

23 aprile 2018

View

Fideuram Investimenti

Scenario macroeconomico

La crescita nelle principali economie avanzate ha probabilmente rallentato nel primo trimestre dell'anno, dopo aver sorpreso regolarmente al rialzo nella seconda parte dello scorso anno. Alla luce dei dati deludenti delle ultime settimane, abbiamo, in particolare, rivisto al ribasso la nostra stima di crescita dell'Area Euro per l'anno in corso, mentre non abbiamo apportato modifiche significative alle stime per USA e Giappone. Da notare, d'altro lato, che la crescita del primo trimestre in Cina è risultata più forte delle attese. Non vi sono state invece novità di rilievo nella dinamica dell'inflazione, che risulta in rialzo, come atteso, negli USA e sostanzialmente stabile nell'Area Euro.

Mercati Azionari

Confermiamo la neutralità sulle azioni e la preferenza in termini relativi rispetto alle altre classi di attività. La profittabilità aziendale è forte e potrebbe ancora avere spazi di miglioramento nonostante l'*earnings revision* abbia trovato un punto di massimo ciclico per via dell'impatto della riforma fiscale. Tuttavia, l'incertezza di natura macro e politica è aumentata molto e si riflette in una maggiore volatilità.

In termini geografici...

Aumentiamo a neutrale il peso degli USA dove la recente correzione ha riportato le valutazioni più vicine alla media storica, mentre riduciamo il Giappone a neutrale (da sovrappeso) per riflettere una maggiore cautela sulle economie più aperte e con sensibili e positivi sbilanci commerciali. Confermiamo la lieve preferenza per l'area europea, mentre siamo neutrali sui listini emergenti dove suggeriamo una maggiore selettività anche sotto l'aspetto valutario.

Mercati Obbligazionari

La prevedibile evoluzione delle variabili economiche e finanziarie punta a tassi un po' più elevati sia in USA sia in Europa.

A livello di comparti...

Confermiamo il sottopeso sui tassi governativi in logica di continuazione dell'adeguamento alle condizioni macro prevalenti. Sugeriamo sottoesposizione sul credito dove gli spread non riflettono adeguatamente uno scenario macro e di mercato di maggiore incertezza e volatilità e minore liquidità. In termini relativi, continuiamo a privilegiare gli emittenti finanziari nella componente subordinata, anche se lo spazio di sopra-performance è più limitato, e i mercati emergenti, dove però siamo più cauti nel breve periodo sulla componente valutaria.

Mercati Azionari

Politica, economia e stagione degli utili

L'andamento recente delle attività rischiose ha risentito dell'**incremento dell'incertezza sia dal punto di vista macro che politico**. Le tensioni commerciali tra Cina e USA hanno indebolito l'impulso alla globalizzazione e a questo si è affiancato un elemento di tensione geopolitica, con le vicende medio-orientali e l'imposizione di nuove tariffe alla Russia da parte degli USA.

A livello più microeconomico, ha sicuramente influito la maggiore volatilità del settore tecnologico, che in precedenza aveva rappresentato un traino quasi continuo per i mercati USA e emergenti, nei cui indici ha raggiunto un peso rilevante (rappresentando oltre un quarto dell'S&P500 e del MSCI Emergenti).

Nel complesso tali fattori si traducono in un **sentiment più prudente nei confronti delle attività rischiose**.

Per contro l'**aspetto fondamentale/valutativo si mantiene favorevole**, con i multipli più bassi dopo il recente ritracciamento dei mercati e la dinamica degli utili che si mantiene robusta, specie in USA. Sulla base dei fondamentali si propende per un approccio più costruttivo in campo azionario rispetto alla componente obbligazionaria. A fronte dei recenti sviluppi, si mantiene una posizione di **complessiva neutralità sull'asset class**, con una leggera variazione delle preferenze geografiche. Per gestire meglio le fasi di maggiore volatilità e aumentare la flessibilità può inoltre essere opportuno destinare una porzione dell'esposizione a strategie non direzionali.

A livello geografico, **viene portato a neutrale il peso degli USA** dove la recente correzione ha riportato le valutazioni più vicine alla media storica, mentre **viene ridotta a neutrale l'esposizione al Giappone** (da sovrappeso) per una maggiore cautela sulle economie più aperte e con sensibili avanzi commerciali.

Si conferma la lieve preferenza per l'area europea, mentre siamo **neutrali sui listini emergenti** dove suggeriamo una maggiore selettività anche sotto l'aspetto valutario.

Le preferenze settoriali sono indirizzate al comparto finanziario europeo e al settore energetico, che appare tra i maggiori beneficiari della riforma fiscale (anche se gli utili operativi faticano ancora a ritrovare slancio) e presenta valutazioni comparative attraenti.

Le preferenze settoriali sono indirizzate al comparto finanziario europeo e al settore energetico, che appare tra i maggiori beneficiari della riforma fiscale (anche se gli utili operativi faticano ancora a ritrovare slancio) e presenta valutazioni comparative attraenti.

Più in dettaglio, la neutralità sugli **USA** deriva dal miglioramento delle valutazioni indotto dal recente aggiustamento dei prezzi e dalla risalita degli utili dopo la spinta impressa dalla riforma fiscale. Il processo di revisione al rialzo degli utili si è ora arrestato, dopo una forte spinta a fine anno, ma nelle prossime settimane la stagione degli utili e la realizzazione dei *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 che comporteranno una maggiore discontinuità nell'andamento del mercato.

Viene ribadito il **lieve sovrappeso sui mercati europei**. Rispetto alle valutazioni obbligazionarie, le azioni europee si mantengono attraenti e sostenute da alti dividendi. Dal punto di vista macro il primo trimestre dell'anno appare meno brillante dei precedenti, per quanto su livelli comunque elevati. Rimane positiva anche la visione sul settore finanziario, che beneficia del processo di normalizzazione della politica monetaria (per quanto visibile solo in parte nel 2018) e della riduzione dei *non-performing loans*.

Riduciamo a **neutrale** il giudizio sul **Giappone** per riflettere una maggiore cautela sui mercati caratterizzati da una rilevante apertura al commercio internazionale in un contesto di accresciuta incertezza sugli aspetti tariffari. 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, aumentiamo il grado di selettività a favore di quei mercati che sono meno aperti al commercio internazionale e siamo **più cauti sull'andamento delle valute emergenti**. Aumenta anche la tensione geopolitica, che ha portato all'imposizione di nuove tariffe nei confronti della Russia. La forte crescita degli utili del 2017, soprattutto nel settore tecnologico, limita gli spazi per ulteriori sorprese positive a breve, ma la profittabilità aziendale rimane buona.

Mercati obbligazionari

Verso tassi un po' più alti

Nel corso dell'ultimo periodo il reddito fisso ha trovato sostegno in una tornata di dati congiunturali inferiore alle attese e nelle tensioni geopolitiche che hanno ridotto la propensione al rischio degli investitori.

Confermiamo in prospettiva l'indicazione di **sottoesposizione complessiva nei confronti del comparto**, con:

- **moderato sottopeso della componente governativa e *investment grade***
- **neutralità sul comparto emergente;**
- **moderato sottopeso** esteso dallo scorso mese anche alle componenti più speculative.

Titoli governativi

I tassi sul **Treasury** sono vicini ai livelli che riflettono i fondamentali macro prevalenti, ma la loro prevedibile evoluzione spinge verso livelli un po' più alti. Si intravedono inoltre più limitati margini di appiattimento della curva, in assenza di un significativo deterioramento a breve del ciclo economico, che non rappresenta lo scenario centrale.

Il **Bund** appare ancora caro e ha ancora un percorso di adeguamento ai fondamentali e alle variazioni di politica monetaria da compiere. Si ritiene che l'aggiustamento della curva europea verso tassi più alti sarà lento e non lineare per via dell'effetto del reinvestimento dei titoli in scadenza da parte della BCE a parziale compensazione della riduzione dei flussi di nuovi acquisti.

La preferenza sui **paesi periferici** europei è parzialmente mitigata dall'aumento della volatilità dei mercati e dall'aspettativa di una risalita dei tassi sottostanti.

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*** impedendo agli spread di riflettere pienamente i peggiori fondamentali macro, ma la riduzione dello stimolo monetario è un fattore negativo per la tenuta degli spread.

Sui **segmenti *high yield*** non si delinea un aumento del tasso di *default* ma un aggiustamento delle valutazioni per riflettere premi per il rischio più elevati.

In termini relativi e dal punto di vista dei fondamentali, continuano ad essere favoriti gli emittenti finanziari nella componente subordinata, anche se lo spazio di sovra-performance è limitato da valutazioni oramai ricche.

Le **obbligazioni dei paesi emergenti** presentano fondamentali meglio impostati. La divergenza nelle dinamiche di inflazione rispetto ai paesi sviluppati mantiene inoltre interessante il differenziale di rendimento reale.

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: 30 aprile 2018