei prezzi negli Stati Uniti e, probabilmente, anche in Cina. Ciò dovrebbe favorire un'accelerazione del PIL nominale, che creerebbe uno scenario positivo più per le azioni che per le obbligazioni. Anche se alcuni investitori potrebbero sostenere che le valutazioni azionarie appaiano troppo elevate se analizzate a livello storico, in realtà gli utili aziendali si confermano piuttosto elevati se comparati con i rendimenti obbligazionari. Riteniamo che questa combinazione di crescita nominale più rapida e buoni profitti aziendali dovrebbe incoraggiare gli investitori a prediligere anche in futuro le azioni rispetto agli strumenti a reddito fisso.

A livello geografico, è evidente che le valutazioni dei titoli statunitensi si trovino attualmente nel quartile più elevato rispetto ai loro livelli storici. Alcuni segmenti del mercato azionario americano, come ad esempio i titoli più difensivi e "simili alle obbligazioni", sono diventati particolarmente costosi, dato che gli investitori più conservativi continuano a ricercare alternative al reddito fisso. Al contrario, i titoli non statunitensi, che negli ultimi anni hanno registrato un'espansione del multiplo *price-earnings* (P/E) di gran lunga inferiore rispetto ai titoli equivalenti negli USA, tendono a presentare valutazioni più attraenti. Le prospettive di un'espansione dei margini di profitto in Europa, i riacquisti di azioni in Giappone e la politica monetaria accomodante in entrambe le regioni costituiscono altri fattori importanti che ci spingono a privilegiare attualmente le azioni non statunitensi.

Anche a livello settoriale, confermiamo le nostre preferenze. Riteniamo che le società energetiche siano attraenti rispetto al resto del mercato. In Europa, molte grandi società petrolifere offrono rendimenti da dividendi interessanti e sostenibili, mentre negli USA alcune società di esplorazione e produzione di petrolio presentano strutture di costo molto competitive, che permettono loro di mantenersi profittevoli anche con il greggio oltre ai 50 dollari al barile. Al contempo, crediamo che i consumi di base statunitensi abbiano beneficiato in maniera esagerata dello scenario di bassi tassi d'interesse, dato che alcuni investitori hanno spostato l'attenzione verso questi titoli considerati "simili alle obbligazioni" grazie ai loro rendimenti da dividendi e ai loro modelli di business stabili. Sfortunatamente, questa tendenza prolungata ha reso il settore piuttosto costoso rispetto al resto del mercato azionario USA e vulnerabile a possibili rialzi dei tassi d'interesse.

Infine, mentre continuiamo a credere che i titoli governativi USA offrano una certa protezione da perdite nell'eventualità di un incremento della volatilità del mercato azionario rispetto al basso livello attuale, molti altri segmenti obbligazionari mostrano valutazioni sempre più contratte. Ad esempio, i titoli sovrani dei mercati sviluppati di Europa e Giappone ci sembrano poco interessanti. Allo stesso tempo, la notevole contrazione degli spread fra obbligazioni *investment grade* e non *investment grade* ha generato pochissimi vantaggi a livello di rendimenti relativi su questi titoli rispetto alle obbligazioni governative locali. A nostro avviso, invece, alcune obbligazioni dei mercati emergenti offrono quotazioni ragionevoli, anche se raccomandiamo di adottare un approccio selettivo in termini di emittenti, credito e valute.

Per concludere, riteniamo che la volatilità possa aumentare nel corso del 2018, quando le banche centrali abbandoneranno le proprie politiche monetarie accomodanti. Inoltre, a metà 2018 le banche centrali dovrebbero iniziare a ridurre i propri bilanci e ciò potrebbe esercitare una modesta pressione al rialzo sui tassi d'interesse determinando un lieve irripidimento della curva dei rendimenti. Inoltre se tutto questo sarà accompagnato da un ampliamento degli spread di credito storicamente contratti, anche la volatilità azionaria potrebbe iniziare ad aumentare.

Azionario USA

Prospettive per il mercato azionario statunitense

A cura di J.P.Morgan Asset Management

J.P.Morgan
Asset Management

Nel 2018 continueremo ad essere costruttivi sul mercato azionario statunitense e a guardare alle opportunità che ci segnalano i nostri team d'investimento. Il mercato riflette fondamentali in miglioramento in uno scenario economico positivo non solo negli Stati Uniti ma anche a livello globale.

Per il 2018 e 2019 prevediamo una crescita degli utili in un *range* fra la parte alta a singola cifra e la parte bassa a doppia cifra, con un ulteriore possibile aumento nel caso in cui si realizzasse la riforma fiscale. Vale comunque la pena di ricordare che, anche se questa non si concretizzasse, riteniamo che gli utili cresceranno a un ritmo solido. Abbiamo già affermato la nostra convinzione che gli utili delle società dell'S&P 500® avrebbero accelerato man mano che andavano riducendosi i fattori avversi rappresentati dai bassi prezzi del greggio e da un Dollaro statunitense forte.

Il momento più propizio è ormai alle spalle ma la tendenza continua ad essere positiva.

Guardando al 2018, prevediamo che la crescita maggiore degli utili provverrà dal settore energetico (+26%), finanziario (+23%) e dai consumi discrezionali (+16%). Al contrario, la crescita più debole dai titoli immobiliari e dalle *utility*.

Rimangono positivi su una crescita globale sincronizzata. Il miglioramento dei profitti, i margini in espansione ed il riacquisto di azioni stanno guidando gli utili per azione sia nei Paesi Sviluppati sia in quelli Emergenti.

Le valutazioni azionarie di un mercato statunitense che continua a segnare nuovi massimi appaiono ragionevoli sulla base dei rendimenti reali sugli utili, mentre rimangono attraenti rispetto a quelle obbligazionarie.

Stiamo monitorando i rischi di recessione molto attentamente ma ancora non vediamo alcun allarme significativo; questo ci porta a ritenere che l'attuale stadio avanzato del ciclo economico continuerà.

La crescita economica statunitense è stata relativamente lenta ma costante nel corso della fase di ripresa. Proprio questa lenta ripresa potrebbe rappresentare il ciclo economico più lungo mai visto.

Se la bassa volatilità ha creato qualche preoccupazione, la ragione potrebbe risiedere proprio nel fatto che ci troviamo nel tipico scenario di un ciclo maturo, che potrebbe durare ancora alcuni anni. In particolare non vediamo l'euforia che di solito contraddistingue le fasi alte di mercato ed i flussi continuano a favorire l'obbligazionario piuttosto che l'azionario.

I rischi sono sempre presenti, da quelli geopolitici a quelli fondamentali.

Il tema chiave però sarà il rientro dal più grande esperimento monetario della storia. Con l'inizio del ridimensionamento dei bilanci della Fed e delle altre Banche Centrali dobbiamo monitorare attentamente eventuali conseguenze non previste.

Un ambito di preoccupazione è, ovviamente, quello delle società con leva eccessiva, sebbene alcune tra quelle con la posizione peggiore nei settori dell'energia e nell'M&A della sanità abbiano già provveduto a correggere. La volatilità potrebbe aumentare con gli sviluppi della politica statunitense ma sono le previsioni sulla crescita degli utili che continuano a sostenere la nostra *view* sull'azionario.

GRAFICO 49.

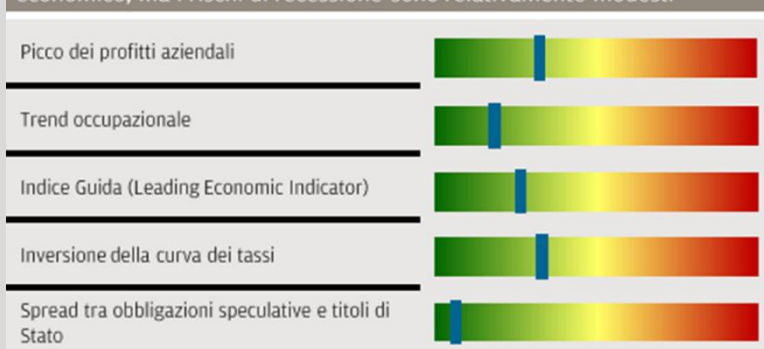
Stime sulla crescita dei profitti aziendali statunitensi (indice S&P 500)



Fonte: J.P. Morgan Asset Management. Stime al 30 novembre 2017, livello EPS indice S&P 500®, in USD. Opinioni, stime, previsioni, proiezioni e commenti sull'andamento dei mercati finanziari sono basati sulle condizioni attuali di mercato, rappresentano il giudizio di J.P. Morgan Asset Management e possono variare senza alcuna notifica. Non vi è alcuna garanzia che le previsioni si realizzino. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.

GRAFICO 50.

L'economia statunitense sta per entrare nella parte matura del ciclo economico, ma i rischi di recessione sono relativamente modesti



Fonte: Bloomberg, US National Bureau of Economic Research, Federal Reserve Economic Data, Conference Board, Ned Davis Research, MKM Partners, Deutsche Bank. Dati al 30 novembre 2017. Le opinioni ivi contenute rappresentano, se non altrimenti specificato, il giudizio di J.P. Morgan Asset Management alla data del presente documento, non costituiscono raccomandazioni di investimento e possono cambiare senza preavviso.

Azionario Europa

Prolungamento del ciclo di mercato; la selettività è fondamentale

A cura di Fidelity International



Nel breve periodo l'outlook per l'Europa appare positivo.

Le economie del Vecchio Continente sono in fase di rimbalzo, nonostante il ciclo economico globale prolungato e la presenza di aree di attenzione. Pur non essendo a sconto, le azioni europee presentano valutazioni interessanti rispetto alle controparti. Oggi più che mai, la selettività è fondamentale.

Quali sono, secondo lei, le prospettive di investimento del mercato azionario europeo nel 2018?

I dati macroeconomici sono positivi in Europa, con una crescita del PIL robusta nella periferia e nei Paesi principali. La fiducia sia a livello di consumatori sia di imprese è elevata e gli indicatori anticipatori hanno raggiunto livelli elevati (grafico 51). Tutto ciò si è riflesso sui dati societari, dove gli utili e i rendimenti delle società europee hanno iniziato a recuperare terreno sulle controparti statunitensi. È importante tuttavia ricordare che non siamo più all'inizio del ciclo ed i margini europei (fatta eccezione per le società di materie prime) sono di nuovo sui massimi.

Questa accelerazione economica ha alimentato la propensione al rischio, con gli investitori che pagano sempre di più per il rischio. È un discorso che vale sia per i titoli azionari sia per quelli creditizi, dove gran parte delle imprese europee che emettono debito *high yield* può ottenere finanziamenti a costi inferiori rispetto al governo USA (grafico 52).

Di conseguenza, pur essendo ottimista rispetto al contesto economico generale dell'Europa nel 2018, sono più cauto sulle prospettive di *sovraperformance* di diverse società maggiormente sensibili all'andamento del mercato. Gli indicatori anticipatori sono ai massimi dal 2007. Le aspettative sono molto alte e persino un rallentamento di metà ciclo degli indicatori anticipatori tenderebbe a orientare gli investitori verso le società più difensive. Anche se non siamo ancora a questo punto, le tempistiche di un'eventuale inflessione del mercato rappresentano un'importante incognita per il 2018.



MATT SIDDLER è gestore di portafoglio presso Fidelity International. Ha iniziato a lavorare in Fidelity nel 1999 in veste di analista della ricerca specializzato in diversi settori industriali, per poi essere promosso assistente gestore di portafoglio. È diventato gestore di portafoglio a gennaio 2007 occupandosi inizialmente di fondi azionari britannici, per poi rientrare nel team azionario europeo nel 2009. Ha conseguito una laurea magistrale (con lode) in Economia all'Università di Cambridge ed è in possesso dell'abilitazione CFA.

GRAFICO 51:

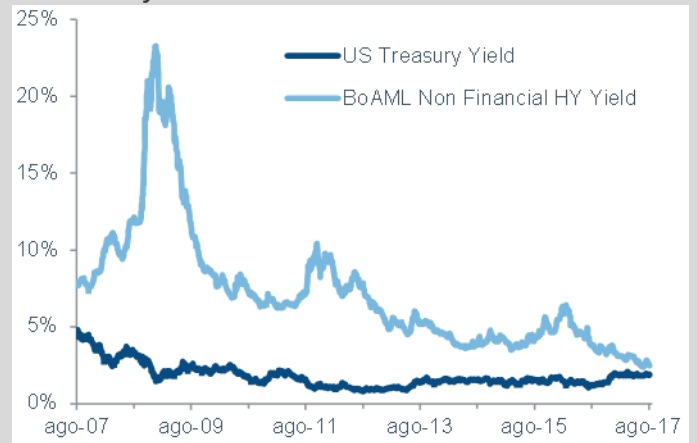
Produzione manifatturiera dell'Eurozona in salute



Fonte: Markit, Datastream, novembre 2017

GRAFICO 52:

I rendimenti dell'HY europeo si avvicinano ai rendimenti dei Treasury USA



Fonte: BAML Global Research, Datastream, agosto 2017

Secondo lei, cosa potrebbe prendere alla sprovvista gli investitori il prossimo anno?

Dato il livello di propensione al rischio dei mercati, un rallentamento economico sarebbe l'evento più inatteso dagli investitori che invece confidano nel fatto che questa ipotesi non si verifichi. Pur non prevedendo certamente una recessione e nonostante il ritorno delle sorprese economiche positive, negli USA e in Cina emergono segnali di contrazione e rallentamento, e non si può neppure escludere completamente la possibilità di una decelerazione più generale.

Nonostante le sorprese di dati forti negli USA, l'ampiezza della crescita delle attività fra i diversi stati è in calo, la crescita del credito è in rallentamento e anche i mercati dell'edilizia e delle auto stanno perdendo vigore.

La Cina registra un rallentamento della crescita del credito che si ripercuote sui mercati immobiliari, dove si rileva un trend più lento in termini di crescita dei prezzi, transazioni e aumento dei livelli delle scorte (grafico 53).

D'altra parte, con gli indicatori anticipatori di nuovo in risalita, le azioni europee appaiono convenienti rispetto ad altre *asset class* ed il *sentiment* risulta molto positivo.

Forse ciò che più sorprende è proprio il fatto che le indagini degli investitori indichino questo scenario a rischio bolla come il meno sorprendente nell'elenco degli eventi possibili (grafico 54). Ciò dimostra quanto sia cambiato il livello di fiducia degli investitori negli ultimi cinque anni.

GRAFICO 53:

Investimenti immobiliari della Cina in rallentamento da una base elevata

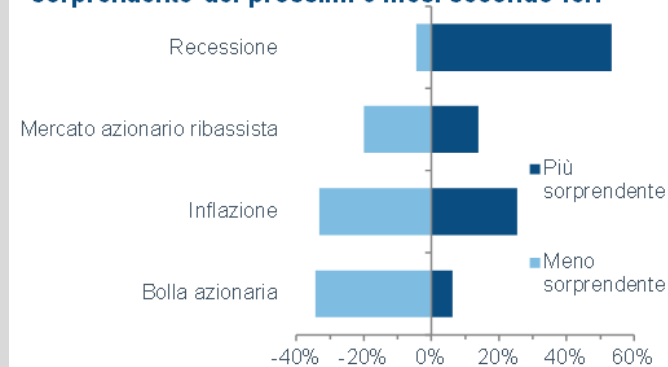


Fonte: CEIC, stime UBS, ottobre 2017

GRAFICO 54:

Investitori poco sorpresi da uno scenario a rischio bolla

D: Quale potrebbe essere l'evento più/meno sorprendente dei prossimi 6 mesi secondo lei?



Fonte: Global Fund Manager Survey di BofA Merrill Lynch, novembre 2017

Come pensa di catturare le opportunità migliori e di aggiungere valore per gli investitori?

Seguo la selezione dei titoli, piuttosto che farmi guidare da qualsiasi *outlook* generale. La distribuzione delle opportunità tra difensivi e ciclici ha determinato la mia esposizione, che risulta pressoché neutrale.

Tra i ciclici, penso che il miglior rapporto rischio/rendimento sia offerto dalle aziende di servizi professionali e *software* con flussi di cassa meno volatili e un ottimo potenziale di crescita a lungo termine, indipendentemente dall'accelerazione macroeconomica.

Per quanto riguarda i settori difensivi, detengo una posizione di sovrappeso nel comparto della sanità dove è prevista, a causa dei prezzi, una potenziale penalizzazione che si riflette già nelle valutazioni, anche per i titoli che non sono dipendenti dalla vendita farmaceutica. Sono in sottopeso sui beni di consumo di base, dove il rallentamento di alcuni titoli più costosi è ignorato a causa dell'entusiasmo per il taglio dei costi a breve termine.

L'ottima *performance* delle società più rischiose e di minor qualità le ha rese sempre più costose rispetto alle valutazioni storiche, dal momento che gli investitori ricercano utili in rialzo a breve termine.

Continuo come sempre a preferire le società di qualità elevata.

Fortunatamente riesco a trovare nuove idee senza pagare multipli P/E maggiori, con le società di qualità elevata, la cui generazione di cassa è elevata, rendendo il portafoglio del fondo a sconto di oltre il 10% rispetto al mercato dal punto di vista dei flussi di cassa disponibili previsti. Ritengo che il mio approccio sia ben orientato a generare rendimenti solidi nel lungo termine, riducendo allo stesso tempo il rischio di ribasso.

Small Caps

Le Piccole e Medie Imprese a un passo dal 2018

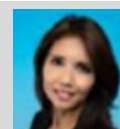
A cura di Amundi



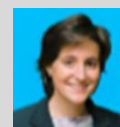
Quali sono le vostre attese per le piccole e medie imprese (PMI) europee nel 2018?

CG/CM: L'ultima fase della ripresa si sta estendendo a tutti i paesi dell'area europea e a tutte le componenti del loro PIL. Grazie al sostegno fornito dalla politica monetaria accomodante e dalle condizioni di credito favorevoli si prevede che la fase di crescita possa continuare nel 2018, sorretta anche dalla domanda interna più forte. Anche gli apprezzabili progressi in termini di riforme, sia a livello europeo che di singolo paese, contribuiscono positivamente al quadro generale. Sebbene persistano alcuni rischi locali, la stabilità politica è migliorata e si è ridotta l'incertezza legata all'architettura europea nel suo complesso.

Questo contesto di crescita economica, politica monetaria ancora accomodante e bassa inflazione dovrebbe continuare a favorire i mercati azionari e più in particolare le piccole e medie imprese, che per natura sono maggiormente sensibili al ciclo economico. Pertanto manteniamo una *view* positiva sulle azioni delle *small* e *mid cap* europee per il 2018, seppur con una certa cautela poiché abbiamo già alle spalle un periodo di forte *overperformance* di questa *asset class* (Grafico 55).



Caroline GAUTHIER
Co-Head of
European
Small and Mid-Cap
Equity

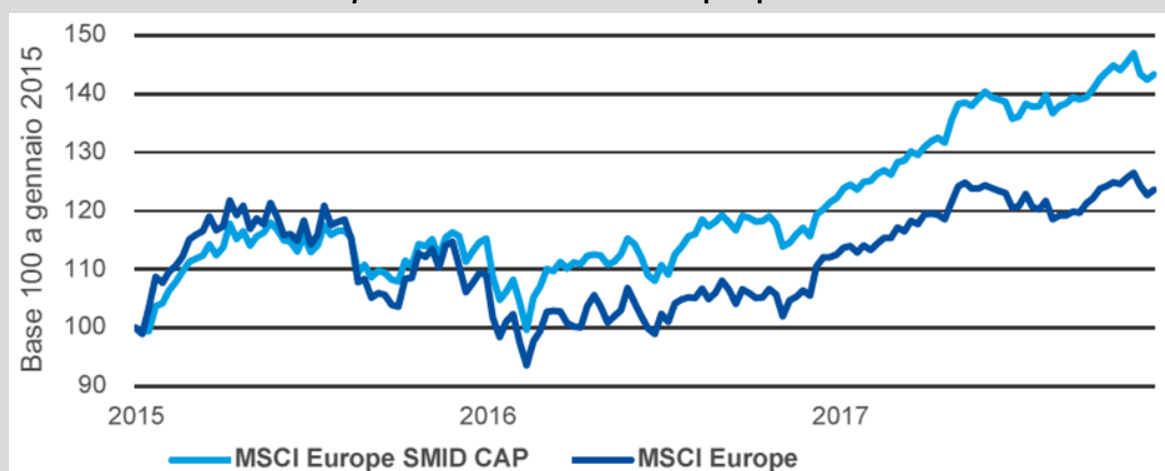


Cristina MATTI
Co-Head of
European Small and
Mid-Cap Equity



Marco PIRONDINI
Head of Equities, US

Grafico 55: La recente *overperformance* delle PMI europee potrebbe continuare nel 2018



Fonte: Bloomberg, Amundi. Dati al 28 Novembre 2017.

Quali sono i principali rischi e opportunità non ancora prezzati dal mercato per il 2018?

CG/CM: Il contesto economico favorevole e il ritorno della fiducia degli investitori, alimentata dai minori rischi geopolitici in Europa, a nostro parere potrebbero creare terreno fertile per fusioni e acquisizioni (M&A). Questa potrà essere una leva importante per l'universo delle PMI. Le imprese sono ricche di liquidità e le operazioni di M&A potrebbero anche accelerare in vista di un aumento dei tassi, creando interessanti opportunità di *stock-picking*.

In termini di rischio, le variazioni temporanee nel *sentiment* del mercato a seguito di eventi geopolitici o un possibile aumento della percezione del rischio di credito potrebbero portare ad un aumento della volatilità dagli attuali livelli con conseguenze sul rischio di liquidità, in particolare per le *small cap*.

Le valutazioni delle PMI europee sono meno attraenti del recente passato, ma l'asset class è ancora favorita dal contesto economico, dalla elevata esposizione alle dinamiche locali e dal possibile aumento delle operazioni di M&A.

Come dovrebbe cambiare l'approccio agli investimenti nel 2018 e perché?

CG/CM: Gli investitori alla ricerca di opportunità di investimento nelle PMI dovrebbero, secondo noi, favorire un selettivo approccio *bottom-up*. Questo approccio è particolarmente importante, e lo sarà anche di più nel 2018, poiché questa *asset class* è tipicamente soggetta ad una forte dispersione dei rendimenti tra i singoli nomi, specialmente se ci si aspetta una ripresa delle operazioni di M&A.

Infatti, data la recente importante performance dell'*asset class*, le valutazioni non sembrano più particolarmente favorevoli, anche se sono ancora ragionevoli. Sia il rapporto Prezzo/Utili (PE) che il Prezzo/Capitale Netto (PB) sono più elevati dei corrispettivi valori per le imprese *large cap*. Rileviamo però che queste differenze sono giustificate da una maggiore crescita degli utili, che continueranno ad essere una variabile fondamentale per un ulteriore futuro apprezzamento di questi titoli.

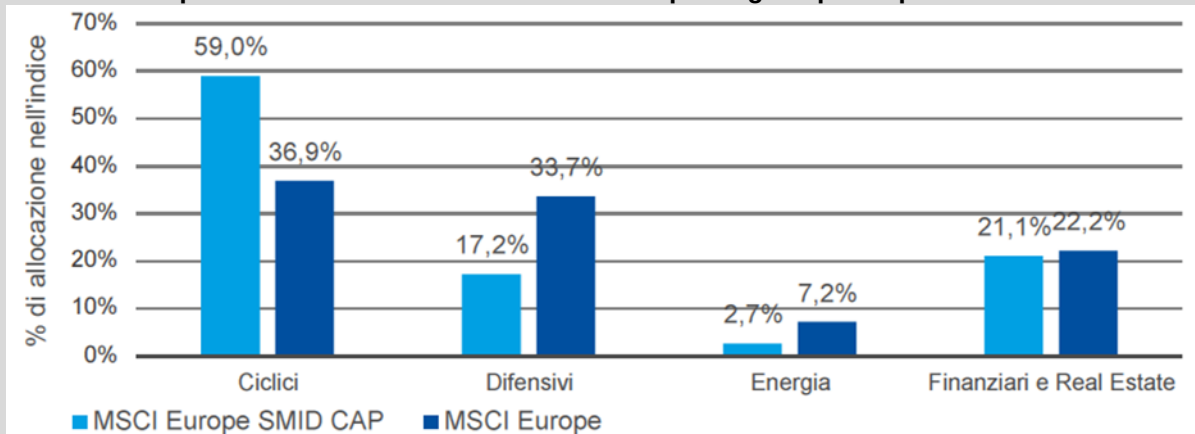
La capacità di selezionare titoli in grado di offrire crescita degli utili sarà sempre più determinante. In quest'ottica gli investitori dovrebbero favorire i "vincitori strutturali", che hanno il potenziale per continuare a crescere e acquisire quote di mercato rispetto ai loro concorrenti grazie ai loro prodotti, alla loro tecnologia o alla loro leadership strategica.

Nel complesso restiamo costruttivi riguardo al segmento delle azioni *small e mid cap*. Grazie alla loro più elevata esposizione locale, rispetto alle aziende a grande capitalizzazione, pensiamo che possano trarre maggiori benefici dalla ripresa domestica. Anche la loro maggiore esposizione ai settori ciclici potrebbe fornire ulteriore supporto all'*asset class* (Grafico 56).

Il premio nelle valutazioni riconosciuto dal mercato alle *small cap* rispetto alle *large cap* è ancora giustificato, secondo noi, dalla maggiore crescita, dalla capacità di individuare nicchie di mercato con dinamiche più favorevoli, dalla loro struttura più flessibile e infine dalla capacità di reagire più rapidamente quando emergono nuove sfide e opportunità.

Gli investitori dovrebbero favorire i "vincitori strutturali", che hanno il potenziale per crescere e acquisire quote di mercato grazie ai loro prodotti, alla loro tecnologia o alla loro leadership strategica.

Grafico 56: Ripartizione settoriale delle small/mid-cap e large-cap europee



Fonte: Datastream, Amundi Research. Dati al 28 Novembre 2017. Ciclici = Materie prime + Industriali + Beni durevoli + IT; Difensivi = Beni primari + Farmaceutico + Telecomunicazioni + Servizi.

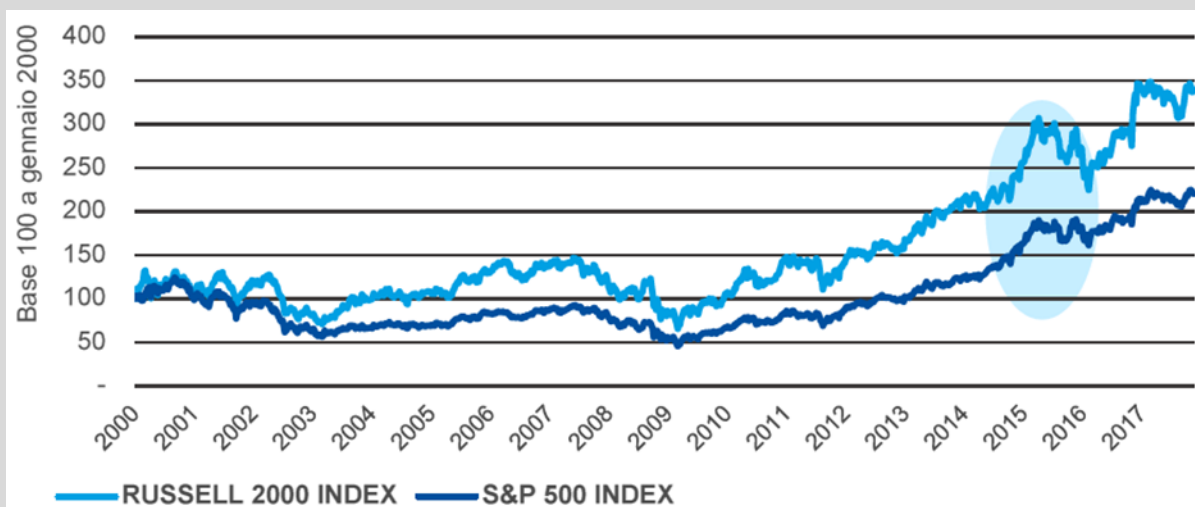
Passando agli Stati Uniti, quali sono le vostre attese per le imprese small e mid-cap?

MP: Sebbene la potenziale riforma fiscale sia favorevole per queste imprese maggiormente orientate al mercato domestico, bisogna osservare che negli USA le piccole e anche alcune delle medie imprese sono estremamente care. Hanno visto una fase estremamente favorevole tra il 2000 e il 2014, dopo la pesante *sottoperformance* di fine anni '90 e valutazioni che erano estremamente competitive rispetto alle *large cap*.

Dal 2015 hanno cominciato ad essere volatili rispetto alle grandi imprese e in generale hanno perso un po' di terreno. Crediamo che questa fase di volatilità e *sottoperformance* possa perdurare nei prossimi anni. Da un lato, beneficeranno delle politiche che favoriscono il mercato domestico americano (come la riforma fiscale), dall'altro le valutazioni molto più care rispetto a quelle delle grandi imprese (il rapporto Prezzo/Utili dell'indice Russell 2000 è a 49x contro il 22x dell'indice S&P500) le pone in posizione di sfavore nel lungo termine. Pertanto dubitiamo che i prossimi 15 anni possano essere tanto favorevoli quanto gli ultimi 15.

Siamo cauti sulle PMI americane: potrebbero essere favorite dalla potenziale riforma fiscale, ma le valutazioni sono molto care e c'è poco spazio perché possano battere le large cap.

Grafico 57: C'è poco spazio perché le PMI americane possano battere le *large cap*



Fonte: Bloomberg, Amundi. Dati al 28 Novembre 2017.



Azionario Italia

Luigi Degrada

Responsabile Fondi Italiani Area Prodotti Gestiti di Fideuram Investimenti SGR

Il mercato azionario italiano ha vissuto un anno particolarmente positivo, caratterizzato da bassa volatilità e da *performance* superiori a quelle dei principali mercati europei, invertendo il *trend* sperimentato nel periodo precedente.

A sostenere la crescita del mercato ha contribuito la situazione macroeconomica da un lato, con un quadro di crescita migliore delle attese, e dall'altro una elevata liquidità, grazie anche all'introduzione di incentivi fiscali per particolari tipi di investimento (PIR). L'introduzione dei Piani Individuali di Risparmio a partire dal 2017 ha determinato un forte interesse per il comparto delle medie e piccole capitalizzazioni in quanto principale beneficiario dei nuovi strumenti di risparmio. **Sulla spinta della raccolta si è avuto un forte incremento delle nuove quotazioni sul mercato**, sia sul segmento principale che sull'Aim, dove si sono affacciate tante minori realtà industriali. Nel complesso l'indice delle medie capitalizzazioni ha sovraperformato quello delle grandi capitalizzazioni, e si è assistito anche ad un forte incremento della liquidità su molte capitalizzazioni minori.

Un tema forte che ha caratterizzato tutto il 2017 è stata la stabilizzazione del sistema finanziario italiano e la gestione dell'elevato stock di *Non Performing Loans* (Npl). L'anno è iniziato con la procedura di *burden sharing* sulla Banca Monte dei Paschi, con intervento di salvataggio dello stato e coinvolgimento degli obbligazionisti subordinati, seguito dal mega aumento di capitale di Unicredit con la cessione di una quota importante di Npl, e per finire prima dell'estate con l'acquisizione della Banca Popolare di Vicenza e di Veneto Banca da parte di Intesa Sanpaolo ad un prezzo simbolico onde evitarne il fallimento.

Queste operazioni hanno messo in sicurezza il sistema bancario italiano, anche se non sono mancate ulteriori tensioni a causa del severo orientamento da parte della vigilanza bancaria sui livelli 'teorici' di sofferenze da avere in portafoglio. In questo contesto particolarmente difficile, tuttavia, **il settore è riuscito a realizzare buone performance anche se accompagnate da una significativa volatilità**.

Particolarmente positivi sono stati anche tutti i titoli dei comparti più ciclici con forte esposizione all'*export* che hanno continuato a beneficiare della ripresa macroeconomica globale e le *utilities*, soprattutto le regolamentate, ancora considerate sostitutive dei bond ma più attraenti in termini di rendimento.

GRAFICO 58.

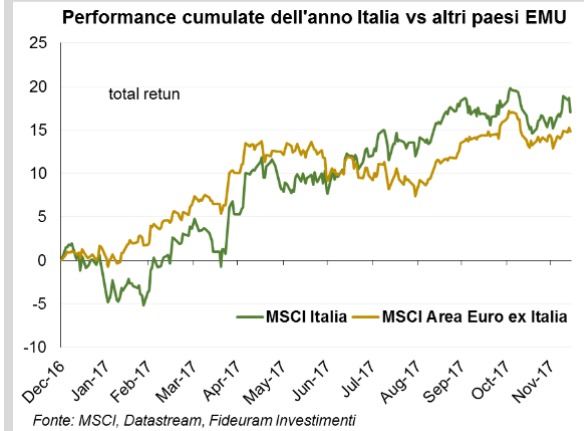


GRAFICO 59.

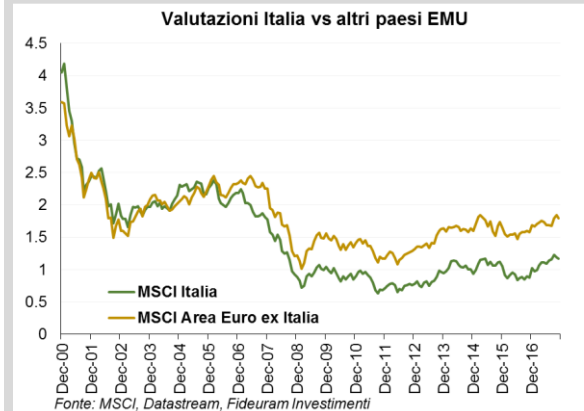
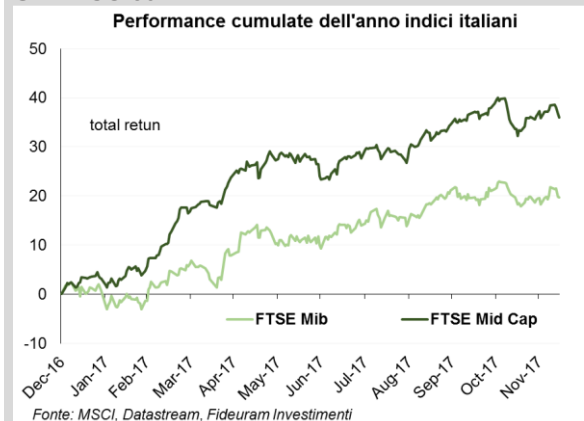


GRAFICO 60.



In termini prospettici, **la crescita economica dell'Italia che si è avuta nel 2017 dovrebbe consolidarsi nel prossimo futuro** grazie al recupero dei consumi e degli investimenti produttivi favoriti anche da incentivi fiscali.

Il mercato italiano, nonostante la performance, continua a presentare valutazioni a sconto su alcuni settori (quello finanziario ad esempio), rispetto ai principali mercati europei ed internazionali. Se da un lato il miglioramento macroeconomico e la forte liquidità nel sistema forniscono spunti di supporto, dall'altro l'appuntamento elettorale potrebbe portare volatilità sul mercato.

In un quadro di stabilità il settore bancario e quello assicurativo dovrebbero beneficiare del, seppur graduale, processo di normalizzazione delle politiche monetarie della Banca Centrale Europea e dell'effetto benefico sui bilanci del miglioramento del quadro macroeconomico.

Attenzione particolare dovrà essere riservata anche al settore petrolifero se dovesse essere confermato il rialzo dei prezzi del greggio a cui si è assistito nell'ultima parte del 2017; tali livelli comportano infatti il ritorno di buoni flussi di cassa per i maggiori operatori sul mercato e un ritorno degli investimenti in nuova produzione che sarebbe di gran beneficio per i fornitori di infrastrutture e servizi petroliferi.

Il 2018 dovrebbe inoltre vedere ancora molte nuove società affacciarsi sul mercato italiano grazie all'interesse degli investitori per titoli di piccola e media capitalizzazione da inserire nei fondi Pir e non solo. Oltre a questo incentivo, le migliorate condizioni macroeconomiche italiane ed europee stanno spingendo sempre più società a chiedere capitali sul mercato per potersi espandere e crescere.

Azionario Giappone

A cura di Invesco



Il Giappone è stato uno dei migliori mercati azionari dal 2013, con l'indice TOPIX Price che ha raggiunto nel 2017 il livello più alto degli ultimi 26 anni⁽¹⁾. L'ottima *performance* è stata supportata interamente da una ripresa degli utili sostenuta. Ciò è in forte contrasto con quanto accaduto agli altri indici azionari dei paesi sviluppati, la cui performance è stata guidata principalmente dall'espansione degli utili.

Le crescita degli utili e la conseguente *sovrapformance* sono state spinte non solo da fattori macro (in particolare la stabilizzazione dello Yen), ma anche dagli sforzi di ristrutturazione intrapresi durante i due "decenni perduti" e dal vantaggio competitivo specifico delle imprese giapponesi. Guardando al 2018, vorremmo sottolineare i quattro cambiamenti strutturali chiave che crediamo porteranno a una crescita sostenuta in Giappone.

1. L'economia giapponese è in ripresa.

In risposta all'Abeonomics, il PIL nominale giapponese ha infine toccato il picco, raggiungendo il massimo storico nel 2016 e superando finalmente il picco precedente segnato nel 1997, e ha poi accelerato il tasso di crescita nel 2017. Inoltre, il tasso di crescita del PIL pro-capite è ritornato su livelli competitivi all'interno della cerchia dei paesi sviluppati⁽²⁾.

⁽¹⁾ Fonte: Bloomberg, dati al 15 novembre 2017.

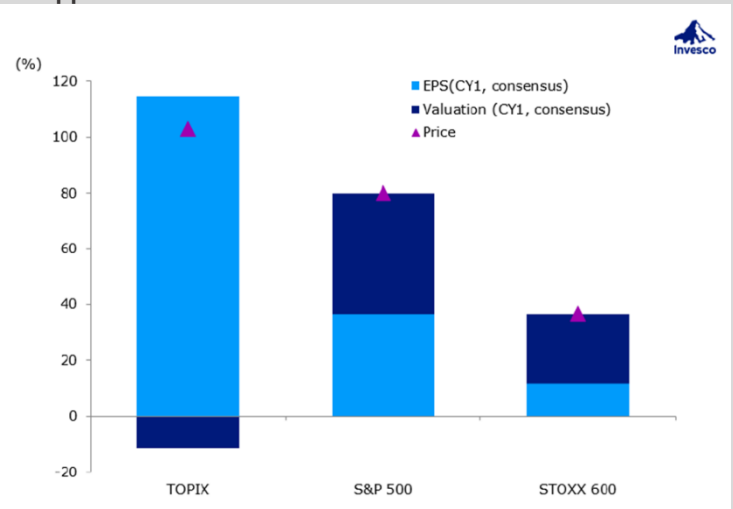
⁽²⁾ Fonte: Cabinet Office, Government of Japan. Dati al 15 novembre 2017.

2. La fine della deflazione dovrebbe spingere la spesa in conto capitale da parte delle imprese giapponesi ricche di liquidità.

Per far fronte alla debole domanda interna, le imprese giapponesi hanno tagliato stipendi e spese in conto capitale, hanno ridotto la capacità in eccesso e hanno accumulato liquidità nei bilanci. Ciò è stato alla base del circolo vizioso deflattivo negli ultimi due decenni. Ma ora non vale più il detto "*cash is king*" — le condizione tese del mercato del lavoro (parzialmente dovute all'invecchiamento della popolazione), accoppiate ad una crescita economica sana, stanno creando pressioni reflazionistiche sui prezzi e sui salari.

Inoltre, la mancanza di investimenti ha creato carenze di capacità produttiva. Crediamo che sia stato raggiunto il punto di svolta — le imprese giapponesi non hanno ora più bisogno di accumulare liquidità, hanno anzi bisogno di impiegarla in innovazione per risolvere i problemi di limitata capacità produttiva e limitata forza lavoro e per aumentare i propri utili.

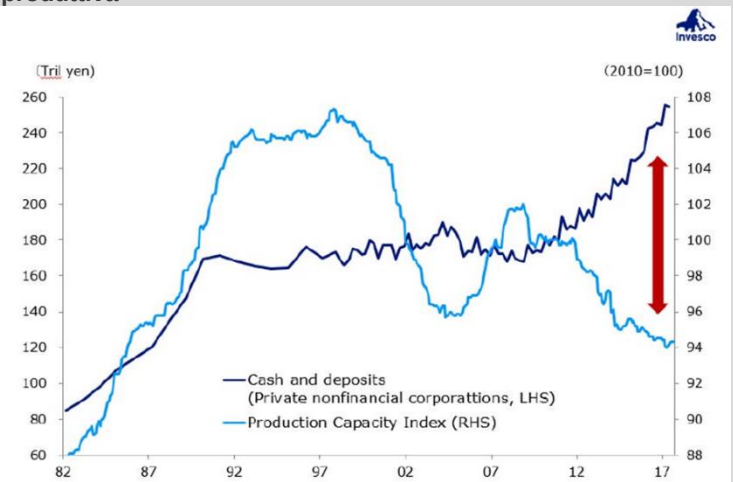
GRAFICO 61: Scomposizione della performance dei mercati sviluppati in valuta locale



Dal 30/12/2012 al 15/11/2017. Crescita degli utili per azione basata sul consensus.

Fonte: Goldman Sachs, IBES, Factset.

GRAFICO 62: Liquidità accumulata rispetto alla capacità produttiva



Fonte: SMBC Nikko Securities, Banca del Giappone, Ministero dell'Economia, del Commercio e dell'Industria. Liquidità e depositi a giugno 2017 e Indice di Capacità Produttiva a settembre 2017.

3. L'attuale scarsità di lavoro sta stimolando l'innovazione e la produttività da lavoro.

Il Giappone sta veramente fronteggiando una scarsità pronunciata di forza lavoro. Il rapporto “*job-toapplicant*” ha raggiunto l'1.52*, pareggiando il livello raggiunto durante il boom economico degli anni 70 del secolo scorso. Il tasso di disoccupazione è sceso sotto il 3%, il livello più basso degli ultimi due decenni **.

Questa situazione per le aziende giapponesi è stata una spinta verso l'innovazione e lo sviluppo dell'automazione trasversalmente in tutti i settori. Le imprese giapponesi hanno fatto segnare passi avanti nei sistemi di robotica e automazione, che vengono ora utilizzati nei più diversi campi, dalle fabbriche ai centri logistici, agli aeroporti. Il governo ha inoltre bisogno di incoraggiare l'innovazione per incrementare la produttività e per aumentare il futuro tasso di crescita del prodotto interno lordo (PIL). Da parte sua l'Abeomics ha preso le misure necessarie per ridurre la scarsità di forza lavoro. Per esempio, si sono visti progressi graduali nell'apertura del mercato del lavoro agli stranieri, compresa l'introduzione di visti permanenti per i lavoratori qualificati e l'estensione del periodo di visto per i tirocinanti da tre a cinque anni. La prossima importante mossa sarà la riforma del mercato del lavoro, nella quale comparirà l'adozione della parità di salario (che restringerà il grande divario di stipendio tra i lavoratori full-time e quelli part-time) e una riduzione delle restrizioni per il licenziamento. Vediamo buone probabilità per l'introduzione di questa importante riforma, ora che la vittoria elettorale schiacciante di ottobre ha dato al primo ministro Shinzo Abe il tempo e il mandato per spingerla ulteriormente.

*Al 30 settembre 2017. Ministero della Salute, del Lavoro e Welfare

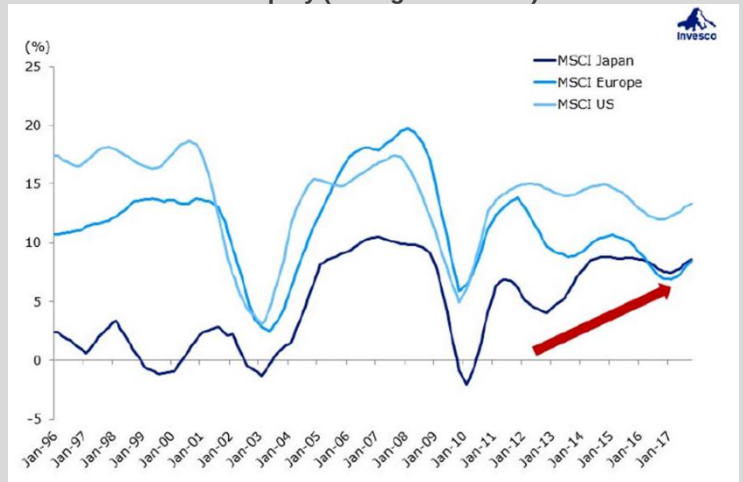
** Al 30 settembre 2017. Ministero dell'Interno e delle Comunicazioni.

4. La riforma di “corporate governance” sta progredendo.

Anche la “*corporate governance*” è stata materia di trasformazione sotto l'Abeomics. Dal 2013 una serie di riforme, tra cui l'introduzione dello “*Stewardship Code*” e del “*Corporate Governance Code*”, hanno prodotto un circolo virtuoso di miglioramento nei sistemi di governo delle imprese e di incremento di ritorno per gli azionisti. Sotto la pressione del governo, i proprietari e i gestori di patrimoni hanno stabilito regole più severe per le votazioni, come la fissazione di tassi minimi di ritorno sul capitale, e si sono impegnati più proattivamente nel dialogo con il management delle società. Sotto la pressione degli investitori e anche dei propri pari, i dirigenti aziendali sono stati spinti a migliorare la profittabilità e l'efficienza del capitale.

Stanno prendendo piede, gradualmente ma in modo costante in Giappone, cambiamenti strutturali che possono portare ad una crescita sostenuta. Si sta finalmente ponendo fine al periodo di deflazione, stanno aparendo i germogli della spesa delle imprese e dei consumatori, e la “*corporate governance*” sta prendendo forma. D'altra parte questi cambiamenti strutturali aprono sia a rischi sia ad opportunità per le aziende giapponesi. Dal punto di vista di un investitore del mercato azionario giapponese, questi cambiamenti portano un considerevole vantaggio per i gestori attivi che sanno leggere l'evoluzione di queste trasformazioni e il loro impatto sulle diverse società e, cosa ancora più importante, sanno individuare quali vertici societari sono effettivamente in grado di prendere vantaggio da questi profondi cambiamenti.

GRAFICO 63: Confronto tra Giappone, Europa e US in termini di Return on Equity (rolling 12 months)



Fonte: Bloomberg, MSCI. Al 31 ottobre 2017.



Azionario Mercati Emergenti

Giovanni Da Ros

Responsabile Asia & Emerging Markets Equities di Fideuram Asset Management Ireland

Il 2017 è stato un anno particolarmente positivo per i mercati azionari emergenti, con un rendimento in Euro intorno al 15% ad oggi. Nonostante la buona performance degli ultimi due anni, manteniamo un atteggiamento favorevole all'investimento nell'*asset class* in ragione delle prospettive di crescita economica ancora positive, della ridotta necessità di finanziamento tramite canale estero (grazie al generale miglioramento delle bilance commerciali) e per le valutazioni ancora ragionevoli.

Tuttavia, riteniamo che esistano dei temi da valutare attentamente, il cui impatto potrebbe rivelarsi significativo nel guidare la *performance* dei singoli mercati e settori nel 2018.

In particolare, l'elevato contributo alla *performance* di mercato di pochi titoli appartenenti al settore della tecnologia è sicuramente stata una peculiarità del 2017. Infatti, oltre un terzo della performance da inizio anno può essere attribuita direttamente o indirettamente a sole quattro società (Tencent, Samsung Electronics, Alibaba and TSMC) che nel complesso rappresentano ora il 18% circa dell'indice MSCI *Emerging Markets*.

Sebbene da un punto di vista operativo, queste società non presentino ancora alcun segnale di debolezza e mantengano una posizione dominante nel settore di appartenenza, le loro valutazioni incorporano già l'elevato ottimismo degli investitori, il che le rende vulnerabili ad un eventuale rallentamento nelle aspettative di crescita degli utili.

Pensiamo sia opportuno adottare un approccio cauto nei confronti di questo segmento di mercato anche perché riteniamo esistano altre opportunità, attualmente trascurate dagli investitori, con un profilo rischio-rendimento interessante. La nostra cautela è volta anche a cercare una maggiore diversificazione per il fondo visto che il peso del settore I.T. ha raggiunto ormai il 30% nel *benchmark* di riferimento. Aspettiamo invece segnali di debolezza dal punto di vista operativo prima di ridurre significativamente l'esposizione al settore.

Tale "concentrazione" della *performance* si è anche riflessa nella *performance* dei rispettivi paesi di appartenenza, infatti Cina e Corea del Sud spiegano quasi due terzi della *performance* dei mercati emergenti da inizio anno.

In prospettiva vediamo migliori opportunità in altre aree geografiche che si trovano in una fase meno matura del ciclo economico e dove le valutazioni sono più attraenti.

Ad esempio, valutiamo favorevolmente l'investimento nel settore immobiliare Indonesiano dove la costante crescita del reddito disponibile delle famiglie, unitamente alla riduzione dei tassi sui mutui, dovrebbero portare ad un recupero delle transazioni immobiliari dopo diversi anni di debolezza.

Il *Middle East* (Qatar ed Emirati Arabi) sono invece un'area che dovrebbe beneficiare dal recupero del prezzo del petrolio a supporto dei primi segnali di stabilizzazione delle economie locali. Le interessanti valutazioni di questi mercati, l'elevata distribuzione di dividendi unitamente alle buone prospettive di crescita nel medio periodo, rendono interessanti il settore bancario e immobiliare.

GRAFICO 64.

Source: MSCI, Ibes, Datastream, Fideuram Investimenti

IT sector weight in MSCI EM index

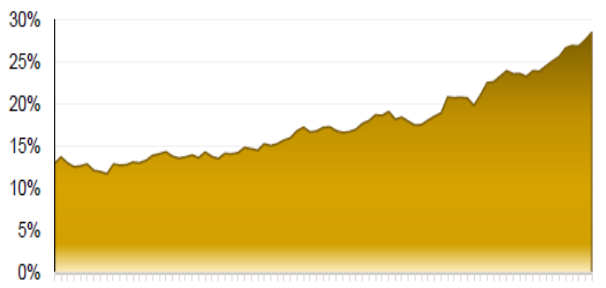
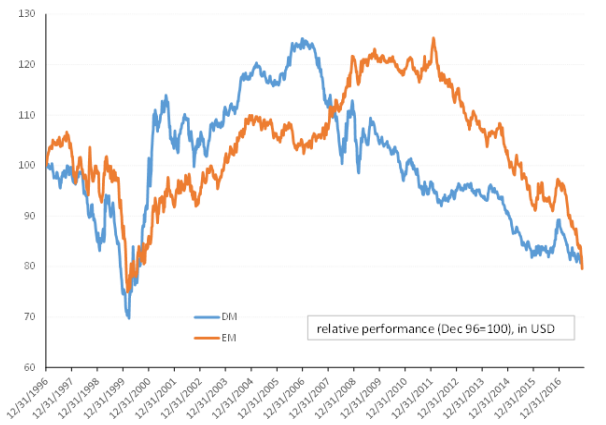


GRAFICO 65.

MSCI Developed and Emerging: Value vs Growth



Un'economia dalle prospettive più incerte è invece il Sud Africa. Nonostante le incertezze politiche ed il difficile clima economico degli ultimi anni, ci potremmo avvicinare ad una fase di svolta. Proprio nei prossimi giorni, le elezioni di un nuovo *leader* dell'ANC ben visto dal mercato, potrebbe lasciare spazio ad una politica monetaria più accomodante da parte della banca centrale. Sviluppi macroeconomici a parte, riteniamo che il mercato stia sottostimando il forte posizionamento competitivo di diverse società sudafricane e la loro capacità di capitalizzare elevati ritorni sul capitale nel medio periodo.

Per quanto riguarda la Cina, siamo incoraggiati dal significativo rallentamento nella crescita delle attività di “*shadow banking*” che finora non ha portato a grossi impatti nell'economia reale.

Questo rallentamento è uno di fattori alla base del recente rialzo nei tassi di interesse di mercato in Cina (in particolare il tasso governativo decennale ed i rendimenti nel mercato *corporate bond*) che probabilmente contribuirà ad un rallentamento della crescita cinese nei prossimi trimestri. E' importante sottolineare comunque come fino ad oggi il governo sia riuscito a sostituire la crescita del canale “*shadow*” con la forte crescita dei più tradizionali mutui immobiliari, mantenendo le condizioni monetarie tutto sommato stabili. Per questo motivo è importante per il governo evitare un brusco rallentamento nella crescita dei mutui ed in primis del mercato immobiliare. Anche se ad oggi non riteniamo tale scenario probabile sono proprio queste le variabili che potrebbero cambiare significativamente le nostre aspettative ed il nostro posizionamento nell'area e che quindi osserviamo con maggiore attenzione.

Vogliamo infine sottolineare come i mercati emergenti nel breve periodo rimangano sensibili al generale andamento dei mercati azionari mondiali. Considerato l'aumento del peso dei titoli tecnologici (maggiormente legati alla crescita della domanda mondiale e altamente sensibili alla performance del Nasdaq) nell'indice *MSCI Emerging Market*, suggeriamo una maggiore selettività all'interno dell'*asset class* emergente (tra paesi e settori), al fine di ottenere una maggiore diversificazione di portafoglio.

Commodities

A cura di Goldman Sachs Asset Management



L'attuale ripresa economica globale guidata dagli Stati Uniti può essere considerata "Migliore, Più forte e Più veloce" rispetto a qualsiasi altro momento nell'attuale ciclo economico.

Migliore, poiché è notevolmente cresciuta l'ampiezza in termini di partecipazione e contribuzione da parte delle economie a livello internazionale, con un pieno slancio economico sia dal punto di vista della produzione e della manifattura, sia da quello dei servizi con un evidente beneficio anche per le famiglie. **Più forte**, perché il 94% dei Paesi ha generato una crescita positiva nel corso dell'ultimo anno, e **più veloce**, considerando che il 61% dei Paesi ha inoltre registrato un'accelerazione del proprio tasso di crescita (toccando i valori più alti mai segnati, rispettivamente, dal 2007 e 2010).

Sulla scia di tale ripresa economica globale, nel corso del 2017 tutti i mercati delle materie prime hanno probabilmente vissuto il miglior contesto in termini di domanda in oltre un decennio, e considerando che all'avvicinarsi del 2018 stiamo assistendo ad un proseguimento di questa fase di espansione, crediamo che tale effetto positivo sia destinato a perdurare. Tuttavia, nel corso di quest'anno abbiamo assistito ad andamenti sostanzialmente differenziati all'interno dell'ampio mercato delle materie prime: i prezzi dei metalli sono saliti, mentre quelli dell'energia e delle materie agricole sono in qualche misura calati o rimasti invariati. Mentre nel lungo termine la domanda globale e le forze di approvvigionamento rivestono un ruolo di primaria importanza per l'andamento dei prezzi delle materie prime, nell'arco di 12 mesi riteniamo sia di fondamentale importanza analizzare anche alcuni particolari fattori molto specifici e caratteristici delle singole materie prime.

Per quanto riguarda il **petrolio**, i prezzi sono in evidente ripresa ed il processo lungamente atteso di riequilibrio del mercato da una condizione di eccesso dell'offerta sta avanzando piuttosto rapidamente nel corso degli ultimi mesi, avendo assistito ad un importante ricorso alle notevoli riserve accumulate in virtù della forte crescita nella domanda a livello globale. La notevole forza della domanda di greggio continua a sorprendere, rafforzando in modo deciso questo ciclo positivo. Ciò nonostante, molto continuerà a dipendere dell'esito dei negoziati dell'OPEC sull'estensione dei tagli alla produzione. Una decisione favorevole all'estensione di tali tagli risulterà quasi certamente a sostegno del mercato, mentre il mancato raggiungimento di un accordo relativo a tale estensione porterà molto probabilmente a delle decise pressioni al ribasso sui prezzi. Guardando al 2018, siamo meno "costruttivi" sulle prospettive per il prezzo del petrolio, poiché ci aspettiamo una risposta da parte dei produttori di scisto statunitensi, i quali saranno sicuramente incoraggiati ad aumentare il livello della produzione in virtù di un prezzo del petrolio più elevato. In qualche misura abbiamo già sperimentato una simile situazione nel corso del 2017, in quanto abbiamo visto tali produttori contribuire ad una produzione più elevata rispetto al previsto. Prevediamo pertanto che i prezzi di mercato saranno probabilmente destinati a rimanere compresi tra i 40 e i 60 Dollari al barile.

Per quanto riguarda l'**oro**, manteniamo una prospettiva complessivamente ribassista su un orizzonte di 12 mesi. Una maggiore crescita economica nei Mercati Sviluppati, unitamente ai rialzi dei tassi di interesse previsti negli Stati Uniti, peseranno quasi sicuramente sulle valutazioni di questo "bene rifugio". Inoltre, l'assenza a livello generalizzato di particolari pressioni inflazionistiche potrebbe ulteriormente ridurre, nel breve periodo, l'appetibilità degli investimenti in oro. Ciò non toglie che senza dubbio l'oro continuerà a svolgere efficacemente la propria funzione di strumento di copertura in caso di picchi di incertezza geopolitica e del conseguente acuirsi dell'avversione al rischio da parte degli investitori. Nonostante si sia verificato un lieve allentamento delle tensioni geopolitiche, le preoccupazioni attorno alle possibili evoluzioni della situazione in Corea del Nord meritano sicuramente di essere monitorate con estrema attenzione, poiché a nostro avviso rappresentano un rischio reale, e nel caso in cui dovessero in qualche misura materializzarsi o concretizzarsi rappresenterebbero il catalizzatore più importante nel sostenere, anche in maniera, importante, il prezzo di questo metallo prezioso. Nel lungo termine riteniamo, tuttavia, che l'oro risulti relativamente più interessante dal punto di vista delle valutazioni di natura fondamentale, sulla base di una crescita economica più sostenuta nei Mercati Emergenti, che a sua volta rappresenterebbe uno stimolo importante a favore di una più rapida crescita della domanda di oro a causa del cosiddetto "effetto ricchezza".

Per quanto riguarda le **materie agricole** come mais, grano e soia, la nostra opinione è sostanzialmente “neutrale”. Il mercato continua a disporre di un’ampia offerta, ed i prezzi di tali prodotti sono inizialmente diminuiti per poi successivamente stabilizzarsi (sulla base di minori costi di produzione); per questa ragione al momento non vediamo interessanti opportunità in termini di profilo di rischio/rendimento all’interno di questo specifico segmento, ma preferiamo mantenere una posizione relativamente più tattica, ovvero orientata a trarre vantaggio da eventuali e particolari opportunità che dovessero via via concretizzarsi, ad esempio prevedendo una riduzione dell’esposizione in caso di forza relativa del mercato, o viceversa un aumento delle posizioni in corrispondenza di fasi di debolezza: tale strategia può risultare valida nel breve termine, avendo a che fare con mercati privi di una particolare tendenza e potenzialmente soggetti ad ampie fluttuazioni.

Tornando a considerazioni di carattere più generale sul tema delle commodity e sui fattori che ne determinano o influenzano l’andamento, è sì vero che da un lato vi sono elementi favorevoli e a supporto di questa tesi, come ad esempio le dinamiche di domanda e offerta o l’andamento dell’inflazione, ma riteniamo sia altresì corretto ed importante considerare queste positive condizioni alla stessa stregua sia dei cambiamenti in atto o prospettici delle politiche monetarie sia delle importanti dinamiche nei mercati valutari.

Ci aspettiamo un rialzo dei tassi di interesse da parte della Federal Reserve in questo mese di dicembre e ne attendiamo altri tre nel corso del 2018, oltre ad una più generale e meno prevedibile evoluzione della politica monetaria: tassi di interesse più elevati ed un Dollaro USA in rafforzamento starebbero ad indicare una decisa espansione economica a livello globale, sicuramente positiva per il settore delle materie prime, ma al tempo stesso dovremo adottare, nel valutare il futuro di questa asset class, un atteggiamento molto attento e spiccatamente tattico, indispensabile quando si ha a che fare con un ambiente così articolato e differenziato come quello delle commodity.

Private Equity

Global Outlook 2018

A cura di Partners Group



I. PRIVATE EQUITY

Grazie al generale clima favorevole nei confronti del *private equity*, sono attesi per il prossimo anno ulteriori e crescenti investimenti in tale *asset class*¹.

L'*outperformance* rispetto ai mercati quotati negli ultimi due decenni ha infatti portato nuovi sottoscrittori ad avvicinare l'*asset class* del *private equity* e stimolato gli investitori 'abituali' ad aumentare la propria allocazione media alla stessa.

Dal canto suo, il mercato del debito ha contribuito ad alimentare una corsa verso *asset* di qualità grazie ad una leggera riduzione degli *spread* medi (pari a 370bps con riferimento alle emissioni di *senior secured first lien*) rispetto a quelli registrati nel primo semestre dello scorso anno².

L'espansione dei multipli ha portato i gestori ad aumentare il proprio apporto di capitale di rischio in quanto, in virtù delle restrizioni imposte dalla regolamentazione più recente, i livelli di finanziamento bancario devono essere coerenti rispetto agli EBITDA delle società finanziate. In concreto, ciò si traduce in uno 'standard' di apporto medio di debito nelle operazioni di *leveraged buyout* nell'intorno del 50% circa in Europa e del 60% circa negli Stati Uniti³.

In termini di opportunità di mercato, negli ultimi anni Partners Group ha mantenuto un focus sugli investimenti di tipo '*platform*', con la costituzione di aziende leader nei propri mercati di riferimento, attraverso una strategia di *buy & build* eseguita a prezzi ragionevoli. In particolare, ci siamo spesso trovati ad analizzare settori in cui è presente un chiaro trend di consolidamento tra operatori in modo tale da influenzare la dinamica dei prezzi. I settori frammentati risultano infatti maggiormente vulnerabili a riduzioni di prezzo in condizioni di mercato avverse in quanto la frammentazione implica spesso una minore disciplina nei prezzi e una contestuale 'corsa al ribasso'. Man mano che un settore si consolida, l'integrità del sistema dei prezzi migliora e la vulnerabilità del settore diminuisce nelle fasi di rallentamento del mercato. Acquisire un'azienda con una consolidata strategia di acquisizioni e finalizzare insieme ulteriori operazioni di *add-on* con l'obiettivo di diversificare la propria base di ricavi e realizzare efficienze operative rappresenta il modo migliore per sfruttare questa strategia.

Nord America: la digitalizzazione continua a creare opportunità

In Nord America, i segmenti in cui vediamo un consolidamento e/o maggiore potenziale di crescita includono le infrastrutture e i servizi digitali, l'automazione industriale ed il *business process outsourcing* (BPO).

Sulle infrastrutture ed i servizi digitali, in particolare, riscontriamo un generale trend di migrazione da strutture fisiche a canali online: si prevede che il traffico IP globale aumenterà di quasi tre volte nei prossimi cinque anni, con un CAGR atteso del 24% dal 2016 al 2021³. Inoltre, le imprese medio-grandi avvertono la necessità di modernizzare le proprie *operations* ed utilizzare l'universo digitale per comprendere ed interagire al meglio con i propri clienti.

Europa: i cambiamenti strutturali rappresentano il driver della domanda di servizi sanitari e finanziari

In Europa, i segmenti in cui vediamo un consolidamento e/o maggiore potenziale di crescita includono i servizi sanitari, i servizi finanziari e i fornitori di software aziendali.

All'interno del settore sanitario, riscontriamo un elevato *relative value* nelle aziende focalizzate sulla diagnostica e di *healthcare technology*, mentre nel settore dei servizi finanziari riteniamo che i fornitori di servizi finanziari non bancari offrano interessanti opportunità di investimento. Nella nicchia dei software aziendali, similmente agli Stati Uniti, le aziende sono alla ricerca di soluzioni su misura che coprano diverse aree della propria attività.

¹ Preqin Investor Outlook: Alternative Assets H1 2017

² S&P Global Market Intelligence, LCD, H1 2017

³ Cisco, "The Zettabyte Era: Trends and Analysis", June 2017.

Asia/mercati emergenti: affermazione dei servizi alle imprese e dei settori di consumo

Mentre nelle regioni asiatiche maggiormente sviluppate tendiamo a concentrarci sugli stessi settori dell'Europa e degli Stati Uniti, una tendenza macroeconomica alla base della crescita nei mercati emergenti è l'aumento della classe media e la conseguente crescita della domanda di beni, servizi ed attività commerciali e finanziarie. In linea con questa tendenza, i servizi alle imprese ed i beni di consumo rappresentano i settori in cui vediamo un maggior *relative value*. In particolare, riteniamo che le società focalizzate su prodotti per il tempo libero e beni *consumer discretionary* siano quelle maggiormente attraenti, mentre nel settore dei servizi alle imprese siamo alla ricerca di fornitori specializzati in servizi in *outsourcing* o servizi finanziari rivolti ad aree sottosviluppate del mercato.

II. PRIVATE DEBT

Partners Group identifica tre categorie distinte con riferimento al mercato del private debt:

- i *liquid loans*, ovvero prestiti *senior* sindacati da banche che offrono tipicamente rendimenti più contenuti e che sono talvolta utilizzati come strumento di gestione della liquidità o di sostituzione della componente obbligazionaria da parte di investitori *fixed income*;
- i *direct loans*: anch'essi *senior* nella struttura del capitale, ma originati privatamente da un singolo creditore o da un piccolo gruppo di istituzioni finanziarie e caratterizzati da un minore grado di liquidità;
- il debito *junior*, che è tipicamente subordinato nella struttura di capitale e comprende *tranche* di debito *second lien*, mezzanino e *holdco*, i quali a loro volta tendono ad avere minore liquidità, ma il maggiore potenziale di rendimento.

Stati Uniti: gli sponsor cercano fonti di finanziamento alternative

Le emissioni di nuovi CLO e i rifinanziamenti (degli investimenti conclusi nei vintage 2013 - 2014) sono stati importanti *driver* nell'emissione di nuovi crediti *senior* sindacati caratterizzati da rendimenti relativamente contenuti. Data la loro natura altamente liquida, queste tipologie di credito *senior* rappresentano uno strumento ideale di gestione della liquidità o di sostituzione di obbligazioni all'interno di portafogli altamente diversificati.

Per gli investitori disposti ad accettare un minimo grado di illiquidità, riteniamo che i *direct loans* continuino ad offrire un rendimento potenziale più interessante. Di conseguenza, seppur Partners Group abbia investito in modo selettivo anche nel mercato dei *liquid loans*, il nostro focus si è concentrato sulle transazioni originate privatamente, in particolare nelle opportunità di *acquisition financing* per operazioni di *add-on*.

In questo senso, le opportunità più interessanti sono state riscontrate nell'ambito del *quick service restaurant* (QSR), dei *software as a service* e nel settore dell'*healthcare*.

A livello di debito *junior*, abbiamo osservato un crescente numero di transazioni caratterizzate da *tranche* di *preferred equity* o strutture *Payment-in-Kind (PIK)*. Questi tipi di strumenti sono spesso utilizzati per contenere gli apporti di capitale degli *sponsor* richiesti per soddisfare multipli di acquisto in crescita. Abbiamo valutato diverse opportunità di questo tipo ma, in ultima istanza, si è deciso di perseguire porzioni più *senior* della struttura del capitale in cui riteniamo risieda un migliore profilo di rischio-rendimento.

Europa: le opportunità nel *mid-market* continuano ad offrire un buon *relative value*

Analogamente agli Stati Uniti, la consistente emissione di CLO combinata ad un'offerta limitata del primario ha comportato una riduzione dei margini nel mercato europeo dei prestiti sindacati. Di conseguenza, il mercato dei prestiti sindacati liquidi è ritenuto al momento meno attrattivo rispetto ai *direct loans*.

Anche in Europa preferiamo opportunità di investimento strutturate in maniera più conservativa, come quelle che si possono trovare nei *mid market club financings*. Continuiamo dunque a concentrarci su aziende leader attive in nicchie interessanti, come il settore sanitario, finanziario e dei servizi alle imprese. Le aziende di *mid market* non possono tipicamente accedere al mercato dei prestiti sindacati a causa delle dimensioni e tendono di conseguenza a favorire le cd. operazioni in 'club', nelle quali un ristretto numero di operatori istituzionali forniscono finanziamenti a fianco di un gruppo bancario tradizionale.

Nel mercato del debito *junior*, gli *sponsor* continuano ad essere alla ricerca di soluzioni di finanziamento adattabili alla strategia di crescita dell'azienda partecipata. A questo proposito, si affidano spesso al pre-collocamento del debito *junior* con creditori privati al fine di evitare il rischio di distribuzione. In generale ci attendiamo che questo trend continui, anche alla luce dei recenti orientamenti della BCE .

Asia-Pacific: diffusione di strutture di debito differenziate

Nell'area dell'Asia-Pacifico, l'attività di finanziamento è sensibilmente aumentata per supportare i maggiori investimenti in tutta la regione. Sono state recentemente annunciate transazioni significative, come le privatizzazioni di Belle International (USD 6,8 mld) sostenute da sottoscrittori bancari tradizionali e Nord Anglia (USD 4,3 mld), che è stata finanziata da un mix di banche e creditori istituzionali. Seppur il credito in quest'area continui ad essere abbondante e guidato dalle banche, i creditori istituzionali stanno crescendo nella loro capacità di supportare l'attività degli *sponsor*. Si ritiene che ciò avverrà prevalentemente sotto forma di transazioni di debito *junior* al fine di supportare gli *sponsor* nelle operazioni di LBOs, o in debito *senior stretched* a cui le banche asiatiche sono in genere restie a partecipare.

Alternative Risk Premia

A cura di: Alimerko Boiken gestore Investment Strategy di Fideuram Investimenti;
Mateja Bizjak, analista team Multiasset Absolute Return di FAMI UK;
Luca Simoncelli, gestore senior Multiasset Absolute Return di FAMI UK.



Alimerko Boiken
Fideuram Investimenti



Mateja Bizjak
FAMI Branch UK



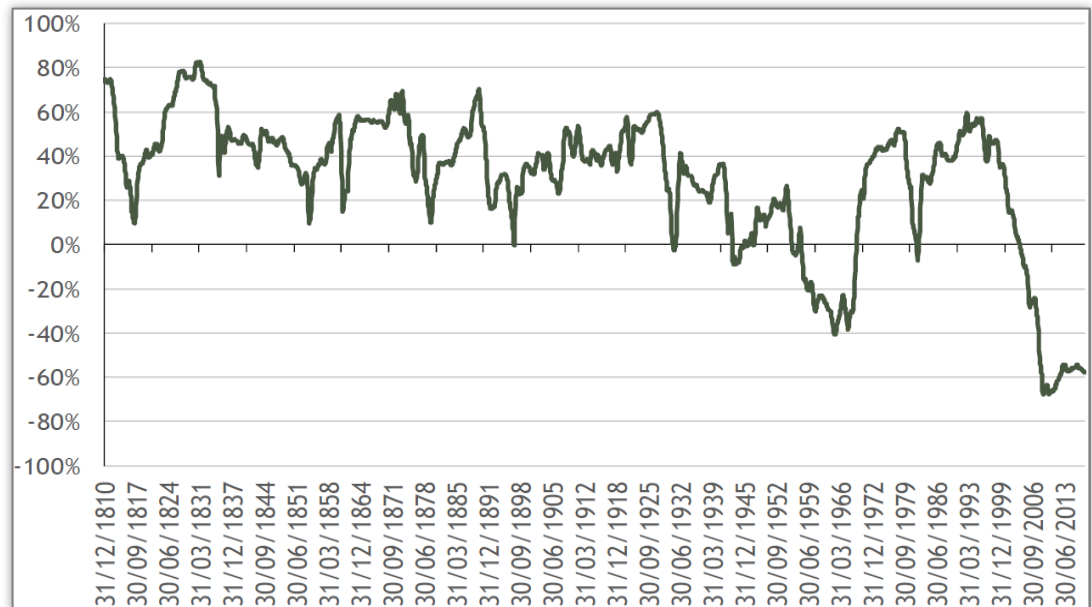
Luca Simoncelli
FAMI Branch UK

Contesto di Mercato

Il regime di mercato che si è consolidato negli ultimi anni è stato dominato da una fondamentale riduzione nella volatilità per tutte le classi di attivo e soprattutto un cambiamento nelle dinamiche di correlazione tra le attività più rischiose, quindi i mercati azionari, con quelle a più basso rischio, quindi le obbligazioni governative. La correlazione dei ritorni di azioni e obbligazioni è risultata infatti negativa per gran parte degli ultimi dieci anni. Questo fenomeno è stato un fattore determinante nel mantenere la volatilità di un portafoglio bilanciato tradizionale molto contenuta, il beneficio della diversificazione è stato quindi ben più alto rispetto alla norma storica.

GRAFICO 66:

Azionario US vs Obbligazioni Governative, correlazione nella performance % a dodici mesi rolling su dieci anni.



Fonte: ASR, DataStream

Il regime di mercato descritto sopra, dove le correlazioni sono negative spingendo al ribasso il livello di rischio di un portafoglio bilanciato, non è tuttavia una situazione stabile e sostenibile nel tempo. Storicamente le azioni e le obbligazioni tendono a muoversi con una correlazione positiva, il che significa che l'azionario tende a muoversi al rialzo quando i tassi d'interesse si muovono al ribasso. La bassissima volatilità che azioni e obbligazioni hanno vissuto recentemente è stata determinata dalle politiche monetarie non-convenzionali e dai programmi di QE messi in atto dalle banche centrali in varie economie del mondo. Un altro fattore chiave per lo sviluppo di questo regime di mercato così favorevole negli ultimi anni è stata la riduzione nella volatilità dei dati economici soprattutto per quanto riguarda l'inflazione. Lo scenario attuale con livelli di inflazione eccezionalmente bassi ha indotto gli investitori globali ad escludere completamente il rischio di inflazione nelle valutazioni di molte classi di attivo soprattutto le obbligazioni governative.

In termini di potenziale di performance, i due principali "motori" per un portafoglio bilanciato: azioni ed obbligazioni, hanno entrambe beneficiato di importanti trend fondamentali che potrebbero iniziare a modificarsi. La ripresa economica dopo la grande recessione da un lato e le politiche monetarie estremamente accomodanti dall'altro. In questo contesto le valutazioni di azioni e obbligazioni sono aumentate in maniera sostanziale, specialmente per le obbligazioni il rapporto rischio/opportunità appare avere una distribuzione asimmetrica verso il basso, è infatti difficile pensare che i tassi d'interesse possano scendere a livelli ancora più bassi di quelli attuali mentre hanno certo spazio per una risalita.

Il Prossimo Regime

Nel 2018 ci attendiamo due importanti sviluppi che possono rimodellare lo scenario per la “*asset allocation*” di portafoglio. 1) Le banche centrali continueranno il cammino di normalizzazione delle politiche monetarie verso un graduale rialzo dei tassi e riducendo l’impatto di QE 2) L’inflazione ritorna a dare segni di vita; non ci aspettiamo un forte rialzo dell’inflazione ma il ri-emergere di volatilità nei dati economici causando una revisione da parte degli investitori rispetto al possibile rischio inflattivo, allontanandoci quindi dalla stabilità del regime attuale. Risulterà quindi ben più difficile trovare fonti sostenibili di diversificazione nella gestione di un portafoglio bilanciato; inoltre la volatilità dei mercati potrebbe gradualmente ritornare su livelli più elevati. Con le valutazioni piuttosto care, il rendimento atteso delle principali classi di attivo tradizionali è diminuito.

L’Implementazione – Strategia Risk Premia

Le strategie Risk Premia sono strategie sistematiche che “accumulano” fonti di rendimento che non sono accessibili tramite l’investimento nelle classi di attivo tradizionali. Sono disegnate dopo aver individuato un fondamento logico ed economico solido e robusto. La tipologia di strategie Risk Premia può essere definita in base ai fenomeni che sono alla base della creazione di un premio per il rischio: 1) Fondamento economico, dove riceviamo un premio per un rischio specifico che non è tipico delle azioni o delle obbligazioni 2) Finanza comportamentale, dove riceviamo un premio per estrarre dal mercato anomalie insite nel comportamento degli investitori 3) Strutture di mercato, dove riceviamo un premio per accedere ad anomalie nelle dinamiche di domanda e offerta di specifici strumenti finanziari. La gamma di strategie Risk Premia è costruita sulla base di quattro principali fattori: 1) Carry, la tendenza di attività con tasso di rendimento implicito più alti a generare migliori performance rispetto ad attività con tassi di rendimento più bassi 2) Value, la tendenza di attività con valutazioni a più buon mercato a generare migliori performance rispetto ad attività con valutazioni più care 3) Momentum, la tendenza per attività che stanno avendo buone performance a continuare con buone performance nel breve termine 4) Quality, la tendenza di attività a più basso rischio e con caratteristiche di migliore qualità a generare migliori performance aggiustate per il rischio.

Anche in termini di costruzione del portafoglio, la natura delle strategie Risk Premia è fondamentalmente diversa. Queste sono infatti strategie così dette “*long-short*” o neutrali in termini di esposizione ai movimenti di mercato. La direzionalità dei mercati finanziari non è quindi una variabile rilevante, sono strategie de-correlate rispetto alle classi di attivo tradizionali. Un’altra caratteristica importante è che le strategie sono anche de-correlate tra esse, questo significa che le fonti di performance sono diverse per ogni strategia. Le strategie sono inoltre costruite in ottica “*cross-asset*”, accumulando premi per il rischio in diversi mercati: valutario, materie prime, tassi di interesse, azionario, credito; ancora una volta aumentando la diversificazione e bilanciando diverse fonti di rischio. Differentemente da altri investimenti cosiddetti alternativi che possono avere NAV su base mensile, queste strategie sono estremamente liquide visto che sono implementate investendo in strumenti quotati dei più liquidi e sulle principali piazze finanziarie.

Possiamo concludere che le strategie Risk Premia sono particolarmente efficaci nel aggiungere una importante fonte di diversificazione rispetto alle classi di attivo tradizionali di azioni e obbligazioni. Inoltre, visto l’elevato livello nelle valutazioni azionarie ed obbligazionarie che ne determina un rendimento atteso più contenuto per la prossima fase del ciclo economico, le strategie Risk Premia possono aiutare nel aggiungere stabilità alle performance per raggiungere i nostri obiettivi di investimento. Queste importanti caratteristiche in termini di correlazioni, performance e liquidità rendono l’utilizzo delle strategie Risk Premia un nuovo efficace strumento come terza colonna portante, insieme ad azionario e obbligazionario, per una nuova struttura di *asset allocation*.

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



E' consentita la divulgazione del documento tramite portale aziendale alle strutture di Fideuram Intesa San Paolo Private banking



Private & Confidential

This document has been prepared and is provided by Algebris (UK) Limited. Algebris (UK) Limited is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority. All figures, unless stated otherwise, are as at the last business day of the relevant month showing above. Some of the figures shown in the tables are estimates, provided by Algebris (UK) Limited. This document does not constitute or form part of any offer to issue or sell, or any solicitation of an offer to subscribe or purchase any investment nor

shall it or the fact of its distribution form the basis of, or be relied on, in connection with, any contract therefore. No representation, warranty or undertaking, express or implied, is given as to the accuracy or completeness of the information or opinions contained in this document by any of Algebris (UK) Limited, its directors or employees and no liability is accepted by such persons for the accuracy or completeness of any such information or opinions. The information included herein and other materials provided to you are intended only for discussion purposes. This information is not intended to provide, and should not be relied upon for, accounting, legal or tax advice or investment recommendations. You should consult your tax, legal, accounting or other advisors about the issues discussed herein. This document is being issued by Algebris (UK) Limited and is for private circulation only. Distribution of this information to any person other than the person to whom this information was originally delivered and to such person's advisors is unauthorised and any reproduction of these materials, in whole or in part, or the divulgence of any of their contents, without the prior consent of Algebris (UK) Limited in each such instance is prohibited. Disclosure of this document is permitted for internal use via the Fideuram Intesa Sanpaolo Private Banking corporate web portal only. Notwithstanding anything to the contrary herein, each shareholder (and each employee, representative, or other agent of such shareholder) may disclose to any and all persons, without limitation of any kind, the tax treatment and tax structure of (i) Algebris (UK) Limited and (ii) any of its transactions, and all materials of any kind (including opinions or other tax analyses) that are provided to the shareholder relating to such tax treatment and tax structure. This document is being communicated by Algebris (UK) Limited only to persons to whom it may lawfully be issued under The Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 including persons who are authorised under the Financial Services and Markets Act 2000 of the United Kingdom (the "Act"), certain persons having professional experience in matters relating to investments, high net worth companies, high net worth unincorporated associations and partnerships, trustees of high value trusts and persons who qualify as certified sophisticated investors. This document is exempt from the prohibition in Section 21 of the Act on the communication by persons not authorised under the Act of invitations or inducements to engage in investment activity on the ground that it is being issued only to such types of person. Investing in financial markets and securities involves risk. Past performance is not a guarantee of future results. Investment losses may occur from time to time and investors could lose some or all of their investment. The strategy employed may result in the NAV exhibiting a high level of volatility. © 2017 Algebris (UK) Limited. All Rights Reserved. 4th Floor, 1 St James's Market, SW1Y 4AH.



PIMCO Europe Ltd (Società n. 2604517) e **PIMCO Europe Ltd - Italy** (Società n. 07533910969) sono autorizzate e regolamentate dalla Financial Conduct Authority (25 The North Colonnade, Canary Wharf, Londra E14 5HS) nel Regno Unito. La filiale italiana è inoltre regolamentata dalla Commissione Nazionale per le Società e la Borsa

(CONSOB) ai sensi dell'Articolo 27 del Testo Unico Finanziario italiano. I prodotti e i servizi offerti da PIMCO Europe Ltd sono destinati unicamente a clienti professionali come da definizione contenuta nel manuale della Financial Conduct Authority, e non agli investitori individuali, i quali non devono fare assegnamento sulla presente comunicazione. | **PIMCO Deutschland GmbH** (Società n. 192083, Seidlstr. 24-24a, 80335 Monaco, Germania), **PIMCO Deutschland GmbH Italian Branch** (Società n. 10005170963) e **PIMCO Deutschland GmbH Swedish Branch** (Società n. 516410-9190) sono autorizzate e disciplinate in Germania dall'Autorità di vigilanza finanziaria federale tedesca (BaFin) (Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Francoforte sul Meno) ai sensi della Sezione 32 della Legge sul sistema creditizio tedesco (KWG). La filiale italiana e quella svedese sono inoltre regolate rispettivamente dalla Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) ai sensi dell'Articolo 27 del Testo Unico Finanziario italiano e dalla Swedish Financial Supervisory Authority (Finansinspektionen) ai sensi del Capitolo 25, Sezione 12-14 del Swedish Securities Markets Act. I prodotti e i servizi offerti da PIMCO Deutschland GmbH sono destinati unicamente a clienti professionali come da definizione contenuta alla Sezione 31a, Comma 2, della Legge sulla negoziazione di titoli tedesca (WpHG), e non agli investitori individuali, i quali non devono fare assegnamento sulla presente comunicazione. | **PIMCO (Schweiz) GmbH** (società registrata in Svizzera con il numero CH-020.4.038.582-2), Brandschenkestrasse 41, 8002 Zurigo, Svizzera, Tel.: + 41 44 512 49 10. I prodotti e i servizi forniti da PIMCO Switzerland GmbH non sono disponibili per gli investitori individuali, i quali non devono fare assegnamento sulla presente comunicazione, ma contattare il proprio consulente finanziario.

I risultati passati non costituiscono un indicatore affidabile né una garanzia dei risultati futuri. Non è possibile garantire che queste strategie d'investimento risultino efficaci in tutte le condizioni di mercato o siano adatte a tutti gli investitori; pertanto ciascun investitore deve valutare la propria capacità di mantenere l'investimento sul lungo termine, in particolare durante le fasi di ribasso dei mercati. Previsioni e strategie possono variare senza preavviso. Il presente documento riporta le opinioni attuali del gestore, che possono essere soggette a variazioni senza preavviso. Poiché non è possibile garantire che queste strategie d'investimento risultino efficaci in tutte le condizioni di mercato, ciascun investitore deve valutare la propria capacità di mantenere l'investimento sul lungo termine, in particolare durante le fasi di ribasso dei mercati. Le affermazioni relative alle tendenze dei mercati finanziari o alle strategie di portafoglio sono basate sulle attuali condizioni dei mercati, che sono soggette a variazioni. L'investimento nel **mercato obbligazionario** è soggetto a taluni rischi, tra cui il rischio di mercato, di tasso di interesse, di emittente, di credito e di inflazione. Al momento del rimborso il valore degli investimenti potrà essere superiore o inferiore al costo iniziale. La strategia può investire tutto il patrimonio in titoli ad alto rendimento e a basso rating, che comportano rischi maggiori rispetto ai titoli con un rating più elevato. I portafogli che investono in tali titoli sono esposti a livelli più elevati di rischio di credito e di liquidità rispetto ai portafogli che non detengono tali strumenti. L'investimento in **titoli domiciliati all'estero e/o denominati in valute estere** può comportare elevati rischi dovuti alle fluttuazioni valutarie, nonché rischi economici e politici che possono risultare più accentuati nei mercati emergenti. I redditi derivanti da obbligazioni di enti locali possono essere soggetti a imposte governative o locali e in alcuni casi a imposte minime alternative. **Gli MBS e gli ABS** possono essere sensibili alle fluttuazioni dei tassi d'interesse o esposti al rischio di pagamento anticipato e il loro valore può variare in funzione della percezione del mercato dell'affidabilità creditizia dell'emittente. Sebbene di norma beneficino in una certa misura di garanzie private o pubbliche, non è possibile assicurare che i garanti privati facciano fronte ai loro obblighi. Il valore delle **azioni** può diminuire a causa delle condizioni di mercato, economiche e industriali sia reali che percepite. I derivati possono comportare determinati costi e rischi, quali il rischio di liquidità, di tasso d'interesse, di mercato, di credito, di gestione e il rischio che una posizione non possa essere chiusa nel momento più favorevole. L'investimento in **derivati** può comportare una perdita superiore all'importo investito. La diversificazione non garantisce in alcun modo l'assenza di perdite.



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.

"E' consentita la divulgazione del documento tramite portale aziendale alle strutture di Fideuram Intesa Sanpaolo Private Banking".

QUALI SONO I RISCHI?

Tutti gli investimenti comportano rischi, inclusa la possibile perdita del capitale. Gli investimenti esteri comportano rischi particolari, quali fluttuazioni dei cambi, instabilità economica e sviluppi politici. Gli investimenti nei mercati emergenti, un segmento dei quali è costituito dai mercati di frontiera, implicano rischi più accentuati connessi con gli stessi fattori, oltre a quelli associati alle dimensioni minori dei mercati in questione, ai volumi inferiori di liquidità ed alla mancanza di strutture legali, politiche, economiche e sociali consolidate a supporto dei mercati mobiliari. I rischi associati ai mercati emergenti sono generalmente amplificati nei mercati di

frontiera poiché gli elementi summenzionati (oltre a vari fattori quali la maggiore probabilità di estrema volatilità dei prezzi, illiquidità, barriere commerciali e controlli dei cambi) sono di norma meno sviluppati nei mercati di frontiera. I prezzi delle obbligazioni si muovono di norma in direzione opposta a quella dei tassi d'interesse. Di conseguenza, a mano a mano che i prezzi delle obbligazioni detenute in un portafoglio d'investimento si adeguano ad un aumento dei tassi d'interesse, il valore del portafoglio può diminuire.

INFORMAZIONI LEGALI IMPORTANTI

Il materiale non intende costituire un'analisi completa di ogni fatto sostanziale concernente alcun paese, regione o mercato. Poiché le condizioni economiche e di mercato sono soggette a rapidi cambiamenti, i commenti, le opinioni e le analisi riportati sono quelli alla data della loro pubblicazione e potrebbero cambiare senza preavviso. La valutazione, da parte di un gestore di portafoglio, di titoli, investimenti o strategie specifiche non intende essere una consulenza individuale in materia di investimenti, né una raccomandazione o sollecitazione ad acquistare, vendere o detenere un titolo o ad adottare una strategia d'investimento; essa ha l'unico scopo di fornire informazioni sul processo di selezione del portafoglio del fondo.

Franklin Templeton Distributors, Inc.

INFORMAZIONI LEGALI IMPORTANTI

Il presente materiale è d'interesse generale e non deve essere considerato una consulenza individuale in materia di investimenti, né una raccomandazione o sollecitazione ad acquistare, vendere o detenere un titolo o ad adottare qualsiasi strategia di investimento. Non costituisce una consulenza legale o fiscale.

I commenti, le opinioni e le analisi riportati sono quelli alla data della loro pubblicazione e potrebbero cambiare senza preavviso. Il materiale non intende costituire un'analisi completa di ogni fatto sostanziale concernente alcun paese, regione o mercato. **Tutti gli investimenti comportano rischi, inclusa la possibile perdita del capitale.**

Nella redazione di questo materiale potrebbero essere stati utilizzati dati provenienti da fonti esterne che non sono stati controllati, validati o verificati in modo indipendente da Franklin Templeton Investments ("FTI"). FTI non si assume alcuna responsabilità in ordine a perdite derivanti dall'uso di queste informazioni e la considerazione dei commenti, delle opinioni e delle analisi in questo materiale è a sola discrezione dell'utente.

Prodotti, servizi ed informazioni potrebbero non essere disponibili in tutte le giurisdizioni e sono offerti da società affiliate di FTI e/o dai rispettivi distributori come consentito dalle leggi e normative locali. Si invita a rivolgersi al proprio consulente professionale per ulteriori informazioni sulla disponibilità di prodotti e servizi nella propria giurisdizione.

Informazioni Legali: Prima dell'adesione leggere il Prospetto informativo e il Documento Informativo Chiave per gli Investitori. Questo documento è da intendersi unicamente di interesse generale e non costituisce alcun consiglio di tipo legale o fiscale, e nemmeno un'offerta di azioni o un invito a richiedere azioni di alcuna delle SICAV di diritto lussemburghese Franklin Templeton Investment Funds. Nessuna parte di questo documento deve essere interpretata come consiglio all'investimento. Le sottoscrizioni alle azioni di un Fondo possono essere effettuate solo sulla base del prospetto del Fondo, del relativo Documento Chiave per gli Investitori, accompagnato dall'ultima relazione annuale rivista disponibile e dall'ultima relazione semi-annuale se pubblicata successivamente. Il valore delle azioni in un Fondo ed i rendimenti che ne derivano possono scendere come salire, e gli investitori possono non riottenere l'intero importo investito. Le performance passate non sono indicazione o garanzia di performance future. Le fluttuazioni valutarie possono influire sul valore degli investimenti effettuati in valuta straniera. Quando si investe in un fondo denominato in una valuta estera, anche la vostra performance può subire variazioni dovute alle oscillazioni valutarie. Un investimento in un Fondo comporta rischi che sono descritti nel prospetto completo e nel Documento Informativo Chiave per gli Investitori. Nei mercati emergenti i rischi possono essere maggiori rispetto a quelli nei paesi sviluppati. Gli investimenti in strumenti derivati comportano rischi specifici più ampiamente descritti nel prospetto del Fondo e nel Documento Chiave per gli Investitori. Nessuna azione dei Fondi può essere direttamente o indirettamente offerta o venduta a residenti degli Stati Uniti d'America e ai residenti del Canada. Le azioni di un Fondo non sono disponibili per la distribuzione in tutte le giurisdizioni e i potenziali investitori sono tenuti a confermare la disponibilità con il loro rappresentante locale Franklin Templeton Investments prima di assumere qualsiasi decisione di investimento. Qualsiasi ricerca ed analisi contenuta in questo documento è stata fornita da Franklin Templeton Investments per le sue finalità ed è a voi fornita solo per inciso. Riferimenti a particolari settori o aziende sono a scopo informativo generale e non sono necessariamente indicativi della posizione di un fondo in alcun momento. Siete pregati di consultarvi con il vostro consulente finanziario prima di decidere di investire. Una copia dell'ultimo prospetto, del relativo Documento Chiave per gli Investitori e dell'ultima relazione annuale e della relazione semi-annuale, se pubblicata successivamente, possono essere reperiti sul nostro sito web www.franklintempleton.it o reperiti senza alcun onere presso Franklin Templeton International Services S.à r.l. Succursale Italiana. Pubblicato da Franklin Templeton International Services S.à r.l. Succursale Italiana - Corso Italia, 1 - 20122 Milano - Tel: +39 0285459 1- Fax: +39 0285459 222.



**E' CONSENTITA LA DIVULGAZIONE DEL DOCUMENTO TRAMITE PORTALE AZIENDALE ALLE STRUTTURE DI FIDEURAM INTESA SANPAOLO PRIVATE BANKING
MATERIALE DESTINATO SOLAMENTE AD USO INTERNO DEI SOGGETTI COLLOCATORI. E' PERTANTO VIETATA LA SUA DIFFUSIONE CON QUALSIASI MEZZO PRESSO IL PUBBLICO**

Questo materiale è di tipo promozionale e pertanto le opinioni ivi contenute non sono da intendersi quali consigli o raccomandazioni ad acquistare o vendere investimenti o interessi ad essi collegati. Fare affidamento sulle informazioni contenute nel presente materiale è ad esclusiva discrezione del lettore. Qualsiasi ricerca in questo documento è stata ottenuta e può essere stata considerata da J.P. Morgan Asset Management a suoi propri fini. I risultati di tale ricerca sono resi disponibili a titolo di informazione aggiuntiva e non riflettono necessariamente le opinioni di J.P. Morgan Asset Management. Stime, numeri, opinioni, dichiarazioni dell'andamento dei mercati finanziari o strategie e tecniche d'investimento eventualmente espresse rappresentano, se non altrimenti specificato, il giudizio di J.P. Morgan Asset Management, alla data del presente documento. Esse sono ritenute attendibili al momento della stesura del documento, potrebbero non essere esaustive e non se ne garantisce la accuratezza. Esse inoltre possono variare senza preavviso o comunicazione alcuna. Il valore degli investimenti e i proventi da essi derivanti possono variare secondo le condizioni di mercato e il trattamento fiscale e gli investitori potrebbero non recuperare interamente il capitale investito. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli presenti e futuri. Non vi è alcuna garanzia che le previsioni si avverino. J.P. Morgan Asset Management è l'home commerciale della divisione di gestione del risparmio di JPMorgan Chase & Co. e delle sue affiliate nel mondo. Si rende noto che, nella misura consentita dalla legge applicabile, le linee telefoniche di J.P. Morgan Asset Management potrebbero essere registrate e le comunicazioni elettroniche monitorate al fine di rispettare obblighi legali e regolamentari nonché politiche interne. Si rende altresì noto che i dati personali sono raccolti, archiviati e processati da J.P. Morgan Asset Management secondo la EMEA Privacy Policy di cui al link www.jpmmorgan.com/jpmpdf/1320694304816.pdf. Il presente materiale è emesso in Italia da JPMorgan Asset Management (Europe) Société à responsabilité limitée, Filiale di Milano, Via Catena 4, b20121 Milano, Italia.)



Questo documento contiene informazioni riservate ai clienti professionali e non è destinato a clienti al dettaglio o potenziali clienti al dettaglio

Questo documento contiene informazioni riservate ai clienti professionali e non è destinato a clienti al dettaglio o potenziali clienti al dettaglio. Se non altrimenti specificato, i commenti sono quelli di Fidelity.

Questa comunicazione non è diretta e non deve essere diretta a persone residenti nel Regno Unito o negli

Stati Uniti o ad altri soggetti residenti in paesi dove i fondi non sono autorizzati alla distribuzione o dove non è richiesta alcuna autorizzazione. Fidelity, Fidelity International, il logo Fidelity International e il simbolo F sono marchi di proprietà di FIL Limited. Fidelity fornisce esclusivamente informazioni sui suoi prodotti e non offre consulenza sugli investimenti basata su circostanze individuali. Se non altrimenti specificato, i commenti sono quelli di Fidelity. Gli investitori devono inoltre tenere conto del fatto che le opinioni qui riportate potrebbero non essere più attuali e che potrebbero anche già essere state modificate da Fidelity. Le ricerche e le analisi utilizzate nel presente documento sono state raccolte da Fidelity per utilizzarle nella propria attività di gestione degli investimenti e potrebbero essere già state utilizzate per i propri scopi. Gli investimenti nelle SICAV Fidelity devono basarsi sul prospetto in vigore / documento contenente le informazioni chiave per gli investitori ("KIID"). Potrete richiederne gratuitamente una copia, assieme al rapporto annuale e semiannuale presso i Distributori, i Soggetti Incaricati dei Pagamenti o al nostro Centro Servizi Europeo in Lussemburgo. Il presente materiale è pubblicato da FIL Luxembourg S.A., autorizzata e regolamentata dalla CSSF (Commission de Surveillance du Secteur Financier). 17IT1133

E' consentita la divulgazione del documento tramite portale aziendale alle strutture di Fideuram Intesa Sanpaolo Private Banking



Il presente documento è stato elaborato da Amundi SGR S.p.A. ("Amundi") per Fideuram Intesa San Paolo Private Banking ("Fideuram"). Fideuram non può in nessun caso riprodurlo, distribuirlo a terzi o pubblicarlo, in tutto o in parte, senza la preventiva autorizzazione di Amundi. Il presente documento ha natura puramente informativa e le informazioni in esso contenute non costituiscono e non devono essere intese come ricerca in materia di investimenti, né una raccomandazione di investimento, né una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di strumenti finanziari, né offerte, inviti ad offrire, messaggi promozionali o pubblicitari. Il contenuto del presente documento non soddisfa, pertanto, i requisiti normativi previsti per l'indipendenza della ricerca finanziaria. Il presente documento è stato

elaborato con le informazioni disponibili alla data in cui è stato redatto. Le informazioni contenute nel presente documento sono suscettibili di variazioni in qualunque momento senza che da ciò derivi un obbligo di comunicazione e/o aggiornamento in capo ad Amundi. Il presente documento non intende sostituire in alcun modo le autonome e personali valutazioni che i singoli destinatari del presente documento sono tenuti a svolgere prima della conclusione di qualsiasi operazione di investimento. Il destinatario del presente documento, prima dell'investimento, è tenuto a prendere attenta visione della documentazione relativa allo strumento finanziario oggetto dell'operazione, la cui sussistenza è disposta dalla applicabile normativa di legge e regolamentare tempo per tempo vigente. Non si garantisce che l'investimento negli strumenti finanziari o negli emittenti di strumenti finanziari o in qualsiasi altra variabile economica o finanziaria identificati o descritti nel presente documento siano stati o saranno redditizi né che l'investitore otterrà con certezza risultati analoghi a quelli indicati o otterrà profitti o potrà evitare di subire perdite sostanziali. La presente informativa non rappresenta un'analisi e non può essere usata o considerata affidabile in relazione a qualsiasi operazione relativa a strumenti finanziari, né deve essere utilizzata come unica base per assumere decisioni d'investimento. Il presente documento non è rivolto ai cittadini o residenti degli Stati Uniti d'America o a qualsiasi «U.S. Person» come definita nel SEC Regulation S ai sensi del US Securities Act of 1933.

E' consentita la divulgazione del documento tramite portale aziendale alle strutture di Fideuram Intesa Sanpaolo Private Banking.



Informazioni importanti

Questo documento è destinato a Fideuram e non è destinato al pubblico finale. Si prega di non redistribuire.

La presente pubblicazione ha carattere meramente informativo ed è rivolta ad un uso esclusivamente interno al soggetto destinatario. Non contiene offerte, inviti a offrire o messaggi promozionali, rivolti al pubblico o a clienti al dettaglio, finalizzati alla vendita o alla sottoscrizione di prodotti finanziari. La decisione di investire in azioni di un fondo deve essere effettuata considerando la documentazione d'offerta in vigore. Questi documenti (Documento contenente le Informazioni Chiave per gli Investitori specifico per fondo e classe, prospetti e relazioni annuali/semestrali) sono disponibili sul sito www.invesco.it. Le Spese Correnti prelevate da ciascuna Classe di azioni del Fondo in un anno, sono indicate nel relativo Documento contenente le Informazioni Chiave per gli Investitori (KIID). Potrebbero emergere direttamente a carico del cliente altri costi, compresi oneri fiscali, in relazione alle operazioni connesse al fondo. È vietata la diffusione, in qualsiasi forma, della pubblicazione e/o dei suoi contenuti. Invesco non potrà in nessun caso essere ritenuta responsabile per l'eventuale diffusione al

pubblico e/o a clienti al dettaglio della presente documentazione, né per eventuali scelte di investimento effettuate in relazione alle informazioni in essa contenute. Le opinioni espresse da **Daiji Ozawa** si basano sulle attuali condizioni di mercato e possono subire modifiche senza preavviso. Tali opinioni possono differire rispetto a quelle fornite da altri professionisti dell'investimento di Invesco. Il presente documento è pubblicato in Italia da Invesco Asset Management SA, Sede Secondaria, Via Bocchetto, 6 - 20123 Milano.



**Asset
Management**

Note supplementari

Nel Regno Unito, il presente materiale costituisce una promozione finanziaria ed è stato approvato esclusivamente per i fini specificati nella Sezione 21 del Financial Services and Markets Act 2000 da Goldman Sachs International, società sottoposta nel Regno Unito alla vigilanza della Financial Services Authority e da questa autorizzata.

Le presenti informazioni descrivono una generale attività di mercato, tendenze industriali o di settore, o altre generali condizioni economiche, politiche o di mercato e non devono essere intesa come consulenza in materia di investimenti. Il presente non è una ricerca finanziaria e non è stato redatto da Goldman Sachs Global Investment Research, né è stato predisposto in

conformità alle disposizioni di legge volte a promuovere l'indipendenza dell'analisi finanziaria e non è soggetto al divieto di effettuare operazioni di trading a seguito della distribuzione di ricerche finanziarie. I pareri e le opinioni espressi sono validi unicamente alla data di questa pubblicazione e possono differire dai pareri e dalle opinioni di Global Investment Research o di altri uffici o divisioni di Goldman Sachs e società collegate. Si consiglia ai potenziali investitori di rivolgersi ai propri consulenti finanziari prima di procedere all'acquisto od alla vendita di titoli. Tali informazioni possono non essere aggiornate e GSAM non detiene nessun obbligo di fornire aggiornamenti in merito.

I pareri e le opinioni espressi hanno fini unicamente informativi e non costituiscono una raccomandazione di GSAM ad acquistare, vendere o detenere alcuno strumento finanziario. Tali pareri e opinioni sono attuali unicamente alla data di questo documento, possono essere soggetti a variazioni e non costituiscono una consulenza d'investimento.

Le stime economiche e di mercato illustrate sono a solo scopo informativo, alla data di questa presentazione. Non c'è garanzia che tali stime verranno rispettate. Fare riferimento alle note supplementari a fine documento.

Riservatezza

Questo documento non può essere i) riprodotto, fotocopiato o duplicato, né integralmente né parzialmente, in alcuna forma o maniera, né ii) distribuito in tutto o in parte a persone che non siano dipendenti, funzionari, amministratori o agenti autorizzati del destinatario, senza il preventivo consenso scritto di GSAM.

© 2017 Goldman Sachs. Tutti i diritti riservati.



Partners Group
REALIZING POTENTIAL IN PRIVATE MARKETS

E' consentita la divulgazione del presente documento tramite portale aziendale alle strutture di Fideuram Intesa Sanpaolo Private Banking

BLACKROCK

I seguenti contenuti riflettono le opinioni del team BGF Global Allocation al 1° dicembre 2017 e sono soggetti a modifica.

INFORMAZIONI LEGALI

Il valore dell'investimento o il rendimento possono variare al rialzo o al ribasso. Il capitale investito non è garantito. Un investimento è soggetto al rischio di perdita del capitale investito. Il valore dell'investimento può variare al variare del tasso di cambio tra valute. Le fluttuazioni di valore possono essere ampie nel caso di prodotti esposti ad alta volatilità. Le informazioni, le opinioni e i dati contenuti in questo documento non costituiscono in alcun modo ricerca, raccomandazione, consiglio di investimento o altra forma di consulenza e sono soggetti a modifiche. I dati, ove non diversamente specificato, non tengono conto del regime fiscale applicabile.

Questo documento non deve essere considerato un'offerta di acquisto o vendita o una sollecitazione all'investimento in alcun prodotto finanziario citato e non deve essere considerato un messaggio promozionale o sollecitazione all'investimento rivolto a persone residenti negli USA, in Canada o a soggetti residenti in paesi in cui i prodotti non sono autorizzati o registrati per la distribuzione o in cui Prospetto non è stato depositato presso le competenti autorità locali.

Qualora/Laddove siano presenti riferimenti a fondie/o prodotti finanziari di BlackRock - iShares essi hanno esclusivamente finalità informative e non costituiscono un'offerta o un invito a investire in qualsivoglia fondo di BlackRock né in qualsivoglia titolo e/o azione indicata. Il presente documento non costituisce un'offerta o una sollecitazione all'investimento. BlackRock Global Funds (BGF) e BlackRock Strategic Funds (BSF) sono società di investimento di diritto Lussemburghese, multicomparto e multiclasse, autorizzate al collocamento in Italia ai sensi delle disposizioni del TUF. Qualunque decisione di investimento in un prodotto finanziario BlackRock e/o iShares deve essere presa sulla base della documentazione legale vigente disponibile sul sito blackrock.it

Le stime riportate provengono da strumenti proprietari di BlackRock. BlackRock non è responsabile per la diffusione dei sopra citati dati a terzi. Pubblicato da BlackRock Investment Management (UK) Limited, società autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority ("FCA"). Sede legale: 12 Throgmorton Avenue, Londra, EC2N 2DL. Registrata presso Companies House nel Regno Unito con il numero di registro 2020394. BlackRock è la denominazione commerciale di BlackRock Investment Management (UK) Limited. In Italia, questo documento è stato elaborato da BlackRock Investment Management (UK) Limited, succursale italiana, Milano, Piazza San Fedele n. 2 ("BlackRock Milano"). BlackRock è la denominazione commerciale di BlackRock Investment Management (UK) Limited. I rendimenti passati non sono garanzia di rendimenti futuri. Stime, numeri, opinioni, dichiarazioni dell'andamento dei mercati finanziari o strategie e tecniche d'investimento non rappresentano un giudizio di BlackRock.