

14 dicembre 2018

# View

## Fideuram Investimenti

### Scenario macroeconomico

L'accordo raggiunto al G-20 a inizio dicembre tra USA e Cina per una "tregua" nella guerra commerciale è stato largamente in linea con le nostre attese e rappresenta uno sviluppo positivo. Il flusso di dati sull'attività economica ha continuato, d'altro lato, a mostrare una maggiore vivacità dell'economia USA, rispetto a Europa, Cina e Giappone. La crescita negli USA ha comunque iniziato a decelerare e il rallentamento dovrebbe diventare più evidente nella seconda parte del prossimo anno, con l'esaurirsi dello stimolo fiscale. La Fed nelle ultime settimane ha inoltre "ammorbidito" i propri toni, aprendo uno spiraglio ad una pausa nel processo di rialzo dei tassi che però, a nostro avviso, sarà decisa solo nella prossima primavera.

### Mercati Azionari

L'economia globale è in graduale decelerazione verso livelli prossimi al proprio potenziale e gli utili cresceranno ad un ritmo moderato nel 2019. Il *sentiment* è ancora sfavorevole perché, nonostante le recenti aperture, la questione tariffaria tra USA e Cina rimane aperta e l'eventualità di una guerra commerciale avrebbe ricadute negative sulla *supply chain*. Le valutazioni, sia assolute che rispetto alle obbligazioni, appaiono però più interessanti dopo la recente correzione e una eventuale soluzione degli elementi di incertezza politica favorirebbe, nel breve, un atteggiamento più costruttivo.

### In termini geografici...

Siamo neutrali sulle principali aree geografiche. Il contesto di mercato e l'evoluzione del mix di crescita e inflazione suggerisce la preferenza per titoli di maggiore qualità e visibilità degli utili e con minore indebitamento.

### Mercati Obbligazionari

L'andamento ciclico, le incertezze geopolitiche e il dichiarato obiettivo della Fed di mantenere una politica monetaria neutrale ci ha recentemente spinti ad aumentare la *duration*, nonostante i tassi siano più bassi di quanto indicato dai fondamentali.

### A livello di comparti...

I titoli di stato di alta qualità sono un elemento importante di diversificazione delle azioni con le quali mantengono una correlazione negativa. I periferici europei offrono una remunerazione maggiore ma con una più elevata volatilità. Siamo sottopeso nel credito societario e pensiamo che l'allargamento degli spread possa continuare. In termini relativi preferiamo le obbligazioni dei paesi emergenti, dove le valutazioni incorporano già parte del deterioramento macro in atto.



## Mercati Azionari

**2018: un anno difficile!**

**2019: rischio di recessione prematuro?**

Il **2018 si è rivelato un anno particolarmente difficile**, con una **percentuale particolarmente elevata di asset class in territorio negativo** che ricalca anni di crisi. Le *performance* tradiscono una persistente - anche se moderata dalla recente correzione - supremazia delle asset class statunitensi, che dalla primavera a metà autunno ha rappresentato il tema dominante del mercato, anche in quanto accompagnata da un apprezzamento del dollaro.

La spinta fiscale impressa dall'amministrazione Trump ha portato **in corso d'anno ad una brillante crescita dell'economia e degli utili, ma ha lasciato sul finire dell'anno molti punti interrogativi per la futura evoluzione ciclica e reddituale**, aggravati dai retro-effetti della politica commerciale protezionistica.

Il progressivo rientro dalle politiche super-espansive da parte delle Banche Centrali, l'incremento del premio per il rischio politico in alcuni contesti europei ed emergenti e la decelerazione dell'attività in Cina hanno penalizzato i listini emergenti e quelli a maggiore vocazione commerciale.

Il **peggioramento del sentiment** ha spinto al ribasso le attività rischiose. Il "congelamento" dei dazi addizionali per 90 giorni in attesa di un accordo tra USA e Cina e la maggiore flessibilità della Fed nella conduzione della politica non sono bastate per invertire la tendenza.

La **questione tariffaria è infatti sospesa e non risolta** e l'**apertura commerciale dei diversi mercati** (grafici a lato) fa sì che l'**impatto sui mercati** possa essere **sensibile**. Un eventuale inasprimento rappresenta il **maggiore rischio allo scenario di breve**. La piega che prenderà la trattativa tariffaria rileva anche ai fini della seconda questione aperta sui mercati, in un orizzonte di più ampio respiro, ovvero lo **stadio del ciclo e la vicinanza della prossima recessione**.

La pendenza della curva USA sembra segnalare che la fase di ripresa ciclica abbia raggiunto oramai una fase avanzata di maturazione. Il ritorno della volatilità e l'ampliamento degli spread segnalano un rischio contenuto di recessione, mentre gli indicatori macroeconomici proiettano un rallentamento ma non una contrazione dell'attività a livello globale.

Il **mercato azionario sembra aver abbracciato la tesi pessimistica ma, a meno di shock esogeni, la recessione non appare imminente**, considerato anche che la Fed si è data un obiettivo di neutralità e non appare intenzionata ad alzare i tassi in area restrittiva. Il **2019** potrebbe quindi risultare **meno negativo delle premesse e del 2018**.

In ambito azionario, le **valutazioni**, sia assolute che rispetto alle obbligazioni, appaiono però **più interessanti dopo la recente correzione e una eventuale soluzione degli elementi di incertezza politica** (in particolare sulla guerra commerciale) favorirebbe, nel breve, un **atteggiamento più costruttivo**.

Siamo **neutrali sulle principali aree geografiche**, in considerazione anche di un **maggiore allineamento degli utili tra le varie aree**.

Il contesto di mercato e l'evoluzione del mix di crescita e inflazione suggerisce la preferenza per **titoli di maggiore qualità e visibilità degli utili e con minore indebitamento**.

A livello geografico, i **fondamentali rimangono più robusti nel breve nel contesto statunitense ma il gap** - che ha contribuito all'*outperformance* del 2018 - **sarà in riduzione in corso del 2019**.

In **Europa, Giappone e nei paesi emergenti** le **valutazioni** sono **più attraenti**, anche perché incorporano premi per il rischio politico connessi:

- alla vocazione commerciale, che rende i mercati vulnerabili alle decisioni sui dazi e all'andamento dell'economia cinese
- a fattori di carattere locale (Brexit, situazione italiana, situazioni specifiche emergenti).

In Europa sul rilevante settore finanziario pesa l'effetto dei tassi molto contenuti sulla redditività aziendale e della scadenza delle operazioni TLTRO sui coefficienti di liquidità strutturale. Al riguardo, un intervento della BCE, atteso per inizio anno prossimo, potrebbe allieviare la recente pressione legata ad attese di impatto sulla profittabilità del comparto nel 2019.

## Mercati obbligazionari

### Rischio duration vs rischio di credito

Il comparto governativo, sia su tutto l'arco dell'anno che da metà novembre a metà dicembre, ha offerto ritorni più elevati dei titoli societari. In ambito emergente la stabilizzazione del dollaro e le valutazioni, che hanno già prezzato diversi rischi, hanno rappresentato un argine.

Negli ultimi mesi abbiamo progressivamente ridotto la sottoesposizione di duration in considerazione dell'andamento ciclico, delle incertezze politiche e dell'intenzione delle Banche Centrali di mantenere una politica monetaria accomodante (BoJ, BCE) o neutrale (Fed), sia pure in un contesto di graduale rimozione delle misure super-espansive implementate in contesto di crisi.

Continuiamo a ritenere che i **titoli governativi di alta qualità** siano un **elemento importante di diversificazione del portafoglio in questa fase**.

Siamo invece **sottopeso nel credito societario** e pensiamo che l'allargamento degli spread possa continuare.

**In termini relativi preferiamo le obbligazioni dei paesi emergenti**, dove le valutazioni incorporano già parte del deterioramento macro in atto.

### Titoli governativi

Il quadro fondamentale spinge verso tassi un po' più alti sia per il Treasury che per il Bund.

In USA la più recente discesa dei tassi governativi lascia il comparto esposto a un riprezzamento delle aspettative di inflazione o delle attese di intervento sui tassi di riferimento da parte della Fed, più morbide rispetto a qualche mese fa ma comunque ancora superiori a quelle di mercato.

Tuttavia l'andamento ciclico, le incertezze geopolitiche, i tassi bassi negli altri paesi e l'obiettivo dichiarato della Fed di mantenere una politica monetaria neutrale limitano gli spazi di risalita (da noi stimata nella misura di 30-40 pb per la scadenza decennale).

L'appiattimento della curva USA appare influenzato dai rischi geopolitici e dalla politica monetaria degli anni passati, che ha ridotto il premio per scadenza.

Il Bund ha maggiori spazi di adeguamento ai fondamentali, ma risente dell'effetto scarsità confermato dalla politica di reinvestimenti della BCE e dell'ancoraggio della parte breve della curva, che pare destinato a perdurare per buona parte del prossimo anno.

I rendimenti dei titoli periferici – soprattutto italiani - sono più appetibili, ma più volatili e vulnerabili alle notizie politiche. Per il momento confermiamo in 250-300 il range di equilibrio dello spread BTP-Bund a 10 anni, in attesa di verificare la sostenibilità dei nuovi obiettivi di deficit dichiarati a 2.04% e la tenuta del merito di credito.

### Prodotti a spread

Siamo sottopeso nel credito societario dove le valutazioni sono care e la sensibilità alle variabili di contesto sta aumentando. Infatti la combinazione di liquidità in riduzione e volatilità in aumento si sta riflettendo via via anche su questo segmento di mercato, finora favorito da fattori tecnici quali la presenza della BCE nel comparto europeo e la riduzione di offerta in quello americano.

Nel breve periodo manteniamo un atteggiamento attendista e selettivo nei confronti dei titoli di Stato dei paesi emergenti,

L'evoluzione sfavorevole di fattori macro esterni (dollaro e tassi), il rallentamento cinese e l'incertezza legata alle tariffe restringono le condizioni finanziarie locali e hanno ampliato il differenziale di crescita con le economie sviluppate a sfavore degli emergenti.

Le valutazioni hanno già corretto e incorporano parte del deterioramento macro in atto.

Il debito estero appare interessante rispetto a quello societario, è più sensibile a miglioramenti delle condizioni macro mondiali e sarà interessato nel corso del 2019 da una variazione della composizione migliorativa dal punto di vista della qualità del credito.

## **FIDEURAM Investimenti Sgr SPA**

Via Montebello, 18 – 20124 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: 8 GENNAIO 2018