

18 luglio 2019

View

Fideuram Investimenti

Scenario macroeconomico

La svolta in direzione espansiva della politica monetaria, in risposta all'aumento dell'incertezza sulle prospettive di crescita a livello globale, si è ulteriormente accentuata nel corso delle ultime settimane. Nell'audizione al Congresso del 10 luglio il Presidente Powell ha chiarito che un taglio dei tassi deve considerarsi l'esito più probabile della prossima riunione della Fed (30-31 luglio). Al riguardo, non si può nemmeno escludere che il taglio sia di 50 pb. Anche la BCE nel corso delle ultime settimane ha mandato chiari segnali che un ulteriore stimolo verrà deciso nei prossimi mesi. Agli occhi dei mercati, la nomina di Christine Lagarde alla guida della BCE garantisce inoltre continuità rispetto all'operato di Mario Draghi.

Mercati Azionari

I mercati azionari hanno beneficiato del ribasso dei tassi e della riduzione dei rischi geopolitici a seguito dell'incontro tra USA e Cina al G20 e la sospensione temporanea delle tensioni sul commercio internazionale. Le valutazioni degli indici azionari sono abbastanza elevate e scontano uno scenario macro più ottimista di quello implicito nelle valutazioni dell'obbligazionario anche se il posizionamento degli investitori nei confronti delle azioni non è ancora troppo alto. Manteniamo un lieve sottopeso sulle azioni globali perché si è chiuso il gap tra valutazioni e fondamentali e i multipli hanno limitati spazi di ulteriori rialzi nel breve. Con margini già elevati un ulteriore rialzo dei corsi dipende principalmente dalla crescita degli utili che pensiamo possa non essere brillante nel secondo trimestre del 2019 mentre siamo più positivi per i trimestri successivi.

Mercati Obbligazionari

Le obbligazioni governative risultano care rispetto ai nostri modelli di valutazione; la decelerazione macroeconomica e i ribassi dei tassi ufficiali da parte delle Banche Centrali risultano prezzati in modo eccessivo rispetto al nostro scenario centrale. Nell'ambito del credito, le Banche Centrali hanno creato un ambiente più favorevole al *carry* e i titoli lo stanno incorporando. Ma i fondamentali (leva finanziaria, qualità del credito, utili) stanno evolvendo in senso meno favorevole e le tensioni politiche non sono definitivamente risolte. Manteniamo pertanto un approccio difensivo, preferendo i titoli *investment grade* a quelli *high yield* e il debito emergente in valuta forte rispetto a quello in valuta locale.

Scenario macroeconomico

USA: il tempo delle colombe

Nonostante i dati più recenti, relativi al mese di giugno, sull'andamento dell'attività economica (in particolare, occupazione e vendite al dettaglio) e dei prezzi al consumo siano stati decisamente più forti del previsto, **la Fed appare avviata alla decisione di un taglio dei tassi d'interesse nella prossima riunione** che si terrà il 30-31 luglio. Questo taglio ha natura "precauzionale", alla luce dei rischi per lo scenario macro derivanti dall'accresciuta incertezza a livello politico (*in primis*, la guerra commerciale tra USA e Cina, al momento in fase di tregua, dopo l'inasprimento delle tensioni in maggio). Il nostro scenario centrale contempla che dopo un taglio di 25 pb nella riunione di fine luglio ne segua solo un altro di eguale entità in quella di metà settembre, mentre il mercato sconta al momento quasi 100 pb di tagli complessivi entro la fine del prossimo anno.

Area Euro: Al voto al voto!

Le prospettive per crescita ed inflazione nell'Area Euro rimangono incerte e l'assenza di un miglioramento sta convincendo la BCE che sia necessaria una nuova azione espansiva. Le condizioni nel settore manifatturiero restano infatti difficili, a causa delle tensioni sul commercio internazionale, ed il settore dei servizi si sta indebolendo. Inoltre, l'inflazione da inizio anno è stata molto volatile ma, al netto di energia e alimentari, è rimasta

intorno all'1%, senza mostrare una tendenza al rialzo. La BCE teme che le aspettative di inflazione possano disancorarsi, per il timore da parte dei mercati che la Banca Centrale non abbia più strumenti a disposizione per rispondere alla debolezza ciclica. Pertanto, tra luglio e settembre la BCE dovrebbe presentare un nuovo "pacchetto" espansivo, tagliando il tasso sui depositi di 10 punti base, presentando misure per compensare le banche (*"il tiering"* delle riserve) e riattivando il QE, se necessario.

Cina: Un passo avanti e due indietro

Dopo l'andamento piuttosto deludente dei dati sull'attività economica in aprile e, soprattutto, in maggio, a giugno tutti i principali indicatori relativi alla domanda interna (investimenti, produzione industriale e vendite al dettaglio) **hanno registrato un andamento più robusto del previsto.** La crescita del PIL del secondo trimestre ha rallentato (dal 6.4% al 6.2% a/a), ma mantenendosi esattamente in linea con le attese. Pertanto, i segnali di stabilizzazione nella domanda interna e la fase di "tregua" nei rapporti con gli USA dopo l'incontro tra i Presidenti Xi e Trump a fine giugno al G-20 non determinano una pressione urgente per le autorità di fornire ulteriore stimolo (fiscale e/o monetario) all'economia nel breve periodo. Il rischio principale per lo scenario rimane quello di una nuova escalation della guerra commerciale con gli USA.

Mercati Azionari

Banche centrali in aiuto dei mercati

I mercati azionari hanno avuto *performance* ancora positive nel periodo, con quello USA che ha toccato nuovi massimi grazie alla *stance* sempre più espansiva delle Banche Centrali e la distensione politica post G-20.

La maggiore reattività dei mercati azionari alle sorprese positive e una certa indifferenza a indicazioni macroeconomiche di rallentamento appare relazionata al posizionamento degli investitori, basso fino allo scorso mese. Nelle ultime settimane il posizionamento si è ricostituito senza tuttavia aver raggiunto livelli troppo elevati; analogamente il *sentiment* è migliorato ma risulta non estremo.

Un punto estremo su base storica è stato invece toccato dal *gap* tra titoli più difensivi e quelli più *value* e ciclici, a dimostrazione che **la spinta al movimento rialzista di queste ultime settimane ha avuto una connotazione più monetaria che reale**. Analoga indicazione proviene dalla correlazione positiva tra comparto azionario e obbligazionario. D'ora in avanti crediamo che invece vi sarà maggiore dipendenza dei corsi azionari dall'evoluzione dei fondamentali. Riteniamo che **la stagione degli utili possa rivelarsi nel complesso più contrastata** rispetto allo scorso trimestre, soprattutto in USA, per cui manteniamo un approccio cauto nei confronti dei mercati azionari.

Per quel che concerne le aree geografiche confermiamo la *view* precedente: **un generale sottopeso sia sull'azionario come asset class sia sulle singole aree**.

Nello specifico:

- in **USA** manteniamo un lieve sottopeso perché le valutazioni riflettono correttamente i

fondamentali e hanno limitati spazi di ulteriori rialzi nel breve in quanto già incorporano l'attesa di un ribasso dei tassi da parte della Fed e la riduzione del rischio geopolitico post G20. Con margini già elevati un ulteriore rialzo dei corsi dipende prevalentemente dalla crescita degli utili che pensiamo possa non essere brillante nel secondo trimestre del 2019, mentre siamo più positivi per i trimestri successivi.

- In **Europa** nonostante il supporto degli elevati dividendi **manteniamo una posizione di lieve sottopeso** perché lo sconto valutativo rispetto agli USA non è particolarmente significativo quando si tiene conto della diversa composizione settoriale degli indici e della differente redditività aziendale. Inoltre la crescita attesa degli utili ha rischi di revisione al ribasso per via di un momento macro ancora debole soprattutto nella manifattura.

- In **Giappone** il **sottopeso** dipende da una crescita degli utili inferiore rispetto ad altre aree, da fondamentali che appaiono più incerti in vista dell'aumento dell'IVA nella seconda parte dell'anno e dall'alta sensibilità alle tensioni commerciali. Le valutazioni non sono alte e continua la tendenza di lungo periodo al recupero della redditività aziendale. Ma nel breve periodo prevalgono considerazioni più tattiche e legate alla crescita degli utili.

- Nei **mercati emergenti**, nonostante la distensione post-G20, le questioni commerciali rimangono un elemento di incertezza sull'andamento degli utili, del fatturato e dell'economia, nonostante le politiche monetarie più accomodanti. Le valutazioni sono di sostegno ma per una *out-performance* duratura occorre l'evidenza di un quadro macro migliore o di un indebolimento del dollaro. **Rimaniamo sottopeso**.

Mercati Obbligazionari

Tra espansione monetaria e quadro fondamentale

La virata espansiva delle principali Banche Centrali ha nuovamente contribuito a comprimere il premio a scadenza sulle obbligazioni governative ed a creare un ambiente più favorevole al *carry*. Anche il quadro fondamentale appare compatibile con tassi più bassi, ma il mercato sconta nei titoli governativi di alta qualità decelerazione macroeconomica ed interventi di politica monetaria in eccesso rispetto alle nostre previsioni. Nell'ambito del credito, con le tensioni commerciali "in pausa" ma non ancora risolte, manteniamo un approccio più difensivo, declinato in una preferenza per il segmento *investment grade* rispetto a quello *high yield* e per il debito emergente in valuta forte rispetto a quello in valuta locale.

In generale vediamo limiti all'ulteriore espansione delle valutazioni sul reddito fisso dal quadro di riferimento. Già circa un quarto dei titoli dell'indice Barclays Global Aggregate tratta a rendimenti negativi, condizione simile quella del luglio 2016 in cui furono toccati i minimi sui tassi a lunga scadenza.

Titoli governativi

I tassi governativi di alta qualità sono cari rispetto ai fondamentali macro, il cui andamento però, insieme alla politica monetaria espansiva, limita lo spazio di rialzo. Le attese sono per un taglio dei tassi da parte della Fed già a fine luglio e anche per la BCE sia le dichiarazioni di Draghi a Sintra che la nomina di C. Lagarde alla presidenza della

BCE a fine ottobre sono da leggere nel senso della continuità espansiva.

Il Treasury sconta aspettative di ribasso dei tassi ufficiali in eccesso alle nostre previsioni di due tagli di 25 punti base per il 2019, e anche in Europa il mercato ha già incorporato attese di estensione del programma di quantitative easing.

In considerazione dei recenti sviluppi, rivediamo al ribasso il range di corretta valutazione dello spread BTP - Bund a 210 - 250 bps (da 240 - 280), nell'ipotesi di mantenimento della disciplina fiscale.

Prodotti a spread

Confermiamo la **preferenza in termini relativi per la componente investment grade** rispetto a quella speculativa, in ottica difensiva.

I titoli *investment grade* risultano più "protetti" dall'azione delle Banche Centrali, soprattutto in Area Euro, ma i rendimenti attesi sono bassi.

I titoli *high yield* appaiono più esposti all'incremento della volatilità e dell'incertezza macroeconomica, alla leva finanziaria elevata e ai tassi di interesse.

Post G-20 si è avuta una distensione delle tensioni commerciali ma ancora non è stata raggiunta una definitiva soluzione. Manteniamo pertanto il **favore per la componente in valuta forte rispetto a quella in valuta locale** perché più difensiva e più correlata alle condizioni finanziarie globali che rimangono nel complesso accomodanti. Gli spread, così come per gli altri settori del credito, sono però in assoluto abbastanza stretti.

FIDEURAM Investimenti Sgr SPA

Via Montebello 18, 20121 Milano
info@fideuramsgr.it
www.fideuramassetmanagement.it

Società del gruppo **INTESA**  **SANPAOLO**

DISCLAIMER:

Il presente documento, è pubblicato da Fideuram Investimenti SGR S.p.A., società iscritta all'albo delle società di gestione del risparmio tenuto dalla Banca d'Italia ai sensi dell'articolo 35 del d.lgs. 58/1998 (TUF), al n. 12 nella sezione gestori di OICVM e al numero 144 della sezione gestori di FIA e sottoposta alla direzione e coordinamento di Intesa Sanpaolo S.p.A. e appartenente al Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo.

*Le informazioni, le opinioni e i dati contenuti in questo documento non costituiscono in alcun modo ricerca, raccomandazione, consiglio di investimento, consulenza all'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 costituisce un'offerta di acquisto o vendita o una sollecitazione all'investimento in alcun prodotto finanziario citato e non costituisce 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.

Copyright © 2015 Fideuram Investimenti SGR. Tutti i diritti riservati.

Se non diversamente specificato, tutte le informazioni contenute nel presente documento sono aggiornate alla data che appare sulla prima pagina di copertina.