

25 febbraio 2019

View

Fideuram Investimenti

Scenario macroeconomico

Lo scenario congiunturale a livello globale rimane alquanto incerto. Ai dati deboli o contrastanti provenienti da Area Euro, Giappone e Cina, negli ultimi giorni si è aggiunto anche l'ampio e inatteso calo delle vendite al dettaglio di dicembre negli USA, che genera alcuni dubbi anche sulla solidità dell'economia americana. In risposta al deterioramento delle prospettive di crescita, le banche centrali stanno rimodulando in senso più accomodante le proprie politiche. Decisamente rilevante è stato, al riguardo, il mutamento della posizione della Fed nel corso delle ultime settimane. Prevediamo che misure espansive saranno adottate nei prossimi mesi anche nell'Area Euro (con l'estensione del finanziamento a lungo termine per le banche) e in Cina.

Mercati Azionari

I mercati azionari globali hanno continuato la fase di recupero a seguito di un significativo miglioramento della fiducia degli operatori per le politiche accomodanti della Fed da un lato e per un accresciuto ottimismo sulla trattativa commerciale tra USA e Cina dall'altro. A dare ulteriore spinta all'azionario ha contribuito anche la continua azione di stimolo del governo cinese a sostegno di una crescita del GDP che ha continuato a decelerare nel corso del 2018. I beneficiari diretti di tali politiche fiscali espansive dovrebbero essere innanzitutto i mercati emergenti e l'Europa che hanno un'esposizione economica significativa verso la Cina. Permangono comunque le incertezze relative al ciclo degli utili globali le cui dinamiche sono in fase di rallentamento anche a causa di un effetto base poco favorevole a seguito della forte spinta della riforma fiscale in US nel 2018.

In termini geografici...

Siamo diventati moderatamente positivi sui mercati emergenti e sull'Europa a fronte del miglioramento del sentiment sulla crescita cinese e sulla disputa tariffaria USA-Cina, rimaniamo neutrali sul Giappone e abbassiamo a moderato sottopeso l'esposizione su USA per questioni valutative e per una contrazione attesa del differenziale di crescita con il resto del mondo.

Mercati Obbligazionari

L'evoluzione macro e il ribasso nelle aspettative di inflazione, oltre a fattori tecnici, **contribuiscono a mantenere bassi i tassi di interesse**, ma le obbligazioni governative rimangono comunque care suggerendo ancora una sottoesposizione.

L'atteggiamento ora attendista della Fed rende più appetibili le strategie di carry stabilizzando le aspettative sui tassi. Nel complesso **rimaniamo sottopeso nella componente societaria** ma aumentiamo a **sovrappeso le obbligazioni governative** emergenti.

Manteniamo l'idea che la reintroduzione di un appropriato premio per il rischio sia meno avanzata nel credito societario rispetto alle obbligazioni emergenti, valutiamo inoltre che sulla componente investment grade il rendimento prospettico sia ora più protetto dal limite al rialzo dei tassi mentre, sulla componente High Yield, riteniamo la ricostruzione del premio per il rischio resti inadeguata rispetto all'attuale fase del ciclo.

Mercati Azionari

Continua il trend rialzista

Sui mercati azionari mondiali il recupero di inizio anno ha riportato gli indici sui livelli di fine novembre (con la parziale eccezione al ribasso del Giappone e al rialzo degli emergenti a livello di macro-regioni). A guidare la ripresa dei mercati sono stati principalmente l'atteggiamento più morbido e attendista da parte delle banche centrali e **l'aspettativa di una soluzione negoziale nella trattativa USA-Cina sulle tariffe**. Il rilassamento delle condizioni finanziarie e il miglioramento delle condizioni di liquidità hanno favorito le attività rischiose, trasmettendosi *in primis* all'area emergente.

In prospettiva, così come nel mini-ciclo 2015-2016, cui l'attuale condizione mostra sempre maggiori elementi di similitudine, il baricentro si sposta dagli USA alla Cina, chiamata ad effettuare più sostanziose misure di stimolo e rilanciare la crescita mondiale. **E' lecito attendersi quindi una maggiore convergenza tra gli USA e il resto del mondo**. I *policy makers* stanno contribuendo a favorire condizioni di stabilizzazione.

In tale contesto crediamo che il mercato statunitense abbia riflesso maggiormente nelle valutazioni la scelta della Fed e l'arresto della fase di deterioramento. In termini valutativi la nostra attenzione si concentra pertanto sui **paesi emergenti e, in ambito europeo, sulla Germania**. Si tratta anche dei paesi con maggiore esposizione sia in termini economici che di beta ad una stabilizzazione del ciclo economico ex USA.

L'aspettativa rimane più cauta sugli altri paesi europei, dove il gap valutativo riflette condizioni strutturali o rischi politici (situazione italiana, paesi esposti a Brexit), per i quali appare giustificato un maggiore premio per il rischio. Anche in termini di *sentiment*, il mercato statunitense appare in una fase più elevata rispetto a quello europeo e emergente.

Siamo diventati moderatamente positivi sui mercati emergenti e sull'Europa, rimaniamo neutrali sul Giappone e correggiamo al ribasso la nostra view su USA a moderatamente negativa.

Nello specifico delle singole aree:

- In **USA** i fondamentali sono ancora solidi e la crescita degli utili robusta (per quanto in rallentamento e ancora in fase di revisione al ribasso delle stime per l'anno in corso) ma **le valutazioni sono in fase più avanzata**. Inoltre, **con un gap di crescita economica tra USA e resto del mondo prospetticamente più basso, il supporto per il dollaro è inferiore**.

- In **Europa** non abbiamo ancora evidenza di una stabilizzazione ciclica, gli utili hanno margini di ulteriore correzione al ribasso e rimangono incertezze politiche legate alle elezioni europee, alla nuova leadership BCE e alla Brexit. Le implicazioni dell'efficacia dello stimolo fiscale cinese e l'eventualità di un accordo sul commercio internazionale sarebbero positive in particolare per l'economia tedesca che ha sottoperformato le attese nel 2018 e ha portato le valutazioni del DAX a sconto rispetto alle azioni globali in una misura che ci pare giustificata solo se assumiamo un ulteriore peggioramento macro e/o una recessione degli utili. **Con le valutazioni che riflettono larga parte del deterioramento macro in corso siamo particolare costruttivi sulla Germania dove lo sconto valutativo appare più significativo**.

- In **Giappone** i fondamentali micro sono nel complesso favorevoli (aumento dei margini e dei ritorni sul capitale investito) e le valutazioni non particolarmente alte. Tuttavia, la crescita degli utili attesa per il 2019 non è particolarmente elevata e il quadro macro è meno brillante e reso incerto dalla politica fiscale (aumento VAT nel 2019) e dalla stabilità della politica monetaria della BoJ che rende lo yen vulnerabile all'apprezzamento in situazioni di risk off.

- Nei **mercati emergenti** la combinazione di politiche monetarie più accomodanti e valutazioni a sconto rendono l'area particolarmente interessante. Rimangono elementi di incertezza sull'andamento ciclico cinese e sugli sviluppi della trattativa USA – Cina sulle tariffe ma **la nostra opinione è che le iniziative di politica fiscale approvati in Cina possano contribuire a stabilizzare l'economia nei trimestri a venire**, e che vi siano gli incentivi per le parti in causa nel trovare una definizione delle questioni commerciali.

Mercati obbligazionari

Migliorano le condizioni di liquidità, permangono le incertezze commerciali

L'ulteriore modifica della *stance* della Fed, con l'introduzione di un possibile termine del QT (contrazione del bilancio) già nel 2019, si è tradotta sui mercati in una riduzione del *term premium* e un allentamento delle condizioni finanziarie. Questo dovrebbe favorire un avanzamento del ciclo economico attraverso una stabilizzazione delle attese di stretta monetaria. Per tale ragione, proseguendo nell'approccio gradualmente più costruttivo evidenziato negli ultimi comitati, **modifichiamo la view sul comparto emergente da neutrale a leggermente positiva**, sia nella componente debito estero che in quella in valuta locale, lasciando invariate le altre valutazioni. Permangono le incertezze sul lato commerciale.

Titoli governativi

Manteniamo un sottopeso sull'intero comparto. La discesa dei tassi USA si accompagna ad una ulteriore revisione al ribasso dei livelli di *fair value* dei tassi derivante dalle modifiche nelle attese di policy Fed, dalla revisione al ribasso delle stime di inflazione e, soprattutto nella componente *forward*, dalla riduzione delle stime di fabbisogno pubblico 2019-2020 da parte del CBO, ma le valutazioni rimangono comunque care rispetto ai livelli stimati, con il mercato che non incorpora alcuna probabilità di rialzo tassi per il 2019.

In Europa i fondamentali suggeriscono tassi più alti ma la scarsità e un certo grado di premio per il rischio tengono il Bund sotto il nostro *fair value*. Tenuto conto dei costi di copertura del rischio cambio, il Bund appare relativamente conveniente rispetto al treasury e questo grazie alla maggiore inclinazione della curva europea.

Prodotti a spread

Manteniamo sul **credito societario un posizionamento moderatamente negativo**. La recente correzione ha consentito una parziale ricostruzione del premio per il rischio di mercato ma riteniamo vi sia ancora spazio per un adeguamento degli spread soprattutto nella componente High Yield, anche in conseguenza del deterioramento degli indicatori di ciclo economico. L'approccio delle Banche Centrali riduce gli spazi di risalita dei tassi sottostanti e la necessità di ricostituire un più ampio cuscinetto per il premio di liquidità, ma non è sufficiente per una sensibile contrazione degli spread, soprattutto sui rating più bassi.

Alziamo il giudizio sulle **obbligazioni dei paesi emergenti** ad un leggero **sovrappeso** perché la pausa della Fed ha contribuito a stabilizzare le condizioni finanziarie e ricostituire un ambiente più favorevole al carry e meno sfidante per gli asset emergenti. La ricostituzione dei premi per il rischio ha anticipato altri segmenti del credito e gli spread appaiono più correttamente valutati. Rimane l'incertezza legata alle questioni tariffarie e all'impatto della decelerazione cinese, ma le revisioni sulle aspettative di crescita per le economie emergenti cominciano a dare indicazioni di stabilizzazione. Il differenziale valutativo rispetto al credito DM rimane positivo seppur in contrazione.

FIDEURAM Investimenti Sgr SPA

Via Montebello, 18 – 20121 Milano
Telefono +39 02 725071 – Fax 02 72507626
fideuraminvestmentisgr@fideuramsgr.it
www.fideuramassetmanagement.it

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

DISCLAIMER:

Il presente documento ha natura informativa e non contiene raccomandazioni o proposte ad effettuare operazioni su strumenti finanziari né costituisce o contiene offerte, inviti ad offrire, messaggi promozionali, pubblicitari o sollecitazione all'acquisto o alla vendita di strumenti finanziari rivolti al pubblico.

Le informazioni, di cui al presente documento, vengono aggiornate su base mensile e sono acquisite da fonti ritenute attendibili dal mercato, senza che Fideuram Investimenti SGR S.p.A. possa tuttavia garantirne in assoluto la veridicità e la completezza.

Le opinioni, previsioni o stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione dello stesso, e non costituiscono in alcun modo un indicatore dei risultati o di qualsiasi altro evento futuro.

Fideuram Investimenti SGR S.p.A. si riserva il diritto di modificare, in ogni momento, le analisi e le informazioni ivi riprodotte.