

31 ottobre 2018

# View

## Fideuram Investimenti

### Scenario macroeconomico

La crescita dell'economia globale risulta in moderata decelerazione, un processo che dovrebbe proseguire anche nel corso del prossimo anno. Nonostante la decelerazione, la crescita nelle economie avanzate rimane sopra potenziale, determinando, nel nostro scenario, un graduale rialzo dell'inflazione *core* (ovvero al netto delle componenti energetiche e alimentari), di cui per ora vi è solo parziale evidenza. Sul versante della politica monetaria, la novità più rilevante delle ultime settimane è stata la percezione dei mercati di un atteggiamento più aggressivo da parte della Fed, probabilmente associato ad una riconsiderazione del livello del tasso neutrale reale di lungo periodo da parte della banca centrale americana.

### Mercati Azionari

La crescita degli utili e la riduzione dei multipli fanno sì che le valutazioni azionarie si pongano ancora in una posizione di favore rispetto al reddito fisso, ma l'evoluzione dei rischi induce ad un approccio complessivamente più difensivo e bilanciato.

### In termini geografici...

Siamo neutrali sulle principali aree geografiche in quanto in USA le condizioni macroeconomiche e reddituali sono più solide, sebbene il picco sia stato probabilmente superato, e vi è il supporto ancora di forti programmi di *buyback*. Nel resto dei paesi le valutazioni sono meno elevate, ma vi sono ancora fonti di incertezza di carattere geopolitico, politico locale e macroeconomico.

### Mercati Obbligazionari

Manteniamo il sottopeso nel comparto, ma utilizziamo il rialzo dei tassi in corso per ridurre parzialmente la sottoesposizione nella componente governativa, anche per l'accresciuta incertezza macro e sugli asset rischiosi. In particolare in USA, il Treasury si è riportato più in linea con i fondamentali macro.

### A livello di comparti...

I titoli di Stato europei appaiono cari nei segmenti *core* e più volatili in quelli periferici, in particolare in Italia, per via di una maggiore incertezza politica.

Riteniamo che gli spread delle obbligazioni societarie possano continuare ad allargarsi per riflettere uno scenario che evolve in senso più sfavorevole, soprattutto in termini di liquidità e volatilità. Sugli emergenti rimaniamo cauti nel breve, in particolare nel segmento in valuta locale, ma riconosciamo che le valutazioni si sono riportate a livelli più interessanti.



## **Mercati Azionari**

### **Autunno sui mercati**

**Nell'ultimo mese i mercati azionari hanno subito una generalizzata correzione**, che ha trascinato in territorio negativo da inizio anno tutti gli indici in valuta locale.

Il deterioramento del *sentiment* già indotto da tensioni commerciali, turbolenze geopolitiche, rischi politici a carattere locale è stato aggravato da aspettative di un'azione più restrittiva della Fed e dalla conseguente maggiore incertezza sulla durata del ciclo economico, una volta esauritasi la spinta fiscale.

La modifica delle proiezioni sul comportamento della Fed si è tradotta in un **incremento dei tassi reali**. Negli ultimi due anni, da quando i tassi USA hanno cominciato a risalire, i mercati azionari hanno mostrato di essere capaci di assorbire i rialzi guidati dalle aspettative di inflazione ma sono risultati vulnerabili in situazioni di aumento della componente reale.

Un altro elemento di rischio percepito dal mercato sono sicuramente gli **effetti di ricaduta sull'economia cinese e globale e sui margini e utili prospettici USA degli aumenti delle tariffe** e del possibile inasprimento della guerra commerciale anche dopo le elezioni di *mid-term*.

Infine a completare il quadro di incertezza, si segnala la **fragilità politica europea**, evidente nella situazione politica italiana ma latente anche a livello comunitario. In Germania si va profilando un nuovo assetto politico e nel 2019 ci saranno due rilevanti appuntamenti politici a livello di Area: le elezioni primaverili al Parlamento europeo e la scadenza del mandato di M. Draghi alla presidenza BCE.

Lo scenario di riferimento appare più complesso. Considerato che il 2018 è stato un anno di forte divergenza dell'economia e degli utili tra USA e resto del mondo con apprezzamento del dollaro e rialzo dei tassi, il mercato ora si interroga sulla possibile prosecuzione di un ciclo economico già particolarmente lungo.

Al contempo va monitorata la capacità dell'altra potenza mondiale, la Cina, di dare impulso alla crescita in decelerazione con misure espansive di carattere monetario e fiscale.

A livello valutativo, abbiamo assistito ad un **ridimensionamento delle valutazioni azionarie in tutte le principali aree**. La crescita degli utili è comunque ancora positiva sebbene il picco sia stato oramai superato. Anche dal punto di vista macro le indicazioni sono complessivamente di tenuta del ciclo economico globale, ma il *sentiment* appare più negativo.

Proseguiamo pertanto con un **approccio neutrale sulle azioni, in un'ottica** complessiva di portafoglio che a partire dalla primavera di quest'anno è diventata sempre **più cauta e bilanciata**.

Alcuni elementi di divergenza che hanno caratterizzato il 2018 da un lato appaiono già in gran parte prezzati dal mercato, dall'altro potrebbero attenuarsi (quanto meno a livello di utili aziendali) nel corso del 2019 per cui adottiamo un **posizionamento neutrale a livello geografico**.

In **Europa** le dinamiche fondamentali meno favorevoli rispetto agli USA risultano riflesse nei risultati di performance degli ultimi anni. Gli utili attesi per il secondo semestre dovrebbero vedere un miglioramento rispetto alla prima parte dell'anno, anche per il venir meno dell'effetto negativo della rivalutazione dell'euro del 2017. Le valutazioni *forward* sono a sconto rispetto agli USA, sebbene non in misura estrema; un certo premio per il rischio è probabilmente legato agli aspetti politici e all'esposizione ai paesi emergenti.

In **USA** benché i profitti abbiano trovato un punto di massimo ciclico e cresceranno ad un ritmo inferiore nel 2019, nel breve periodo presentano tassi di crescita elevati anche con il supporto dei programmi di *buyback*. Tuttavia, i multipli sono in contrazione anche per via di tassi reali in rialzo e, con un posizionamento di mercato già "lungo" di azioni americane, l'incertezza legata ai temi politici e del commercio internazionale si riflette in una maggiore vulnerabilità.

In **Giappone** i fondamentali aziendali sono solidi e le valutazioni non particolarmente alte. La politica monetaria è condotta in continuità con il recente passato, e non prevediamo una riduzione dello



stimolo monetario prima del 2019. Vi è cautela per l'apertura al commercio internazionale in un contesto di accresciuta incertezza.

Nei **paesi emergenti** la combinazione di dollaro forte e tassi in rialzo contribuisce al restringimento delle condizioni finanziarie locali e incide negativamente sulla crescita economica di alcuni paesi. Un quadro macro più complesso, il rallentamento cinese e le questioni ancora aperte sul commercio internazionale aumentano l'incertezza sulla dinamica degli utili. Tuttavia, le valutazioni sono scese e si è ampliato lo sconto rispetto ai paesi sviluppati.

## **Mercati obbligazionari**

### **Funzione di diversificazione affidata ai tassi USA**

I mercati obbligazionari hanno archiviato ritorni nulli o negativi in valuta locale nel corso del mese di ottobre. Per l'investitore in euro l'effetto-cambio ha premiato gli investimenti in valuta estera.

Per i titoli di Stato USA, il cuscinetto di *carry* ha attutito il rialzo dei tassi a lunga e la parte intermedia è quella risultata più stabile.

In Area Euro i progressi delle componenti *core* sono stati neutralizzati dalle perdite sui titoli periferici. Anche le componenti a spread hanno risentito dell'incremento della volatilità su tutte le *asset class*, sottoperformando le componenti governative. Per i paesi emergenti non vi sono ancora segnali convincenti di una tendenza duratura di recupero.

In prospettiva manteniamo un **moderato sottopeso nella componente creditizia** e attenuiamo il rischio attraverso una **ulteriore riduzione del sottopeso del segmento governativo, con preferenza per la parte statunitense.**

**Per i paesi emergenti**, l'approccio resta **attendista** per le persistenti incertezze in essere, sia pure in presenza di valutazioni interessanti.

### **Titoli governativi**

Riduciamo il sottopeso, in questa fase di rialzo dei tassi.

In USA, la rottura tecnica al rialzo dei tassi può tenere alta la volatilità, ma a questi livelli il **Treasury tratta in linea con i fondamentali macro e offre ancora capacità di diversificazione del portafoglio.**

Il **Bund appare caro**, ma il processo di adeguamento sarà lento per via dei flussi di reinvestimento della BCE e delle tensioni politiche che portano i titoli di Stato tedeschi ad incorporare un "premio di assicurazione".

A seguito dei provvedimenti di finanza pubblica annunciati dal governo italiano abbiamo rivisto al rialzo l'area di equilibrio dello spread tra BTP e Bund tra 250 e 300 bps, in un contesto di **persistente volatilità dei titoli italiani.**

### **Prodotti a spread**

**In Europa gli spread delle obbligazioni *investment grade* hanno spazio per continuare ad allargarsi** via via che si attutiscono i flussi della BCE e in considerazione degli incrementati rischi politici.

La sensibilità dei titoli non finanziari ai tassi sottostanti è elevata e il segmento finanziario, seppure più interessante sotto il profilo dei rendimenti attesi, rimane vulnerabile in situazioni di aumento dell'avversione al rischio. Preferiamo la componente americana, che ha valutazioni più favorevoli.

Il **comparto *high yield* ancora non offre una remunerazione adeguata dei fattori di rischio** diversi dal *default*, **tra cui la volatilità**, che sta ritornando su tutte le *asset class*, **e la liquidità** che, con la riduzione dei flussi da parte delle principali Banche Centrali, sta evolvendo in senso sfavorevole.

Nel breve periodo **manteniamo cautela sull'*asset class* emergente**, nonostante le valutazioni abbiano corretto molto.

Il restringimento delle condizioni finanziarie locali contribuisce ad ampliare il differenziale di crescita con le economie sviluppate a sfavore degli emergenti, sebbene gli spread incorporino già parte del deterioramento in atto.

Rimane alta l'incertezza legata al commercio internazionale e all'evoluzione sfavorevole di fattori macro esterni (dollaro e tassi). Sugeriamo pertanto un approccio prudente e selettivo sul rischio valutario emergente.

Sulle obbligazioni emergenti manteniamo un **approccio attendista** fino alle elezioni di *mid-term*, in considerazione delle tensioni commerciali e del rialzo in atto dei tassi di politica monetaria da parte delle Banche Centrali locali. Sul piano valutativo si cominciano a riscontrare elementi di interesse, da valutare però selettivamente e considerando ulteriore possibilità di volatilità.

## **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: 5 novembre 2018