

I mercati in attesa di Jackson Hole

Le vacanze delle banche centrali potrebbero essere rovinate dal rafforzamento dell'euro, ma non quanto si aspettano i mercati

Il cambiamento più spettacolare dall'ultima edizione del nostro Monthly Strategy è stato il rafforzamento dell'euro sul dollaro. L'apprezzamento della valuta americana rispecchia l'evoluzione delle aspettative del mercato riguardo alle modifiche della politica monetaria, da un lato, della Federal Reserve (Fed) e, dall'altro, della Banca centrale europea (BCE). I mercati sembrano determinati a ignorare le dichiarazioni della Fed e hanno ridimensionato le aspettative di futuri aumenti dei tassi. Allo stesso tempo, stanno ignorando anche la retorica distensiva della BCE, e hanno rivisto al rialzo le previsioni di tapering. Ne è conseguito un rafforzamento dell'euro e un deprezzamento del dollaro.

La questione chiave per gli investitori è se i mercati continueranno a spingere al rialzo l'euro, sconvolgendo il calendario della BCE, che sarebbe spinta a procrastinare ulteriormente ogni discorso di normalizzazione. A nostro avviso, come spesso accade, i tassi di cambio reagiscono in modo eccessivo al variare delle aspettative. In questo caso, i mercati hanno, da un lato in primo luogo sottostimato la resilienza della crescita USA e le sottostanti pressioni inflazionistiche e, secondariamente, hanno sopravvalutato la volontà di normalizzazione monetaria della BCE, che probabilmente si concretizzerà con tempistiche più lunghe di quanto attualmente scontato. Infine, le oscillazioni effettive del tasso di cambio nominale euro/dollaro sono solo la metà di quelle dei tassi bilaterali. Se questi dovessero stabilizzarsi nel corso dell'estate (come prevediamo) è improbabile che le due banche centrali si discostino dalla *forward guidance* degli ultimi mesi.

Crescita e inflazione: nessun motivo di scontare gli USA come fanno i mercati

Le aspettative degli economisti si attestano ancora per lo più sulla previsione di una crescita del PIL USA sopra al 2% sia per quest'anno che per il prossimo - nonostante aspettative sempre più contenute rispetto all'entità dello stimolo fiscale. Si prevede infatti che lo stimolo sarà di modesta entità, nell'ordine di mille miliardi di dollari per i prossimi dieci anni, al termine dei quali sarà quasi neutrale. Ciò potrebbe assumere la forma di un modesto taglio dell'imposta sui redditi societari, anche permanente, e di una possibile riduzione, di natura temporanea, dell'imposta sulle persone fisiche. Nonostante l'effetto sulla fiducia, sembra improbabile che ciò possa avere un impatto rilevante sulla crescita, in un modo o nell'altro. Per di più, la persistenza della crescita dovrebbe continuare a esercitare crescenti pressioni sul mercato del lavoro, e si ipotizza un costante e progressivo aumento dei salari e dei redditi da lavoro, che potrebbe avvicinarsi a un tasso di crescita annuo del 3%.

Sulla sponda opposta dell'Atlantico, la crescita europea continua a prendere slancio: in quasi tutti i Paesi la crescita del PIL nel secondo trimestre è stata persino più vigorosa che nel primo, e anche le indagini sulle imprese evidenziano continui miglioramenti. L'euro si è rivalutato di circa il 12% sul dollaro dal minimo toccato a dicembre 2016, e di circa il 5% in termini effettivi (dato ponderato per gli scambi commerciali con i paesi partner). Tradizionalmente, occorre circa un anno perché gli effetti di un apprezzamento permanente del tasso di cambio si facciano sentire nell'economia reale. In base ai trend storici, un rafforzamento di questa entità potrebbe portare a una riduzione dell'inflazione e della crescita del PIL di un quarto di punto percentuale dopo un anno. Ma il dato deve essere valutato sullo sfondo di un contesto globale di espansione, con una crescita globale intorno al 3,5%, il livello più alto dopo la crisi del debito dell'eurozona, e in cui gli investimenti e i consumi interni si caratterizzano sempre più come i motori della crescita. A condizione che il cambio si stabilizzi, in questa fase il rafforzamento dell'euro non dovrebbe intaccare più di tanto le prospettive di crescita. Per contro, se questa fase di accelerazione dovesse continuare, inizierebbe ad avere ripercussioni sulla ripresa europea e diventerebbe così una fonte di preoccupazione per la BCE.

Apparentemente l'inflazione non è riuscita a rispondere con più dinamismo allo slancio economico, eppure il puzzle dell'inflazione non è un fenomeno nuovo e potrebbe costituire una reazione "normale" al ritardo e a una certa pigrizia della ripresa in alcune regioni. Negli anni novanta, tra gli economisti e le banche centrali vi fu una riflessione sul basso tasso d'inflazione in un contesto congiunturale di vivace ripresa. Nel 1997, la

Fed di New York pubblicò un articolo sulla questione¹, spiegando il comportamento dell'inflazione con l'inusuale lentezza della ripresa delle retribuzioni. Se consideriamo l'andamento dei salari dall'esordio dell'attuale ripresa, sembra plausibile che anche nella fase attuale possa essere in gioco un effetto di questo tipo. Ciò va ad aggiungersi all'impatto della rivoluzione digitale sul mercato del lavoro e, in Europa, a un certo ritardo della ripresa. A frenare l'inflazione hanno in parte contribuito anche i bassi prezzi delle materie prime e lo scarso aumento di produttività. In ogni caso, è troppo presto per affermare che l'inflazione e la sua tradizionale relazione con l'attività economica, come spiega la curva di Phillips, stiano attraversando un cambiamento di stato ("regime shift").

Banche centrali ferme sulle proprie posizioni

In tale contesto, ci sembra che i mercati dei tassi si stiano adeguando in modo eccessivo all'incertezza delle politiche monetarie, mentre non tengono sufficientemente conto della solidità economica e della univocità che caratterizza le dichiarazioni di Fed e BCE. Se, dopo la vittoria elettorale di Donald Trump, i tassi americani sono stati aumentati a fronte delle aspettative di importanti interventi di stimolo², successivamente hanno reagito in misura eccessiva in direzione opposta, non appena sono emerse le prime difficoltà della nuova amministrazione a varare le riforme promesse. Se consideriamo i dati quantitativi, la solidità sottostante dell'economia USA persiste, come sottolinea il [recente Beige Book della Fed](#). In prospettiva, l'entità delle riforme fiscali e della deregolamentazione del settore finanziario da parte dell'amministrazione USA sarà con ogni probabilità modesta. Il rischio principale potrebbe giungere dall'interruzione degli scambi commerciali durante la rinegoziazione del Trattato nordamericano di libero scambio (NAFTA), appena avviata. Nel complesso, uno scenario centrale di persistente ripresa è in linea con i recenti commenti della Fed, che prevedibilmente procederà a una progressiva riduzione del suo stato patrimoniale e a un rialzo dei tassi verso fine anno, seguito da altri tre nel 2018, per procedere alla normalizzazione degli strumenti di politica monetaria a ritmo prudente. Ciò sarebbe in linea con le previsioni di inflazione e crescita potenziale USA a medio termine, che in termini nominali porterebbero la crescita del PIL e i tassi a lungo termine verso il 3%-3,5% senza grandi sforzi. Per contro, al momento il mercato sta scontando una probabilità inferiore al 50% di un aumento dei tassi da parte della Fed a dicembre, e solo del 55% prima di marzo 2018.

Nel frattempo, la BCE – che procede in modo costante – continua a sottolineare i progressi dell'economia, ma cita l'inflazione moderata a giustificazione del ritardo di qualunque discorso di tapering. Eppure, come dimostrano gli USA e la Fed, non c'è motivo di allarmarsi per la bassa inflazione se la crescita decolla, anche se le oscillazioni dei tassi di cambio suggeriscono un approccio cauto. I mercati non considerano la *forward guidance* della BCE e scontano una velocità di normalizzazione molto superiore a quanto ripetutamente indicato dalla banca centrale.

Dobbiamo aspettarci che la BCE modifichi la sua *forward guidance*? A nostro avviso no, in quanto l'area euro è solo al suo terzo anno di ripresa, l'inflazione è ancora molto lontana dal target e permangono diversi ambiti di fragilità. Fintanto che la direzione della BCE resterà nelle mani dell'attuale Comitato Esecutivo – quindi fino al 2019 inoltrato – non c'è motivo di dubitare della sua *forward guidance*. Non prevediamo pertanto alcuna riduzione degli acquisti di asset prima del 2018. La BCE continuerà a ripetere il suo mantra accomodante almeno fino all'appuntamento di Jackson Hole di fine agosto. A settembre potrebbe fare qualche timido accenno alle modalità della normalizzazione, aspettando ottobre prima di fornire altri dettagli, a seconda dell'andamento dei tassi di cambio e dei dati economici nei mesi estivi.

Implicazioni per i tassi d'interesse: probabile aumento dei tassi USA verso fine anno, con un modesto apprezzamento del dollaro

In modo molto concreto, questa valutazione economica e finanziaria ci induce a prospettare le seguenti tempistiche di modesta inversione delle attuali tendenze dei tassi. Dopo un'estate (speriamo) tranquilla, i mercati potrebbero reagire agli eventi di Jackson Hole, dove è probabile che i rappresentanti delle banche centrali europea e americana diano qualche indicazione. Non ci aspettiamo nulla di molto diverso dai precedenti discorsi, con riferimenti al contesto quale premessa per una più decisa normalizzazione delle politiche monetarie. A nostro avviso, la Fed non si distanzierà molto dalle sue precedenti previsioni, in base alle quali i tassi USA dovrebbero iniziare ad aumentare gradatamente solo nella seconda parte dell'autunno, in preparazione di un rialzo a dicembre. Per contro, al meeting di Jackson Hole ci aspetteremmo indicazioni un po' più precise sul tapering (quanto meno riguardo alla metodologia) da parte del Presidente della BCE Mario Draghi, che dovrebbe tenere conto dell'andamento del tasso di cambio durante l'estate, nell'ottica di assicurare per quanto possibile la stabilità dei tassi e dell'euro.

¹ Lown, C. e Rich, R., "Is There an Inflation Puzzle?", 1997.

² Boone, L., "2016 lessons for 2017", AXA IM Research, 23 gennaio 2017.

Complessivamente, questo ci induce ad aspettarci una modesta inversione della recente variazione del tasso di cambio euro/dollaro, seppure solo ad autunno inoltrato, con un target a fine anno di \$1,12/€1.

Investimenti: manteniamo l'attuale orientamento al rischio

In questo contesto, la principale differenza rispetto a quanto dichiarato il mese scorso si riscontra nell'accelerazione del rafforzamento nominale euro/dollaro. Peraltro, il nostro outlook resta pressoché invariato, in quanto riteniamo che il rafforzamento dell'euro sarà parzialmente riassorbito prima di fine anno. Manteniamo una posizione di sovrappeso in asset sensibili alla crescita, dalle azioni al credito high yield e al debito dei mercati emergenti, specialmente in Europa e negli EM.

In ambito azionario, il mercato USA evidenzia ancora valutazioni elevate, mentre la relativa sovraperformance dei titoli azionari dell'area euro rispetto all'indice S&P 500 si è ridimensionata dopo il deciso rally di inizio anno. Il rapporto prezzo/utili negli USA si attesta al 37% sopra la media storica, e anche gli altri parametri di valutazione superano in quasi tutti i casi le medie a lungo termine. Le pressioni al ribasso sui prezzi energetici potrebbero rendere le azioni USA particolarmente vulnerabili, in quanto il settore energetico contribuisce per quasi un terzo alla crescita degli utili del Paese registrata nel 2017. Le azioni internazionali pertanto sono al momento molto scontate rispetto a quelle statunitensi. Di conseguenza, restiamo sottopesati in azioni USA, mentre manteniamo la nostra posizione di sovrappeso nell'area euro, in Svezia e nei mercati emergenti.

A livello strutturale, nel medio termine manteniamo una posizione lunga sulle obbligazioni inflation-linked, sia negli USA che nell'area euro, rispetto ai Treasury e ai titoli sovrani *core* dell'area euro. Le aspettative d'inflazione dovrebbero infatti continuare a crescere lentamente in un contesto di (modesta) accelerazione dei salari. Peraltro, manteniamo una posizione neutrale sulle obbligazioni sovrane *core*, con un rischio di volatilità qualora i mercati iniziassero il re-pricing degli interventi sui tassi della Fed.

[Scarica il deck completo di slide dell'Investment Strategy di Luglio](#)

ASSET ALLOCATION SUGGERITA

Asset Allocation

Key asset classes

Equities			Positive
Bonds	Negative		
Commodities		Neutral	
Cash		Neutral	

Equities

Developed

Euro area*			Positive
France		Neutral	
Germany		Neutral	
UK		Neutral	
Switzerland		Neutral	
Sweden			Positive
US	Negative		
Japan		Neutral	
World			Positive

Emerging & diversification

Emerging Markets			Positive
US small caps		Neutral	

Fixed Income

Govies

Euro core	Negative		
Euro periph		Neutral	
UK		Neutral	
US	Negative		

Inflation

US			Positive
Euro			Positive

Credit

Euro IG	Negative		
US IG	Negative		
Euro HY			Positive
US HY		Neutral	

EM Debt

Short duration			Positive
----------------	--	--	----------

Legends Negative Neutral Positive Last change ▲ Upgrade ▼ Downgrade

* Overweight EMU with neutral weights for its main member states means the overweight is undifferentiated across EMU countries

Source: AXA IM Research – As of 25 July 2017

PREVISIONI MACROECONOMICHE

Real GDP growth (%)	2015	2016	2017*		2018*	
				Consensus		Consensus
World	3.4	3.2	3.5		3.6	
Advanced economies	2.1	1.7	2.0		2.0	
US	2.6	1.6	2.1	2.2	2.2	2.4
Euro area	2.0	1.7	1.8	1.7	1.8	1.5
Germany	1.7	1.9	1.8	1.6	1.8	1.6
France	1.1	1.2	1.5	1.3	1.5	1.4
Italy	0.8	1.0	1.2	0.9	1.2	1.0
Spain	3.2	3.2	2.8	2.5	2.5	2.1
Japan	1.1	0.7	1.3	1.4	0.9	1.1
UK	2.2	2.0	1.7	1.6	1.2	1.4
Switzerland	0.8	1.3	1.3	1.4	1.5	1.7
Emerging economies	4.3	4.3	4.6		4.6	
Asia	6.8	6.4	6.5		6.2	
China	6.9	6.7	6.7	6.6	6.3	6.2
Rest of EM Asia	6.7	6.0	6.3		6.2	
LatAm	0.1	-1.0	1.0		1.9	
Brazil	-3.8	-3.6	0.2		1.3	
Mexico	2.6	2.3	1.9		2.1	
EM Europe	0.8	1.5	2.5		2.4	
Russia	-2.8	-0.2	1.4		1.6	
Poland	3.9	2.8	4.0		3.2	
Turkey	6.1	2.9	2.3		3.0	
Other EMs	3.4	4.4	3.2		3.3	

Source: Consensus Economics, IMF and AXA IM Research – As of 25 July 2017

CPI Inflation (%)	2015	2016	2017*		2018*	
				Consensus		Consensus
Advanced economies	0.3	0.8	1.5		1.6	
US	0.1	1.3	2.0	2.3	2.1	2.2
Euro area	0.0	0.2	1.5	1.6	1.4	1.4
Japan	0.8	-0.1	0.3	0.6	0.4	0.8
UK	0.1	0.7	2.8	2.7	2.7	2.7
Switzerland	-1.1	-0.4	0.2	0.5	0.6	0.7
Other DMs	1.0	1.3	1.1		1.5	

Source: Consensus Economics, IMF and AXA IM Research – As of 25 July 2017

COSA CI SI ASPETTA DALLE BANCHE CENTRALI

Le politiche delle banche centrali: le date degli incontri e i cambiamenti previsti

	Current	Aug.-17	Sep.-17	Oct.-17	Nov.-17	Dec.-17
United States - Fed	Date		--	19th-20th	--	31st-1st
	Rates (bp) / QE	1.00 - 1.25	--	unwind	--	unch
Euro area - ECB	Date	0.00 / 60bn	--	7th	26th	--
	Rates (bp) / QE	60bn from Apr-17	--	--	tapering	--
Japan - BoJ	Date		--	20th-21st	30th-31st	--
	Rates (bp) / QE	-0.1 / 80tn (JGBs)	--	unch	unch	--
UK - BoE	Date		3rd	14th	--	2nd
	Rates (bp) / QE	0.25	unch	unch	--	unch

Source: Datastream and AXA IM Research – As of 25 July 2017

These projections are not necessarily a reliable indicator of future results

Per scoprire tutte le pubblicazioni di AXA IM su mercato e prodotti,

visita il nostro [Financial Lab](#) ed iscriviti alla newsletter settimanale: su blog.axa-im.it

AVVERTENZE LEGALI

Prima dell'adesione leggere il Prospetto Informativo. Il presente documento è destinato unicamente a soggetti collocatori ed investitori professionali, e non può essere in alcun modo diffuso al pubblico o consegnato ad investitori che non posseggano tale qualifica. Le informazioni, i dati finanziari e le raccomandazioni formulate da AXA Investment Managers non possono in alcun caso essere interpretate come un offerta d acquisto, di vendita o di sottoscrizione di strumenti finanziari, né come un offerta per la vendita di fondi comuni di investimento, né come un offerta di servizi di investimento. AXA Investment Managers declina ogni responsabilità per l uso che potrebbe essere fatto di queste informazioni e delle conseguenze che potrebbero derivarne. Ogni riproduzione, copia, duplicazione, trasferimento, eseguita con qualunque mezzo, riguardante in tutto o in parte le informazioni, i dati finanziari e le raccomandazioni formulate da AXA Investment Managers sono rigorosamente vietate. Le analisi e le raccomandazioni contenute in questo documento esprimono la strategia globale di AXA Investment Managers. L applicazione di tale strategia è adatta per ciascun portafoglio al fine di ottimizzare i vincoli di gestione che lo caratterizzano. Il presente documento ha scopo esclusivamente informativo e non costituisce, da parte di AXA Investment Managers Paris, offerta all'acquisto o alla vendita, sollecitazione o consulenza d investimento. È stato elaborato sulla base di dati, proiezioni, anticipazioni e ipotesi di natura soggettiva. Le analisi e le conclusioni ivi contenute esprimono un'opinione, basata sui dati disponibili ad una data specifica. In conseguenza della natura soggettiva e indicativa di queste analisi, attiriamo la Vostra attenzione sul fatto che la reale evoluzione delle variabili economiche e i valori dei mercati finanziari potrebbero differire significativamente dalle indicazioni (proiezioni, previsioni, anticipazioni e ipotesi) fornite nel presente documento. Inoltre, per esigenze di semplificazione, le informazioni contenute nel presente documento possono essere considerate esclusivamente soggettive. Il presente documento può essere modificato senza preavviso e AXA Investment Managers Paris ha facoltà di, ma non l'obbligo, di aggiornare o rivedere il medesimo. Tutte le informazioni contenute nel presente documento sono state formulate sulla base di dati resi pubblici da provider ufficiali di statistiche economiche e di mercato. AXA Investment Managers Paris declina ogni responsabilità riguardo eventuali decisioni basate sul presente documento. Inoltre, in conseguenza della natura soggettiva delle suddette analisi ed opinioni, i dati, le proiezioni, le previsioni, le anticipazioni e/o le opinioni contenute nel presente documento non sono necessariamente utilizzate o seguite dai team di gestione di AXA IM Paris o dai suoi affiliati che potrebbero agire sulla base delle proprie opinioni e in qualità di dipartimenti indipendenti all'interno della Società. Accettando tali informazioni, i destinatari del presente documento concordano che utilizzeranno le informazioni stesse esclusivamente per valutarne il potenziale interesse nelle strategie ivi descritte e per nessun altro scopo e non divulgheranno nessuna delle suddette informazioni a parti terze. Ogni riproduzione, totale o parziale, delle informazioni contenute nel presente documento, salvo espressa autorizzazione da parte di AXA IM, è severamente vietata. Né i MSCI né parti terze coinvolte nella compilazione, computazione o creazione dei dati MSCI offrono garanzia esplicita o implicita riguardo ai dati stessi (o ai risultati ottenibili tramite il loro impiego) e nessuno dei soggetti di cui sopra si assume alcuna responsabilità in merito all'originalità, accuratezza, completezza, commerciabilità o adeguatezza al perseguimento di un fine specifico di tali dati. Salvo quanto di cui sopra, in nessun caso i MSCI, sue sussidiarie o altre parti terze coinvolte nella compilazione, computazione o creazione dei dati saranno ritenute responsabili per eventuali danni diretti, indiretti, specifici, punitivi, conseguenti o altro (inclusa la perdita di profitti) anche se debitamente informate della possibilità di tali danni. Nessuna ulteriore distribuzione dei dati MSCI è consentita senza esplicito consenso scritto da parte di MSCI stessa.

EDITOR: AXA Investment Managers SA - Tour Majunga, La Defense 9, 6 place de la Pyramide, 92800 Puteaux, France, immatricolata nel registro del commercio e delle imprese di Nanterre con il numero 393 051 826.

© AXA Investment Managers 2017. Tutti i diritti riservati