

27 settembre 2018

View

Fideuram Investimenti

Scenario macroeconomico

L'economia USA continua a mandare segnali di maggiore solidità rispetto alle altre principali aree dell'economia mondiale e un rallentamento degli USA appare improbabile nel breve periodo, anche in presenza di un ulteriore aumento delle tensioni commerciali (uno scenario ora più probabile soprattutto nei confronti della Cina). Sia nell'Area Euro che in Cina i dati sull'attività economica diffusi nel corso dell'estate sono stati invece piuttosto deboli e la decisione da parte dell'Amministrazione USA di imporre tariffe su 200 miliardi di dollari di importazioni dalla Cina ci ha indotto a rivedere al ribasso le nostre previsioni di crescita per la Cina nel 2019 (nonostante la probabile risposta in senso espansivo delle autorità di Pechino).

Mercati Azionari

Sui mercati azionari confermiamo il posizionamento neutrale e il favore rispetto al reddito fisso. Nel contesto di riduzione dello stimolo monetario e reintroduzione di premi per il rischio, le azioni beneficiano della robusta crescita degli utili, che riportano le valutazioni più in prossimità delle medie storiche. Assistiamo però ad una maggiore fragilità e sensibilità ad elementi specifici di incertezza politica e macroeconomica, che impattano sul *sentiment*.

In termini geografici...

Il posizionamento è neutrale a livello geografico: le dinamiche fondamentali e di politica economica sono più favorevoli negli USA ma le valutazioni e il posizionamento degli investitori in parte già lo riflettono e le politiche monetarie sono più accomodanti negli altri contesti.

Mercati Obbligazionari

Il comparto del reddito fisso appare più vulnerabile alla riduzione dello stimolo monetario, con conseguente riallineamento delle valutazioni ai fondamentali e reintroduzione dei premi per il rischio.

A livello di comparti...

Il giudizio di sottopeso riflette in particolare la visione negativa sui titoli di stato europei, cari nella parte core e esposti al rischio politico nella componente periferica (in particolare italiana) e sulle obbligazioni societarie, per le quali il processo di allargamento in atto può continuare, in concomitanza con la variazione dei bilanci delle principali Banche Centrali e con la ricostituzione dei premi di liquidità, volatilità, leva finanziaria particolarmente compressi. Il posizionamento è neutrale sui titoli di stato USA sono più allineati ai fondamentali e hanno un ruolo di diversificazione. In area emergente, permangono elementi di cautela e di incertezza, a fronte di valutazioni e *carry* interessanti.

Mercati Azionari

Il ritorno del rischio politico

Nel corso dei mesi estivi si è amplificata **la divergenza di performance tra il mercato azionario USA e il resto del mondo**, in particolare verso i paesi emergenti.

In USA la forza dell'economia, degli utili aziendali e i forti programmi di buyback hanno impresso un'accelerazione ai listini. Per contro l'aggressiva politica commerciale statunitense ha penalizzato i listini dei paesi a maggiore apertura commerciale e scosso i paesi più fragili e più esposti ai flussi internazionali (Turchia e Argentina), imponendo significative risposte di politica economica. Sui mercati emergenti hanno pesato anche la decelerazione cinese e la restrizione delle condizioni finanziarie derivante dall'azione della Fed e dal precedente rafforzamento del dollaro e da ultimo l'avvio di un ciclo restrittivo di politica monetaria in diversi paesi. In Europa le tensioni italiane portano ad **incorporare un premio per il rischio politico nelle attività finanziarie**.

Il premio politico ha assunto caratteristiche importanti in alcuni contesti e paragonabile anche a situazioni di crisi o di deterioramento dei fondamentali.

Anche a livello di settori/fattori/stili il mercato ha assunto progressivamente una connotazione più difensiva, con un incremento di interesse verso i segmenti quality e a bassa volatilità, insieme al comparto a maggiore crescita degli utili che risulta favorito dall'inclinazione della curva USA.

Dalla primavera la stima degli effetti fiscali sulle valutazioni USA ci aveva indotto ad una riduzione del sottopeso. Successivamente, i segnali di desincronizzazione del ciclo economico nelle diverse aree e il conseguente rafforzamento del dollaro ci avevano portato ad una neutralizzazione della preferenza verso i mercati europei e giapponesi e una maggiore cautela nei confronti dei paesi emergenti.

Si è assistito ad un tentativo di recupero nelle ultime settimane, soprattutto in Giappone ma riteniamo che anche con riferimento ai **rischi politici segnalati**, la **volatilità e la vulnerabilità** rimangano **ancora elevate**, rendendo **più volubile il sentiment di mercato**. Inoltre la dispersione a livello di singoli titoli è molto ampia e la direzionalità anche a livello fattoriale meno definita rispetto al passato.

Dal punto di vista fondamentale, invece, il comparto **azionario** appare invece **più resistente di quello obbligazionario** al contesto di riduzione dello stimolo monetario e di peggioramento delle valutazioni grazie alla crescita robusta degli utili.

Alla luce di tutti questi elementi, confermiamo il **posizionamento neutrale e il favore relativo rispetto al reddito fisso**.

Entrando nel dettaglio geografico, le dinamiche fondamentali e di politica economica in **Europa** sono meno favorevoli rispetto agli USA ma questo appare già riflesso in parte dalla recente performance relativa e dal posizionamento più "leggero" degli investitori. Le valutazioni non presentano uno sconto significativo rispetto agli USA, per la minore crescita degli utili ed è probabile che un certo premio per il rischio dovuto agli aspetti politici italiani e all'esposizione ai paesi emergenti continui a pesare.

Siamo neutrali sulle azioni **USA** dove, grazie alla forte crescita degli utili, i multipli si sono riportati più vicini alle medie storiche e vi è anche il sostegno di consistenti programmi di buyback. Tuttavia, il posizionamento di mercato è già molto "lungo" di azioni americane, la politica più restrittiva degli altri contesti e la curva dei tassi molto piatta.

In **Giappone** i fondamentali micro sono buoni e le valutazioni non particolarmente alte. Nonostante la recente incertezza, non prevediamo modifiche sostanziali nella politica monetaria da parte della BoJ prima del 2019. Le persistenti tensioni sul commercio internazionale hanno temporaneamente dissociato l'andamento dei listini e delle attese degli utili con le dinamiche valutarie.

Nei paesi **emergenti** gli sviluppi sulle variabili USA (tassi e dollaro) e la risposta di politica monetaria da parte delle Banche Centrali locali stanno restringendo le condizioni finanziarie e cominciano ad

impattare sulla crescita. Gli effetti di ricaduta delle questioni tariffarie tra USA e Cina rimangono uno dei rischi principali sui mercati (non solo emergenti). Per contro, le valutazioni sono attraenti rispetto ai paesi sviluppati; al diradarsi degli elementi di incertezza e/o dopo convincenti riposte di politica economica, si apriranno opportunità selettive all'interno dell'asset class.

Mercati obbligazionari

Tensioni emergenti

I mercati obbligazionari hanno risentito nei mesi estivi di diversi elementi di natura economica, tecnica e politica.

I tassi governativi *core* hanno inizialmente beneficiato del premio di assicurazione e di qualità intrinseco per poi subire le pressioni al rialzo dei fondamentali.

Nel comparto del credito è continuato il processo di ricostituzione dei premi per il rischio, in USA rallentato da emissioni nette contenute.

Nei paesi emergenti, le tensioni si sono riversate con più violenza nel canale valutario, con il debito locale che ha subito significativi deflussi sulle notizie provenienti dalla Turchia e dalle trattative USA-Cina.

Titoli governativi

Confermiamo il sottopeso della parte governativa europea: per i tassi core vi sono ancora spazi di adeguamento ai fondamentali, mentre i titoli periferici - italiani in particolare - presentano una maggiore volatilità connessa al rischio politico. Il premio per il rischio politico è diventata una componente molto rilevante dello spread e si è avvicinata ai livelli momenti di alta tensione toccati durante la crisi del debito sovrano.

Nel corso dell'autunno gli spread italiani rimarranno vulnerabili ai prevedibili attriti tra Italia e le istituzioni comunitarie sugli spazi di espansione fiscale, ai risultati degli stress test sulle banche, alle analisi sul rating italiano e alla riduzione a ottobre e possibile chiusura a dicembre del programma di QE da parte della Banca Centrale Europea.

Preferiamo le obbligazioni USA, su cui abbiamo un approccio neutrale. Le determinanti dei tassi e in particolare le variabili fiscali puntano verso livelli un po' più alti, ma i tassi sono già più vicini di quelli europei al valore di equilibrio e offrono diversificazione (anche valutaria) in caso di debolezza delle attività rischiose.

Prodotti a spread

Sulle obbligazioni societarie riteniamo che il processo di allargamento in atto possa continuare in concomitanza con la variazione dei bilanci delle principali Banche Centrali e con la ricostituzione dei premi di liquidità, volatilità, leva finanziaria particolarmente compressi.

In Europa gli spread delle obbligazioni societarie *investment grade*, compressi dai flussi BCE, hanno **spazi di allargamento** in quanto esposti all'evoluzione della politica monetaria non convenzionale. In USA vi è un più elevato cuscinetto che riflette la più elevata leva finanziaria e le politiche aziendali finora più favorevoli agli azionisti.

Confermiamo il **sottopeso sul segmento *high yield*** perché le valutazioni, che sono in correzione, ancora non remunerano adeguatamente fattori di rischio diversi dal default, tra cui la volatilità, la liquidità e il *leverage*. Il premio per il rischio riferito a questi fattori è più basso rispetto al recente passato, ma lo scenario è meno favorevole per l'aumento dell'incertezza macroeconomica e della volatilità del mercato.

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

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: 8 ottobre 2018