

RENDIMENTI DEI COMPARTI AL 30 GIUGNO 2017

I portafogli hanno chiuso il primo semestre con un risultato positivo. Il comparto Bilanciato ha ottenuto un rendimento netto del **2,11%**, il comparto Obbligazionario Misto un rendimento netto pari allo **0,22%**.

Riportiamo di seguito i commenti relativi ai comparti finanziari inviati dal gestore Pioneer Investments, che dal 3 luglio è stato acquisito da Amundi, facente parte del Gruppo Crédit Agricole, con cui i rapporti in essere proseguono senza soluzione di continuità.

Andamento dei mercati finanziari mondiali

Gli ultimi mesi del primo semestre del 2017 sono stati caratterizzati da importanti eventi di politica monetaria a livello globale.

- In Area Euro si è svolto il «*Forum on Central Banking*» organizzato dalla BCE, focalizzato quest'anno sul tema della crescita economica, delle relative determinanti di lungo termine (ad esempio, investimenti e produttività) e delle implicazioni di politica monetaria.

Tale riunione si è conclusa senza interventi sul livello dei tassi e dimensione del QE.

Sono state tuttavia introdotte delle modifiche nel Comunicato Finale sia sul fronte della valutazione dei rischi sulla crescita che sul fronte delle valutazioni sul livello dei tassi di politica monetaria.

Con riferimento alle indicazioni di politica monetaria, nel Comunicato si è evidenziato che i tassi di riferimento dovrebbero rimanere sui livelli attuali per un periodo esteso, e comunque ben al di là della fine del QE, rimuovendo il riferimento a livelli più bassi contenuto nel Comunicato precedente. Nello specifico, il programma di acquisti di attività finanziarie è previsto proseguire con il ritmo attuale di 60 miliardi mensili fino a dicembre 2017, con la possibilità di agire su livelli e durata in funzione del sentiero di aggiustamento dell'inflazione verso l'obiettivo del 2%.

Nel corso della conferenza stampa Draghi ha sottolineato che la rimozione del riferimento a livelli più bassi dei tassi, non va interpretata come avvio della normalizzazione della politica monetaria o modifica della funzione di reazione della banca centrale, ma va intesa come adeguamento all'evoluzione dello scenario; nel caso di peggioramento del quadro di riferimento, Draghi non ha pertanto escluso un intervento al ribasso sui tassi di interesse.

Nello specifico, sul mercato obbligazionario governativo europeo, la prima parte del mese è stata caratterizzata da un calo dei rendimenti, in risposta alla conferma dell'orientamento accomodante della BCE in occasione della riunione dell'8 giugno. La brusca reazione del mercato al discorso di Draghi del 27 giugno ha accelerato il movimento al rialzo dei rendimenti che ha caratterizzato la seconda metà del mese.

Sul fronte dei dati reali, la pubblicazione della nuova stima del PIL del primo trimestre ha evidenziato una crescita migliore della stima precedente.

- In USA, la riunione di politica monetaria si è conclusa con l'atteso incremento del tasso ufficiale nell'intervallo 1% - 1,25%. Nel Comunicato si afferma inoltre l'intenzione di avviare entro l'anno un programma di normalizzazione del bilancio della banca centrale.
- In Giappone, la riunione di politica monetaria si è conclusa con un nulla di fatto sul tasso di riferimento, fermo a -0,1%, la conferma della politica di ancoraggio del tasso a 10 anni allo 0% e la prosecuzione degli acquisti di attività finanziarie al livello di 80 trilioni di yen all'anno.

Con riferimento ai mercati azionari, chiusura in forte ribasso per gli indici europei. Le mosse degli investitori sono state guidate essenzialmente dalla cautela, in un mese che ha visto eventi importanti sia sul fronte politico che economico, potenziali portatori di cambiamento allo status quo: la vittoria del partito europeista di Macron alle legislative francesi, l'indebolimento della May dopo le elezioni inglesi, la crisi tra il Qatar e gli altri paesi del Golfo, il maggior ottimismo della BCE sulla ripresa, il salvataggio di Banco Popular in Spagna e delle banche venete in Italia.

Il *sentiment* è decisamente peggiorato sul finire del periodo di riferimento. Tutti negativi i maggiori indici nazionali. Miglior mercato l'Italia, grazie al rally dei titoli bancari dopo la soluzione al problema di Veneto Banca e Banca Popolare di Vicenza, che mette al riparo le altre banche da possibili esborsi ed evita l'effetto contagio. A livello settoriale, proprio i finanziari hanno riportato le performance più robuste, mentre hanno sofferto i telefonici e gli energetici.

Per gli indici USA, performance mensile positiva. L'indice in dollari si è mantenuto su livelli vicini ai massimi storici, influenzato positivamente dalla fiducia manifestata dalla Fed in merito alla crescita economica e ponendo in secondo piano i timori di una crisi politica interna, nonostante le difficoltà di Trump. Anche l'aumento dei tassi da parte della banca centrale nell'ultima riunione di metà giugno e la riconferma del programma di rialzi futuri non ha innescato una correzione significativa, visto che il mercato continua a credere in una Fed prudente nel gestire la politica monetaria per non creare turbative.

I mercati emergenti hanno prolungato la loro corsa anche a giugno. Petrolio ancora in calo, conseguenza delle preoccupazioni sulla dinamica dell'offerta.

Analisi dei comparti finanziari

Da segnalare la correzione registrata dal mercato nell'ultima settimana del semestre, all'incirca del 3% sul mercato europeo e americano, per fattori di natura tecnica e il riposizionamento degli investitori usuale in questo periodo dell'anno.

L'esposizione alla componente azionaria è stata superiore rispetto al benchmark per tutto il semestre. Confermata la sovraesposizione all'Europa, nello specifico ai paesi dell'area Euro supportata da dati economici e fondamentali societari in miglioramento. Nei primi sei mesi dell'anno a livello settoriale è stata incrementata la posizione sul settore finanziario, con

passaggio in sovrappeso; tra i difensivi, invece, si registra il passaggio in sottopeso sul settore dei beni di consumo di base, in coerenza con le valutazioni ritenute elevate e con potenziali tensioni che possono essere generate dall'incremento dei tassi di rendimento. Confermato l'aumento dell'esposizione al Paese Giappone che dovrebbe continuare a beneficiare della politica monetaria accomodante e della positiva dinamica di crescita dell'area asiatica per le esportazioni. Sul mercato americano, area in sovrappeso fino ad aprile, è stato ridotto il peso sul settore industriale, in precedenza particolarmente sostenuto dalle attese di politiche di sostegno dalla nuova amministrazione Trump, mentre è stata incrementata l'esposizione al settore finanziario, anche in risposta ai buoni risultati degli stress test condotti dalla Fed con via libera all'erogazione di dividendi ed eventuali operazioni di buyback e tenuto conto dei vantaggi che potrebbero derivare dall'attività di regolamentazione annunciata dal Presidente.

Sempre contenuta l'esposizione in termini di duration ai titoli governativi dei paesi core europei, coerentemente con le attese di incremento dei tassi di rendimento anche in risposta al processo di normalizzazione della politica monetaria che potrebbe essere avviato dalla BCE.

Il segmento dei titoli obbligazionari societari europei ha risentito dei movimenti al rialzo dei tassi di riferimento, ma ha trovato sostegno nel calo dei differenziali con il bund tedesco. Viene confermata una sovraesposizione ai titoli obbligazionari societari.

Strategia del gestore e prospettive nel 2° semestre 2017

Lo scenario economico globale del 2017 resta positivo, come confermato dai dati economici reali e di fiducia positivi. La dinamica dei prezzi al consumo dovrebbe proseguire su un sentiero di miglioramento, nonostante i recenti dati inferiori alle attese a livello globale. Le condizioni dei tassi restano accomodanti, mentre il più solido sistema bancario dovrebbe consentire un più efficace processo di trasmissione delle condizioni monetarie all'economia nel suo complesso.

Lo scenario descritto e il ridimensionamento delle incertezze politiche, dovrebbe dare la preferenza per i mercati azionari di Europa e Giappone.

Sul segmento obbligazionario, l'esposizione al rischio tassi sui titoli di Stato core resta limitato, anche in un contesto di rendimenti attesi al rialzo.