

6 agosto 2018

View

Fideuram Investimenti

Scenario macroeconomico

I dati sulla crescita del secondo trimestre hanno confermato la migliore *performance* degli USA, il cui ritmo di crescita ha superato il 4% annualizzato. Anche se le indicazioni provenienti dalle altre principali economie sono meno brillanti, la crescita a livello globale rimane abbastanza sostenuta e il rischio principale continua ad essere rappresentato da un'*escalation* delle tensioni relative alla politica commerciale. Al riguardo, il recente accordo tra Trump e Juncker sembra avere ridotto i rischi, almeno per quanto riguarda i dazi sulle auto europee. Sul versante delle banche centrali, l'unica novità di rilievo è giunta dalla BoJ che a fine luglio ha adottato alcune marginali modifiche all'impostazione della propria politica monetaria ultra-espansiva.

Mercati Azionari

Siamo neutrali sulle azioni, e continuiamo a preferirle rispetto alle altre classi di attività grazie alla forza della profittabilità aziendale. Tuttavia, l'incertezza macro e legata ai temi delle tariffe e del commercio internazionale si riflette in una maggiore volatilità e limita la possibilità di espansione dei multipli.

In termini geografici...

Siamo neutrali sulle principali aree geografiche, per via in USA della forza dei fondamentali, dove gli utili sono attesi crescere al 20%, e negli altri contesti delle valutazioni assolute nei paesi emergenti e del supporto dei dividendi (in comparazione ai rendimenti governativi) in Europa e Giappone.

Mercati Obbligazionari

I fondamentali macroeconomici e la loro prevedibile evoluzione suggeriscono tassi un po' più alti sulle obbligazioni governative.

Tuttavia, in un contesto di maggior incertezza macro e in funzione dell'evoluzione della politica monetaria i tassi a lunga salgono molto lentamente, le curve sono molto piatte e gli spread periferici più volatili.

A livello di comparti...

Confermiamo il sottopeso sul credito societario perché gli spread non riflettono adeguatamente uno scenario di maggiore incertezza e pensiamo non siano in grado di proteggere in situazioni di minore liquidità. Il rafforzamento del dollaro e le incertezze sul commercio internazionale inducono cautela sulla componente emergente nel breve, ma siamo costruttivi sull'asset class in un'ottica di più lungo periodo.

Mercati Azionari

Forze contrastanti

Nel corso del mese di luglio, i mercati si erano rasserenati a fronte di una tornata di dati congiunturali che ha confermato la crescita USA e indicato un rallentamento non troppo marcato per le altre aree, della stabilizzazione del dollaro e di una stagione degli utili ancora particolarmente positiva.

Gli sviluppi di carattere più negoziale delle trattative commerciali USA-Europa e il crescente disappunto degli elettori statunitensi verso la politica dei dazi hanno almeno temporaneamente smorzato i timori di una *escalation*. Tuttavia le tensioni con La Cina continuano, con impatto anche su tutta l'area. Le autorità cinesi stanno reagendo ai segnali di rallentamento in termini di accomodamento monetario.

In tale quadro i mercati di tutte le principali aree geografiche hanno messo a segno nel mese *performance* positive. I dettagli svelano che il contesto più debole è stato quello britannico, per le difficoltà politiche legate alla Brexit, e quello italiano. La regione con i migliori risultati è stata quella latinoamericana.

In generale i dati evidenziano anche una maggiore **dispersione dei ritorni sui singoli titoli**, riflesso della maggiore sensibilità al flusso di informazione.

In prospettiva, la riduzione della liquidità da parte delle Banche Centrali lascia il **mercato più esposto all'incertezza macro e politica e ha portato a un ritorno della volatilità**, che dopo l'impennata di febbraio, si è assestata su livelli mediamente più elevati, ma anche più "normali".

Considerata anche l'accresciuta sensibilità alla volatilità degli asset finanziari e la fase ciclica dell'economia, degli utili e dei fatturati complessivamente in espansione ma oramai in stadio avanzato, si prospettano rendimenti attesi più bassi e valutazioni in ridimensionamento.

Continuiamo però a ritenere che la "protezione" degli utili ponga in posizione preferita le azioni rispetto al reddito fisso, anche nelle componenti a maggiore beta (credito societario). Confermiamo pertanto un **posizionamento neutrale sul comparto azionario, senza bias geografici**, a fronte di un complessivo sottopeso del comparto obbligazionario.

Consideriamo l'inclinazione della curva USA e l'evoluzione dei tassi in Europa importanti ai fini delle scelte di settore e stile. In USA l'appiattimento della curva prevale sul livello dei tassi nel determinare le *performance growth/value* e in Europa la tempistica di aggiustamento dei tassi rileva per la redditività del settore bancario.

Entrando nel dettaglio geografico, in USA rimangono trainanti la forza dei fondamentali e le azioni societarie annunciate, ma le questioni politiche e l'inasprimento monetario alimentano il dibattito circa la maturità del ciclo e mantengono alta la volatilità del mercato, anche in vista delle elezioni di *mid-term*.

Nelle altre regioni geografiche sviluppate (Europa e Giappone) le valutazioni, soprattutto verso il comparto obbligazionario, risultano più attraenti per effetto anche di aspetti monetari e valutari, indotti da Banche Centrali più espansive. Per contro pesa la maggiore esposizione delle rispettive economie alla crescita mondiale, in uno scenario di minacce protezionistiche.

I parametri valutativi sono diventati progressivamente più interessanti per i mercati emergenti, anche con riferimento alle valute. La cautela di breve deriva dagli impatti delle questioni tariffarie (via dollaro e dinamica del commercio estero) e dagli effetti che i pregressi deprezzamenti valutari possono esercitare sull'inflazione e sul comportamento delle Banche Centrali locali.

Mercati obbligazionari

Rischio credito sotto la lente

Nel **comparto del credito** manteniamo un **approccio negativo**, dal momento che la ricostituzione dei premi per il rischio di mercato è ancora in atto e gli spread non appaiono in grado di proteggere in situazioni di minore liquidità e maggiore volatilità.

In **ambito governativo**, reiteriamo il **sottopeso sulla componente governativa europea e preferiamo la parte breve e intermedia della curva statunitense**.

Per il **debito emergente**, manteniamo una **view neutrale**, in attesa di maggiore chiarezza sulla politica economica USA anche se ravvisiamo elementi di interesse dal punto di vista valutativo.

Titoli governativi

Il Bund è ancora lontano dai valori di *fair value* e ci aspettiamo livelli più alti nei prossimi mesi. Il processo di adeguamento ai fondamentali sarà tuttavia rallentato dalla *forward guidance* sui tassi di riferimento e dai flussi di reinvestimento della BCE. Inoltre il tasso sul Bund viene abbassato dal premio di assicurazione legato al rischio politico italiano.

Sui periferici, il range per lo spread italiano è in area 200-250 pb per la difficoltà di riassorbimento del rischio politico, anche in vista degli appuntamenti autunnali (riduzione acquisti BCE, pronunciamenti sul rating, indicazioni sulla legge di bilancio, etc).

In USA, i tassi appaiono più allineati ai fondamentali e la spinta al rialzo esercitata dall'ampliamento dell'offerta appare attutita dai bassi livelli dei tassi negli altri paesi e dalla resistenza del mercato ad incorporare aspettative di rialzo dei tassi dopo l'anno.

Il posizionamento rimane negativo sulle obbligazioni europee e neutrale sulla parte USA, con favore per la parte breve e intermedia.

Prodotti a spread

Nel comparto del credito, reiteriamo la nostra indicazione di sottoesposizione.

La riduzione di liquidità ha aumentato la sensitività del mercato alle variazioni di volatilità e ai rischi politici in ambito europeo.

Nel segmento USA fattori tecnici e gli utili robusti soprattutto nel comparto energetico hanno invece finora attutito il rialzo degli spread in ambito *high yield*.

La remunerazione dei rischi di mercato (liquidità, leva finanziaria) risulta molto contenuta.

Per il debito dei paesi emergenti si conferma il giudizio neutrale di breve termine. L'incertezza sui dazi e le tensioni commerciali, che potrebbero acuirsi anche in vista delle elezioni di *mid-term*, lasciano alcuni paesi più esposti a fuoriuscite di capitali. Inoltre alcune banche centrali assumeranno un atteggiamento più restrittivo in caso di aumento delle aspettative di inflazione derivante dal deprezzamento delle valute. Dal punto di vista valutativo per contro vediamo maggior valore rispetto alle obbligazioni societarie *investment grade* e *high yield*.

FIDEURAM Investimenti Sgr SPA

Piazza Ercolea, 9 – 20122 Milano
Telefono +39 02 725071 – Fax 02 72507626
fideuraminvestmentisgr@fideuramsgr.it
www.fideuramassetmanagement.it

Società del gruppo  **INTESA SANPAOLO**

DISCLAIMER

Questo 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. 58/98, al n. 12 nella Sezione Gestori di OICVM, sottoposta alla direzione e coordinamento di Intesa Sanpaolo S.p.A. e appartenente al Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, iscritto all'Albo dei Gruppi Bancari.

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.

I RENDIMENTI PASSATI NON SONO INDICATIVI DI POSSIBILI RENDIMENTI FUTURI. NON VI E' GARANZIA DI OTTENERE UGUALI RENDIMENTI PER IL FUTURO. 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.

Il presente documento è stato predisposto sulla base di dati elaborati da Fideuram Investimenti SGR e sulla base di informazioni pubblicamente disponibili o di altre fonti di terze parti. Fideuram Investimenti SGR non garantisce l'accuratezza, la completezza e l'affidabilità dei dati e delle informazioni contenuti in questo documento e declina ogni responsabilità al riguardo. I dati e le informazioni contenuti nel presente documento non potranno essere utilizzati dal destinatario per comunicazioni nei confronti di autorità di vigilanza. Il presente documento è privo delle informazioni idonee a determinare, in concreto, la propensione all'investimento e, dunque, non può e non deve costituire la base per assumere alcuna decisione di investimento. Non vi è alcuna garanzia che le proiezioni, prospettive o stime si realizzino effettivamente. Le eventuali opinioni espresse nonché le analisi contenute nel presente documento potrebbero non riflettere quelle di Fideuram Investimenti SGR. Opinioni diverse possono essere formulate sulla base di diversi stili di investimento, obiettivi, punti di vista o filosofie. **Fideuram Investimenti SGR declina ogni responsabilità per eventuali investimenti effettuati esclusivamente sulla base del presente messaggio.**

Copyright © 2015 Fideuram Investimenti. 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.

QUESTA PUBBLICAZIONE SI COMPONE DI N.4 PAGINE.
DATA DI PUBBLICAZIONE: 6 agosto 2018