

L'essenziale della settimana

- **Mercati:** forte flessione dei rendimenti tedeschi e ampliamento degli spread sovrani; il dollaro prosegue sulla strada dell'adeguamento, perdendo terreno rispetto alle altre principali valute. Gli spread delle obbligazioni IG e HY in euro sembrano ignorare il rischio politico derivante dalle elezioni francesi; i mercati azionari continuano a esibire una buona tenuta.
- **Europa:** indicatori della fiducia delle imprese molto ottimistici.
- **Stati Uniti:** aumento delle vendite di immobili esistenti.

Key focus

I mercati obbligazionari europei tra le elezioni francesi e l'evoluzione della politica della BCE

Il tema principale che ha caratterizzato i mercati obbligazionari questa settimana (così come le due, tre settimane precedenti) è stato quello degli sviluppi politici in Francia in vista delle elezioni presidenziali (alleanza tra François Bayrou ed Emmanuel Macron, accordo tra il candidato ecologista e Benoit Hamon, mentre i sondaggi prevedono una bassissima affluenza alle urne). La prospettiva di una vittoria di Marine Le Pen, che potrebbe aprire uno scenario in cui la Francia esce dalla zona Euro, continua a mettere sotto pressione le obbligazioni francesi.

Il differenziale di rendimento tra Francia e Germania è ai massimi dalla fine del 2012 (74 pb lo scorso venerdì). Ricordiamoci, tuttavia, che nelle ultime settimane i premi per il rischio di credito sono saliti in quasi tutti i Paesi della zona Euro, perché il destino di quest'area dipende dalla partecipazione della Francia all'UE. Nel frattempo, il boom delle obbligazioni tedesche, ritenute più sicure, ha spinto al ribasso il rendimento dei bund decennali (0,20%), toccando i minimi da inizio anno.

In questo contesto, è meglio mantenere un atteggiamento prudente fino alle elezioni, ricordandosi però la dichiarazione della BCE, secondo cui l'importo dei suoi acquisti mensili di attività risulterà a 80 miliardi di euro "se ... le prospettive diverranno meno favorevoli o se le condizioni finanziarie saranno incompatibili con la politica di adeguamento dell'inflazione".

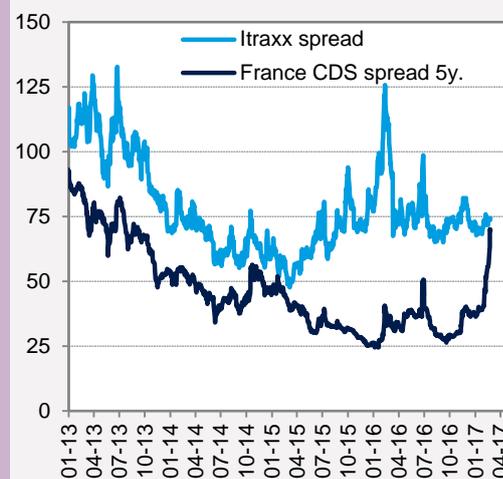
Per il momento, gli spread delle obbligazioni IG e HY in euro sembrano ignorare il rischio politico delle elezioni francesi. Nonostante l'ampliamento dello spread franco-tedesco, gli spread delle obbligazioni IG e HY in euro sono rimasti stabili. L'indebitamento delle imprese domiciliate in Francia supera i 400 miliardi di euro, pari al 23% dell'indice, un dato che rende il Paese transalpino quello con la percentuale più alta. **Cosa sta succedendo?**

- **Una possibile risposta è che il rendimento di alcune obbligazioni societarie è inferiore a quello dei titoli di Stato**, ad esempio quando i loro emittenti realizzano gran parte dei ricavi all'estero.
- **Il QE ha contribuito in larga misura a ridurre il premio per il rischio sul debito societario.** Il CSPP della BCE rimane un fattore di sostegno molto importante per i mercati del credito. Nell'ambito di questo programma sono state acquistate obbligazioni societarie per 59 miliardi di euro, pari a una media settimanale di 1,7 miliardi di euro. Se il ritmo degli acquisti rimarrà invariato, a fine anno la BCE avrà acquistato obbligazioni societarie per 130 miliardi di euro, ovvero il 17% di quelle a disposizione.

Nelle prossime settimane, le elezioni francesi saranno un avvenimento determinante anche per i mercati del credito in euro. Gli spread sulle obbligazioni denominate in euro potrebbero ampliarsi nel caso di:

- **un maggior rischio politico.** Un aumento significativo delle probabilità di vittoria di Marine Le Pen farebbe inevitabilmente salire i premi per il rischio di credito. Ricordiamoci che durante la crisi del debito sovrano del 2011-2012 nella zona Euro, lo stress delle obbligazioni sovrane finì per contagiare le obbligazioni societarie.

Confronto tra spread Itraxx e spread CDS francesi a 5 anni



Fonte: Bloomberg, Amundi Research

- **un rallentamento degli acquisti da parte della BCE.** Ad aprile gli acquisti diminuiranno da 80 mld di euro a 60 mld di euro. 60 mld di euro è ancora una cifra di tutto rispetto, ma gli investitori potrebbero reagire negativamente nel caso in cui si convinca di una fine prematura dei programmi della BCE. Dopo tutto, questa settimana Jens Weidmann ha dichiarato che l'idea di un rialzo dei tassi da parte della BCE nel 2019 non è più da ritenere assurda.

Ovviamente, l'evoluzione dei mercati obbligazionari continuerà a dipendere dal rischio politico e dall'indirizzo delle politiche della BCE.

The week at a glance

> Altri eventi

Zona Euro >

La Commissione europea procede con cautela nella sua analisi degli squilibri economici negli Stati membri. In occasione della presentazione della sua analisi sugli Stati membri dell'UE martedì 21 febbraio, la Commissione europea ha dimostrato di procedere coi piedi di piombo nel segnalare gli "squilibri eccessivi" che gli Stati membri sono chiamati a correggere. Mentre nei confronti di Germania e Paesi Bassi si è mostrata particolarmente clemente (nonostante i loro ingenti avanzi delle partite correnti), non ha esitato a puntare il dito contro altri sei paesi: Francia, Bulgaria, Croazia, Italia (scampata di misura a una procedura d'infrazione per disavanzo eccessivo), Cipro e Portogallo.

 La Commissione ha trattato con i guanti la Germania, i Paesi Bassi e anche l'Italia allo scopo di non esacerbare le tensioni in un contesto di incertezza politica. Per quanto riguarda la Francia, la Commissione ha preso atto dei progressi compiuti sul fronte della riduzione del deficit pubblico, sottolineando però la necessità di monitorare con attenzione le promesse che verranno formulate dal prossimo governo.

> Indicatori economici

Europa >

Indicatori della fiducia delle imprese molto ottimistici. I dati preliminari sull'indice dei responsabili degli acquisti (PMI Composite) per la Zona Euro segnalano un rialzo a 56 punti (rispetto a un dato atteso di 54,3, e a un dato di gennaio di 54,4) grazie all'effetto di traino congiunto del settore manifatturiero e di quello dei servizi. Anche in Germania l'indice PMI ha fatto segnare un progresso nell'industria e nei servizi. In Francia, al rialzo nel comparto dei servizi fa invece da contraltare una flessione in quello manifatturiero (pur restando in area di espansione). È progredito anche l'indicatore IFO della fiducia delle imprese in Germania, salendo a quota 111,0 (rispetto a un dato atteso di 109,6 e a un dato di gennaio di 109,9) e segnando un progresso sia nella componente relativa alle condizioni attuali sia in quella relativa alle aspettative future. In Francia, l'indicatore della fiducia delle imprese elaborato da INSEE ha raggiunto il massimo decennale con 107 punti. La crescita del PIL tedesco nel Q4 2016 è stata inoltre confermata al +0,4%, mentre quella del PIL del Regno Unito è stata rivista al rialzo e portata al +0,7% rispetto al +0,6% annunciato in precedenza.

 Il quadro economico appare quantomeno improntato alla fiducia a fronte dell'elevata incertezza politica legata agli appuntamenti elettorali in programma nel 2017 (elezioni nei Paesi Bassi, in Francia e in Germania e possibile ritorno alle urne in Italia). Non bisogna però peccare di un eccesso di ottimismo, perché è possibile che gli indicatori di febbraio sopravvalutino la forza della congiuntura e il 2017 è un anno ricco di insidie.

Stati Uniti >

Aumento delle vendite di immobili esistenti. A gennaio le vendite di immobili residenziali hanno registrato un andamento sorprendentemente sostenuto (5,69 milioni di unità, rispetto a un dato stimato di 5,54 e a un dato di dicembre di 5,51 milioni). Le stime flash degli indici PMI relative a febbraio hanno invece evidenziato un arretramento a 54,3 nel settore manifatturiero (rispetto a un dato previsto di 55,3 e a un dato di gennaio di 55) e a 53,9 in quello dei servizi (rispetto a un dato previsto di 55,8 e a un dato di gennaio di 55,6).

 Pur non offrendo margini di rialzo altrettanto ampi quanto quelli della Zona Euro, i dati relativi agli Stati Uniti viaggiano finora su livelli soddisfacenti.

Messico >

Il PIL messicano è cresciuto del 2,4% su base annua nel Q4 2016, superando i risultati del Q3 (2%) e le stime di consenso (2,2%). Nel 2016, il PIL messicano era aumentato del 2,3%, registrando una lieve flessione rispetto al 2015 (2,6%). Il settore terziario resta il principale volano a sostegno della crescita. Sul versante negativo, la crescita messicana continua a risentire del calo nel settore minerario e petrolifero e del rallentamento della produzione manifatturiera.

 L'elezione di Donald Trump ha reso più arduo il compito delle autorità messicane e del Banco de Mexico (Banxi-

co) in particolare. In seguito alla netta flessione del peso messicano, la banca centrale è stata costretta ad aumentare fortemente i propri tassi per mantenere ancorate le aspettative d'inflazione sebbene l'economia abbia già iniziato a decelerare. Anche se l'inasprimento della politica monetaria non costituisce di certo un segnale incoraggiante, occorre tenere presente che potrebbe trattarsi di un effetto solo temporaneo. In particolare, la reazione dei mercati è apparsa eccessiva. Va inoltre ricordato che il peso è riuscito a recuperare interamente il terreno perso all'indomani dell'elezione di Trump. Ribadiamo pertanto il nostro scenario di una crescita del 2% dell'economia messicana nel 2017.

> Politica monetaria

Brasile >

In linea con le previsioni, la banca centrale del Brasile (BCB) ha abbassato il tasso di riferimento di 75 pb, portandolo al 12,25%. Il comunicato stampa diramato in tale occasione ha evidenziato una serie di punti. Per quanto concerne l'inflazione, la BCB è convinta della necessità di un suo ulteriore ridimensionamento soprattutto perché la riduzione dei prezzi dei generi alimentari costituirebbe uno shock di offerta con ricadute favorevoli per l'economia. Tuttavia, sebbene i toni siano leggermente più incoraggianti che in passato, la BCB continua a segnalare il ruolo potenzialmente destabilizzante del contesto esterno, sottolineando l'importanza di adottare e attuare le riforme di bilancio necessarie per il consolidamento dell'economia brasiliana.

 Il comunicato stampa suggerisce pertanto che la BCB dovrebbe dare seguito al suo ciclo di allentamento monetario senza però accelerarne il ritmo nella fase attuale. È dunque probabile che la BCB opti per un'ulteriore sforbiata di 75 pb del tasso di riferimento ad aprile. Le stime di consenso danno il Selic al 9,5% entro la fine del 2017. In assenza di turbative esterne degne di nota e a fronte di una ripresa più che graduale, la BCB potrebbe spingersi anche oltre. Non escludiamo quindi che il tasso Selic possa scendere sotto quota 9% entro la fine dell'anno.

> Mercati finanziari

Obbligazioni governative

Forte flessione dei rendimenti tedeschi e ampliamento degli spread sovrani. Il rendimento dei bund decennali tedeschi è crollato allo 0,20%, il livello minimo da inizio anno, mentre il rendimento dei titoli a due anni è sceso a un nuovo minimo storico (-0,95%). Lo spread tra i rendimenti delle obbligazioni francesi e tedesche ha chiuso la settimana su livelli analoghi a quelli della settimana precedente, mentre il premio per i CDS ha raggiunto il livello massimo dall'agosto 2013. I differenziali in Italia e Spagna hanno registrato un notevole ampliamento. Inoltre, nel corso della settimana il tasso dell'inflazione di break-even in euro ha ceduto poco meno di 10 punti base.

 Come menzionato nell'editoriale, a marzo e aprile i mercati obbligazionari europei continueranno a essere influenzati soprattutto dagli eventi politici, e le obbligazioni periferiche e semi-core resteranno esposte a pressioni innescando un calo dei rendimenti tedeschi, in quanto i bund fungeranno da bene rifugio.

Tassi di cambio

Il dollaro ha proseguito sulla sua rotta di adeguamento, perdendo terreno rispetto alle altre principali valute. Il peso messicano è stato il protagonista della settimana con un progresso del 3,2% sullo USD dopo la decisione di Banxico di varare un programma di copertura valutaria fino a USD 20 miliardi allo scopo di sostenere il peso. Questo provvedimento sembra essere stato accettato di buon grado dai mercati, considerato che il cambio USD/MXN ha infranto il tetto di 20 pesos per un dollaro per la prima volta dalle elezioni americane. Anche il won sudcoreano e la lira turca hanno messo a segno una performance brillante, guadagnando rispettivamente l'1,35% e l'1,09%. L'euro è stato contraddistinto da una relativa stabilità, con fluttuazioni intorno a quota 1,05-1,06 per poi chiudere la settimana a 1,06. Si è leggermente apprezzato (0,6%) anche lo yen, salito a quota 112.

 Il programma di copertura introdotto da Banxico è il secondo intervento della banca centrale messicana da inizio anno finalizzato a sostenere la valuta nazionale. A gennaio la banca centrale era già intervenuta sul mercato a pronti con una strategia volta a salvaguardare una valuta sotto pressione e che era stata percepita dai mercati come "rischiosa" perché avrebbe potuto determinare il rapido esaurimento delle riserve valutarie del paese. Oltre a presentare il vantaggio di non incidere sulle riserve internazionali (essendo imperniato sul peso messicano), il programma di copertura potrebbe contribuire a sostenere la valuta. Ciò detto, riteniamo che questa misura abbia un orizzonte di breve periodo visto che i) un esito dei negoziati commerciali peggiore del previsto potrebbe tradursi in una forte volatilità del peso, e che ii) il Paese è alle prese con difficoltà interne (ridimensionamento delle stime di crescita, riduzione della produzione di petrolio e disavanzo delle partite correnti) che non offrono alcun sostegno alla valuta. Inoltre, è importante sottolineare come l'apprezzamento del peso nelle ultime due settimane

sia altresì legato al deprezzamento del dollaro, la cui performance sembra dipendere soprattutto dalle notizie politiche – attualmente si attendono con ansia maggiori dettagli sulla politica di bilancio –, visto che non ha beneficiato né della recente pubblicazione dei dati economici positivi, né dell'orientamento più restrittivo della Fed.

Credito

Gli spread delle obbligazioni investment grade (IG) e high yield (HY) in euro sembrano ignorare il rischio politico derivante dalle elezioni francesi. Nonostante l'ampliamento del differenziale tra Francia e Germania, gli spread delle obbligazioni IG e HY in euro sono rimasti stabili.

 Gli spread delle obbligazioni IG e HY in euro sembrano non tenere conto del rischio politico connesso alle elezioni francesi. Ciò nonostante, nelle prossime settimane questo appuntamento elettorale sarà comunque un elemento determinante per i mercati del credito in euro. Gli spread sulle obbligazioni societarie denominate in euro potrebbero ampliarsi in caso di incremento del rischio sovrano e/o di rallentamento del ritmo degli acquisti obbligazionari da parte della BCE. I mercati obbligazionari in euro continueranno naturalmente a essere influenzati dai fattori di rischio politici e dall'indirizzo della politica monetaria della BCE.

Azioni

I mercati azionari hanno continuato a registrare un andamento soddisfacente. I listini sono tuttora sostenuti dai dati positivi sull'attività economica in Europa e Giappone (indici PMI molto alti e superiori alle attese).

 Gli investitori hanno optato per un atteggiamento all'insegna dell'ottimismo in attesa delle elezioni nei Paesi Bassi e in Francia nonché della pubblicazione del bilancio USA prevista per metà marzo. La situazione dei conti pubblici indicherà alla Fed le politiche da adottare. Per il momento, però, il contesto reflazionistico (ripresa della crescita e dell'inflazione) è favorevole al comparto azionario nonostante la sopravvalutazione del mercato statunitense.

Key upcoming events

> Indicatori economici

Stati Uniti: prevista accelerazione del PIL nel Q2. **Zona Euro:** l'indice PMI manifatturiero e l'indice IPC dei prezzi al consumo dovrebbero essere rimasti stabili a febbraio.

Date	Country	Upcoming macroeconomic data	Consensus	Prior
February 27	Spain	CPI. GA.		3%
February 28	France	GDP. QoQ. Q4		0.4%
	Eurozone	CPI. GA. February	1.9%	1.8%
	US	GDP. QoQ. Q4	2.1%	1.9%
	US	Consumer confidence Conference Board	111.0	111.8
	US	PMI Chicago. February	52.3	50.3
March 1	China	Manufacturing PMI. February	51.2	51.3
	Eurozone	Manufacturing PMI. February	55.5	55.5
	UK	Manufacturing PMI. February		55.9
	US	Core PCE. MoM. January	0.3%	0.1%
	US	Manufacturing PMI. February		54.3
March 2	Eurozone	Unemployment rate. January	9.6%	9.6%
March 3	Eurozone	Services PMI. February		55.6
	Eurozone	Retail sales. MoM. January	0.2%	-0.3%
	US	Services PMI. February		53.9

Source: Amundi Strategy

> Aste

Date	Country	Auctions of European sovereign debt [maturity, amount (if available)]
February 27	France	Short-term, amounts not available on Friday
	Italy	Long-term, €7 Bn
February 28	Germany	2 years, €5 Bn
March 1	Germany	10 years, €3 Bn
March 2	France	Long-term, amounts not available on Friday
	Spain	Long-term, amounts not available on Friday

Source: Amundi Strategy

> Key events

Date	Upcoming monetary policy committee meetings
March 9, 2017	European Central Bank (ECB)
April 27, 2017	Bank of Japan (BoJ)
March 15, 2017	Federal Reserve (Fed)
March 16, 2017	Bank of England (BoE)

Date	Upcoming important events
March 15, 2017	Netherlands - General elections
March 31, 2017	UK - Deadline for triggering Article 50 to leave the EU
April 23, 2017	France- First round of Presidential election

Source: Amundi Strategy

> Market snapshot

Equity markets	24/02/2017	Over 1 week	Over 1 month	Ytd
S&P 500	2364	0.5%	3.7%	5.6%
Eurostoxx 50	3282	-0.8%	0.0%	-0.3%
CAC 40	4809	-1.2%	-0.4%	-1.1%
Dax 30	11734	-0.2%	1.2%	2.2%
Nikkei 225	19284	0.3%	2.6%	0.9%
MSCI Emerging Markets (close -1D)	952	1.4%	4.8%	10.4%
Commodities - Volatility	24/02/2017	Over 1 week	Over 1 month	Ytd
Crude Oil (Brent, \$/barrel)	56	0.0%	0.6%	-1.8%
Gold (\$/ounce)	1259	1.9%	4.1%	9.2%
VIX	13	1.1	1.5	-1.5
FX markets	24/02/2017	Over 1 week	Over 1 month	Ytd
EUR/USD	1.06	-0.2%	-1.2%	0.8%
USD/JPY	112	-0.6%	-1.4%	-4.1%
EUR/GBP	0.85	-1.1%	-1.2%	-0.8%
EUR/CHF	1.06	0.0%	-0.9%	-0.7%
Fixed Income markets	24/02/2017	Over 1 week	Over 1 month	Ytd
EONIA	-0.36	--	--	-3 bp
Euribor 3M	-0.33	-	--	-1 bp
Libor USD 3M	1.05	-	+2 bp	+6 bp
2Y yield (Germany)	-0.95	-14 bp	-28 bp	-18 bp
10Y yield (Germany)	0.20	-10 bp	-21 bp	-1 bp
2Y yield (US)	1.15	-4 bp	-4 bp	-4 bp
10Y yield (US)	2.33	-8 bp	-13 bp	-11 bp
Eurozone Sovereigns 10Y spreads vs Germany	24/02/2017	Over 1 week	Over 1 month	Ytd
France	+73 bp	--	+24 bp	+25 bp
Austria	+26 bp	-3 bp	+7 bp	+4 bp
Netherlands	+30 bp	-3 bp	+19 bp	+15 bp
Finland	+18 bp	-1 bp	+3 bp	+4 bp
Belgium	+53 bp	-1 bp	+21 bp	+21 bp
Ireland	+73 bp	-4 bp	+9 bp	+18 bp
Portugal	+372 bp	-1 bp	+27 bp	+16 bp
Spain	+153 bp	+20 bp	+43 bp	+35 bp
Italy	+201 bp	+12 bp	+38 bp	+41 bp
Credit markets	24/02/2017	Over 1 week	Over 1 month	Ytd
Itraxx Main	+75 bp	+1 bp	+5 bp	+3 bp
Itraxx Crossover	+296 bp	-2 bp	+6 bp	+7 bp
Itraxx Financials Senior	+95 bp	+2 bp	+9 bp	+1 bp

Source: Bloomberg, Amundi Strategy

3:00 pm Paris time

WEEKLY
Research, Strategy and Analysis

Disclaimer

Il presente documento è distribuito unicamente a scopo informativo. Le informazioni in esso riportate non costituiscono un'offerta ad acquistare o una sollecitazione a vendere nessuna azione o quota di qualsiasi fondo cui si fa riferimento né nessun servizio, da parte o per qualunque soggetto in tutte le giurisdizioni in cui tale offerta, sollecitazione o distribuzione sia illegale, o in cui la persona che presenta tale offerta o sollecitazione non sia qualificata per farlo, o nelle giurisdizioni in cui sia illegale rivolgere tale offerta o sollecitazione al destinatario. Se non è diversamente indicato, tutte le opinioni espresse sono in ogni momento soggette a cambiamento, in base al mercato e ad altre condizioni, e non è possibile assicurare che i Paesi, i mercati o i settori registrino le performance attese. Il valore dell'investimento e il suo rendimento potrebbero perciò diminuire così come aumentare e gli investitori potrebbero perdere tutto l'importo investito. Per ulteriori informazioni siete invitati a richiedere un prospetto gratuito. Si prega di leggere attentamente il prospetto prima di effettuare un investimento. Il rendimento passato non è garanzia di analoghi rendimenti futuri. La Società formula per iscritto, applica e mantiene una politica di gestione dei conflitti di interesse che tiene conto delle circostanze connesse con la struttura e le attività dei soggetti appartenenti al medesimo Gruppo. Quanto fin qui presentato non deve in alcun modo essere copiato e/o distribuito a terzi, né per nessun motivo può essere utilizzato nei confronti della clientela.

www.amundi.com