

31 maggio 2018

# View

## Fideuram Investimenti

### Scenario macroeconomico

Il rischio politico nell'Area Euro è tornato in primo piano con la caotica evoluzione dello scenario politico in Italia nel corso degli ultimi giorni, che potrebbe portare a nuove elezioni in tempi brevi. La situazione politica italiana risulta ancora fluida, ma è ragionevole ritenere che il clima di incertezza possa perdurare per alcuni mesi. I rischi politici contribuiscono ad offuscare le prospettive di crescita per l'Area Euro, dove nel corso degli ultimi mesi si è registrata una significativa flessione della fiducia delle imprese (anche se al momento le nostre stime di crescita per il 2018 rimangono sopra il 2%). Non si può quindi escludere che la BCE possa attuare con ulteriore cautela la propria strategia di uscita dal Quantitative Easing.

### Mercati Azionari

Siamo neutrali sui mercati azionari, e in termini relativi continuiamo a preferire le azioni rispetto alle altre classi di attività. Gli utili del primo trimestre hanno confermato la forza della profittabilità aziendale, soprattutto in USA, mentre in Europa prevediamo che possa essere il secondo semestre ad essere più forte per il venir meno dell'impatto del rafforzamento dell'euro dei mesi scorsi. Tuttavia, l'incertezza sul fronte politico è aumentata, anche per via della situazione italiana.

### In termini geografici...

Siamo neutrali sugli USA, dove le valutazioni sono più vicine alla media storica, Giappone e listini emergenti dove suggeriamo una maggiore selettività anche sotto l'aspetto valutario. Manteniamo un lieve sovrappeso in Europa.

### Mercati Obbligazionari

Confermiamo il sottopeso sulle obbligazioni governative. Mentre il Bund appare caro, i tassi sul Treasury riflettono i fondamentali macro prevalenti, ma la loro prevedibile evoluzione spinge verso livelli più alti sia in USA che in Europa.

### A livello di comparti...

Siamo sottopesati sui governativi, sul credito *investment grade* e *high yield* perché gli spread non riflettono adeguatamente uno scenario di mercato di maggiore incertezza e volatilità e pensiamo non siano in grado di proteggere in situazioni di minore liquidità. In un'ottica di medio periodo continuiamo a privilegiare gli emittenti finanziari e i mercati emergenti, ma il rafforzamento del dollaro, l'aumento dei tassi core e la volatilità indotta dall'incertezza politica italiana rappresentano elementi di cautela nel breve.

## Mercati Azionari

### Il rischio politico si riaffaccia in Europa

Nel corso del mese di maggio gli elementi di maggior rilievo sui mercati azionari sono stati il rafforzamento del dollaro e nella parte finale del mese il ritorno del rischio politico in Europa.

La fase di apprezzamento del dollaro si è accompagnata per metà del mese ad una risalita dei tassi di interesse statunitensi, creando una combinazione particolarmente sfavorevole per i paesi emergenti. I relativi mercati sono risultati quelli maggiormente penalizzati nel periodo. Il più consistente impatto è stato accusato dalla più sensibile area latinoamericana e la migliore resistenza evidenziata dall'area asiatica.

I mercati azionari USA sono stati in grado di assorbire i rialzi, anche grazie a conferme dal fronte dei profitti aziendali, oggetto di ulteriori revisioni al rialzo per l'anno in corso.

In una prima fase Area Euro e Giappone hanno risentito in positivo dell'indebolimento delle valute e di toni al margine più morbidi delle rispettive Banche Centrali.

Nel corso degli ultimi giorni di maggio il fallimento nella formazione del governo in Italia e i timori di deragliamenti antieuropeisti hanno comportato un rapido riprezzamento dei premi per il rischio (anche estremi, come quello di ridenominazione) che ha avuto forti ripercussioni anche sulla borsa italiana.

Anche in Spagna gli scandali legati al premier Rajoy hanno esercitato un effetto ribassista sui listini. I fattori di rischio hanno per ora matrice specifica nei vari paesi e si sommano ad una minore sincronizzazione ciclica, quanto meno in termini di velocità e composizione della crescita nelle diverse aree. Risultano quindi più accentuate le differenze di *performance* tra regioni geografiche, anche a livello di andamento settoriale.

In prospettiva manteniamo un **approccio neutrale ai mercati azionari**, per tener conto di una impostazione meno stabile dello scorso anno di *sentiment* e volatilità. Ma i mercati azionari, date le condizioni cicliche e la dinamica degli *earnings*, rimangono l'*asset class* rischiosa su cui manteniamo il miglior giudizio.

A livello geografico abbiamo modificato lo scorso mese l'indicazione sul mercato azionario statunitense riportandolo a neutralità, anche in ottica di maggiore diversificazione valutaria. Rimaniamo posizionati per una lieve preferenza verso i mercati sviluppati e in particolare per l'Europa e ribadiamo la maggiore selettività in ambito emergente.

Più in dettaglio, la neutralità sugli **USA** deriva dal miglioramento delle valutazioni e dalle attese di utili robusti; anche i *buyback* annunciati potrebbero fornire un sostegno al mercato. L'aumento dell'incertezza sulla politica commerciale, dei rischi di natura geopolitica, e di quelli legati all'atteggiamento del governo nei confronti delle società internet rimangono elementi di attenzione. Viene ribadito il **lieve sovrappeso sui mercati europei**. Rispetto alle valutazioni obbligazionarie, le azioni europee si mantengono attraenti e sostenute da alti dividendi. Un supporto alla dinamica degli utili nei prossimi trimestri può venire dal deprezzamento dell'euro. Nel breve il settore finanziario può subire volatilità e debolezza in relazione all'evoluzione politica italiana, ma nel medio periodo la redditività trarrà vantaggio dal processo di normalizzazione della politica monetaria.

Il giudizio **neutrale** sul **Giappone** riflette una maggiore cautela sul mercato dettata dagli sviluppi ciclici. I fondamentali del mercato però sono buoni e le valutazioni non sono particolarmente alte. Inoltre la conferma di Kuroda alla guida della BoJ garantisce continuità alla politica monetaria.

Pur mantenendo la **neutralità sui mercati emergenti** per via di valutazioni a sconto rispetto ai paesi sviluppati e profittabilità aziendale complessivamente buona, non ci attendiamo una sovraperformance in condizioni di dollaro forte e tassi USA in rialzo. Tuttavia, nel medio periodo, siamo inclini a considerare l'attuale debolezza come transitoria.



## Mercati obbligazionari

### Traino dei fondamentali vs avversione al rischio

Nel corso dell'ultimo periodo il reddito fisso ha dapprima effettuato un altro *step* di adeguamento ai fondamentali, con una risalita dei tassi *core*, poi ha invertito per la volatilità indotta dall'incertezza politica italiana. Il maggior beneficiario è stato il bund, ma anche il tasso statunitense ha visto interrompersi la corsa al rialzo.

In prospettiva confermiamo l'indicazione di moderato sottopeso del reddito fisso, sia nella componente governativa che in quella societaria e la neutralità sui mercati emergenti.

### Titoli governativi

I tassi statunitensi si sono avvicinati ai livelli che riflettono i fondamentali e sono ora più legati a dinamiche di domanda (e quindi di *sentiment* di mercato) dal momento che l'offerta è destinata ad aumentare per via dell'ampliamento di deficit indotto dalla riforma fiscale e della riduzione del bilancio della Fed. Le nostre stime puntano a livelli oltre il 3% in corso d'anno.

In Area Euro il tasso decennale tedesco è ancora distante da livelli compatibili con lo scenario macro prevalente e ora incorpora anche un premio di assicurazione (che abbassa ulteriormente la curva dei tassi) per l'incremento dell'incertezza politica in Italia.

In Italia l'allargamento degli spread è in parte legato alla minore crescita attesa, che già automaticamente deteriora le variabili fiscali e in parte ad un incremento del rischio politico, che ha raggiunto livelli paragonabili a quelli della crisi del 2011-2012.

Il primo elemento porta ad una revisione al rialzo del livello espresso dai fondamentali attuali, in area 160. Con riferimento al secondo aspetto, la possibilità e l'intensità di assorbimento del premio per il rischio politico appaiono strettamente legate all'evoluzione della situazione politica e alle scelte di politica economica che verranno assunte.

Confermiamo l'attesa di un graduale adeguamento ai fondamentali, ma con sentiero graduale e non lineare per l'effetto dei flussi di persistente acquisto e reinvestimento della BCE sulla scarsità della carta governativa ad elevato merito di credito.

Il posizionamento rimane per un **sottopeso della componente governativa**, come da diversi mesi, rimodulato tatticamente nell'intensità in base ai livelli raggiunti dai tassi.

### Prodotti a spread

Nel credito gli spread non riflettono adeguatamente uno scenario macro e di mercato di maggiore incertezza e volatilità e pensiamo non siano in grado di proteggere in situazioni di minore liquidità. L'azione delle banche centrali continua a influenzare la **componente *investment grade*** riducendone gli spazi di allargamento. La sensibilità ai tassi *core* con spread storicamente compressi toglie comunque attrattività all'*asset class* soprattutto in Area Euro.

Sui **segmenti *high yield*** la compensazione per i tassi di *default* è adeguata, ma la riduzione della liquidità, l'incremento della volatilità e elementi tecnici di minor supporto portano a mantenere un atteggiamento di cautela.

La combinazione di dollaro forte e tassi americani in rialzo rimane un fattore di rischio per gli *asset* emergenti ed espone la vulnerabilità di alcuni paesi (Turchia, Argentina). La recente debolezza dell'*asset class* conferma la dipendenza dai flussi di capitali esteri, malgrado il maggior peso assunto negli ultimi anni dagli investitori istituzionali domestici (assicurazioni e fondi pensione) e continua a suggerire un approccio più cauto nel breve termine. Allo stesso tempo la forbice valutativa rispetto al credito societario dei paesi sviluppati si è ulteriormente ampliata rafforzandone l'appetibilità relativa, che ci porta a mantenere il giudizio di medio termine positivo.

## **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 giugno 2018