

Ottobre 2017

View

Fideuram Investimenti

Scenario macroeconomico

I dati macro più recenti hanno mostrato sorprese positive a livello globale. Questa dinamica sembra evidenziare un'accelerazione nel ritmo di crescita dell'economia globale nella parte finale dell'anno e, quindi, una possibile revisione al rialzo per le stime di crescita per il 2018. Le indicazioni favorevoli sulla crescita depongono inoltre a favore della normalizzazione della politica monetaria: la BCE dovrebbe annunciare i dettagli della riduzione degli acquisti del programma di QE nella riunione del 26 ottobre, mentre il mercato sconta ora con una probabilità elevata un rialzo dei tassi della Fed in dicembre. Da segnalare, infine, il riemergere del rischio politico nell'Area Euro con l'incertezza sulla situazione catalana e l'affermazione dei partiti populistici in Austria.

Mercati Azionari

Confermiamo la neutralità sulle azioni. I multipli assoluti sono elevati ma le valutazioni sono ancora interessanti rispetto alle obbligazioni. La crescita degli utili è fondamentale per sostenere le valutazioni attuali, e questa si mantiene solida e diffusa a livello globale.

In termini geografici...

Dal punto di vista geografico preferiamo l'Europa e il Giappone, mentre concentriamo il sottopeso sul mercato USA che tratta a valutazioni elevate, nonostante il possibile contributo positivo alla crescita degli utili dal piano di espansione fiscale. Siamo neutrali sui listini emergenti.

Mercati Obbligazionari

Il contesto globale di crescita relativamente robusta e sincronizzata, bassa inflazione e condizioni finanziarie di supporto consente alla Fed di proseguire nel processo di rialzo dei tassi e spinge la BCE verso la riduzione del QE. Il processo sarà lento ma è avviato e rende più rilevanti gli aspetti valutativi.

A livello di comparti...

Il sottopeso di obbligazioni governative discende da rendimenti attesi molto bassi e valutazioni che non riflettono appieno i fondamentali in un contesto di normalizzazione graduale della politica monetaria. Gli spread di credito hanno assorbito i recenti rialzi dei tassi base, favoriti da condizioni di liquidità supportive e inflazione contenuta che mantengono le curve piatte, ma le valutazioni sono ricche. Siamo sottopeso di investment grade, neutrali sugli high yield e preferiamo il debito dei paesi emergenti, sia in valuta forte che nelle divise locali. In tale scenario vediamo con favore le obbligazioni convertibili, rispetto a quei segmenti di credito che hanno già spread molto compressi.

Mercati Azionari

Attenzione rivolta ai fondamentali

Nel corso dell'ultimo periodo i mercati azionari hanno trovato nuovi spunti al rialzo grazie a sorprese congiunturali positive e al riemergere di aspettative di misure fiscali espansive in USA.

In questo contesto il mercato azionario, pur in un contesto di riadeguamento delle aspettative di politica monetaria e di graduale risalita dei tassi, ha raggiunto nuovi massimi in dollari. La conversione in euro erode al momento oltre il 10% del guadagno.

Si conferma quindi la capacità dei listini azionari, in particolare USA, di assorbire una politica monetaria più restrittiva quando questa è accompagnata da progressi dell'economia reale e della **dinamica reddituale**. Quest'ultima rappresenta infatti una componente sempre più rilevante dei ritorni.

Le condizioni finanziarie sono rimaste espansive e le condizioni di liquidità legate alla dimensione dei bilanci rappresentano ancora un elemento a supporto, sebbene ci si vada avvicinando al picco, che stimiamo verrà raggiunto nella prima metà del 2018.

La crescita degli utili ad oggi è stimata su livelli più che salutari, superiori al 10% sia per il 2017 che per il 2018 (secondo le stime Ibes). La solidità degli utili mantiene più interessanti le valutazioni nei confronti del mondo obbligazionario.

In prospettiva **continuiamo a preferire il comparto azionario rispetto a quello obbligazionario, ma** abbiamo dato una gradazione via via discendente in corso anno e dal mese scorso una **indicazione complessiva di neutralità**.

La Fed ha comunicato che il programma di riduzione del bilancio inizierà subito, dunque a partire da questo mese, mentre la BCE è attesa dare indicazioni sul piano di uscita dal QE in occasione della prossima riunione di fine ottobre. Inoltre, è imminente la nomina del futuro governatore della banca centrale americana.

Nonostante la Fed abbia programmato un'uscita dallo stimolo quasi "automatica", aumenta l'incertezza legata alla politica monetaria. Inoltre, l'amministrazione Trump ha imbastito un'ipotesi di riforma fiscale, la cui dimensione sembra però molto inferiore a quanto ipotizzato durante la campagna elettorale.

A livello geografico confermiamo la **preferenza per l'area europea e giapponese**, mentre concentriamo il **sottopeso** principalmente sul mercato **USA** e siamo **neutrali** sui listini **emergenti**.

L'**Area Euro**, a maggiore composizione *value*, beneficia del quadro di progressivo rialzo dei tassi e di crescita sincronizzata.

Le valutazioni non presentano particolare attrattività in termini assoluti, ma divengono interessanti quando relazionate al mercato statunitense. Rispetto a quest'ultimo, infatti, nel corso dell'anno si è interrotto il processo di re-rating. Risulta premiante anche il confronto con altre attività rischiose europee, quali le obbligazioni *high yield*, i cui rendimenti sono inferiori ai dividendi azionari europei. La principale incognita è rappresentata dal rischio politico, come reso evidente dai recenti avvenimenti in Spagna, ma il premio per il rischio è ancora abbastanza ampio. L'indicazione rimane **di sovrappeso**, anche se di intensità inferiore alla primavera.

In **USA** le valutazioni possano esercitare un freno a ulteriori sensibili apprezzamenti dei listini, a meno di revisioni al rialzo significative della dinamica degli utili indotte da misure di carattere fiscale più espansive. L'evoluzione di politica sia monetaria che fiscale appare destinata comunque ad impattare sulle preferenze relative settoriali e tematiche all'interno dell'indice. Manteniamo una **sottoesposizione verso il mercato statunitense**.

In **Giappone** confermiamo un **moderato sovrappeso** sulla base dei buoni fondamentali micro e di politiche di *corporate governance* favorevoli agli azionisti. La politica monetaria della BoJ dovrebbe calmierare lo yen, in condizioni di volatilità non eccessiva, e la valuta è ben correlata con i profitti e il mercato giapponese. Nell'ultimo periodo hanno impattato positivamente anche l'andamento dell'inflazione e l'evoluzione dei sondaggi che confermavano Abe alla guida del paese, come avvenuto.

I **mercati emergenti** trattano a valutazioni assolute vicine alla media di lungo periodo, ma rimangono a sconto rispetto ai paesi sviluppati. Un elemento di cautela è dato dal dollaro per via della correlazione negativa tra la divisa americana e le azioni emergenti. La stabilizzazione del dollaro a seguito della recente debolezza può limitare gli spazi di apprezzamento, inducendo ad un **approccio complessivamente neutrale**.

Mercati obbligazionari

Verso un nuovo presidente della Fed e l'annuncio del tapering della BCE

Titoli governativi

I tassi decennali USA nel corso dell'ultimo mese non sono risultati immuni dalle sorprese macroeconomiche positive, dal riadeguamento delle aspettative di politica monetaria e dal più costruttivo dibattito sulle manovre di politica fiscale. In linea con le attese questo ha portato ad un riadeguamento ai fondamentali, principalmente con la reintroduzione di una elevata probabilità di intervento sui tassi da parte della Fed nella riunione di dicembre.

Il **bias negativo nei confronti dei tassi USA ma di intensità inferiore a quelli europei** viene confermato. Riteniamo, infatti, il segmento vulnerabile a sorprese di inflazione e alla normalizzazione da parte della Fed, anche in vista della nomina in gennaio del nuovo presidente della Banca Centrale. Il sentiero di rialzi ipotizzato dal mercato è ancora inferiore a quello prospettato dalla Fed. Parte del riadeguamento, anche in termini di posizionamento speculativo, è comunque già avvenuto.

In ambito europeo il **bund rimane sopravvaluto rispetto ai fondamentali**. La BCE si appresta ad annunciare le modalità di riduzione dell'*easing* quantitativo e questo sta esercitando una spinta verso il riallineamento alle condizioni fondamentali, dopo una significativa deviazione.

In termini di rischio politico sui paesi periferici, rileviamo un incremento del rischio paese in Spagna a seguito delle vicende catalane che non si è al momento trasmesso agli altri paesi (come invece accaduto in Italia durante il periodo delle elezioni francesi) e una stabilità delle condizioni italiane.

Manteniamo una **indicazione negativa di carattere strategico nei confronti dei tassi europei** i cui livelli sono ancora lontani dalla compatibilità con i fondamentali economici. È presumibile l'impatto della riduzione degli acquisti BCE sarà graduale e più visibile solo a seguito di una riduzione effettiva dell'effetto scarsità.

Prodotti a spread

Il contesto ciclico rimane favorevole per i prodotti del credito ma, ai livelli attuali, **gli spread hanno margini oramai ridotti** per compensare l'impatto negativo di un rialzo dei tassi sottostanti conseguente alla revisione in corso della politica monetaria.

In particolare in Area Euro, i livelli di spread, una volta uniformati per il *rating* e la *maturity*, stazionano ora su livelli particolarmente compressi in ottica storica e l'impatto della BCE sui premi di liquidità e di default li ha portati su livelli compatibili con i *senior* bancari.

Il segmento *high yield* è meno esposto al rischio di *duration* e finora ha beneficiato della compressione degli spread, agevolata dalla trasmissione dell'effetto monetario e delle positive condizioni congiunturali tradottesi in un ripiegamento dei tassi di default.

Confermiamo una **view negativa nei confronti del mercato delle obbligazioni societarie europee**, le cui valutazioni particolarmente tirate le rendono vulnerabili a variazioni di politica monetaria. Così come per il segmento governativo, ribadiamo una preferenza relativa nei confronti dell'area americana. Un maggior favore rimane accordato anche al comparto finanziario ma in misura minore e limitatamente alla parte subordinata, dopo i recenti guadagni.

In tale scenario vediamo con favore **le obbligazioni convertibili, rispetto a quei segmenti di credito** che hanno già spread molto compressi.

Per i **titoli dei paesi emergenti confermiamo la visione positiva**, indotta dal quadro congiunturale internazionale favorevole e dai più elevati tassi nominali e reali che configurano una più adeguata remunerazione del rischio assunto e li rendono più appetibili rispetto al comparto *corporate* globale di pari merito creditizio.

I maggiori fattori di rischio sono collegati ad un eventuale accentuato rialzo dei tassi statunitensi e ad un apprezzamento significativo del dollaro, eventi che non consideriamo come scenario centrale. Anche un eventuale rallentamento dell'economia cinese rappresenta un rischio potenziale da monitorare.

Per il debito emergente in *local currency*, il cambio rappresenta un importante elemento del rendimento atteso e la graduale rimozione dello stimolo monetario delle principali banche centrali potrebbe essere causa di maggiore volatilità, ma riteniamo nel medio termine i livelli di rendimento comunque sufficientemente remunerativi.

FIDEURAM Investimenti Sgr SPA

Piazza Erculea, 9 – 20122 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.