

View

Fideuram Investimenti

Scenario macroeconomico

Il quadro congiunturale a livello globale rimane alquanto favorevole e nel corso delle ultime settimane abbiamo apportato, in particolare, ulteriori e significative revisioni al rialzo alle nostre stime di crescita per Area Euro e Giappone. Queste revisioni sono importanti perché si riferiscono non solo all'andamento della crescita nell'anno che sta per finire, ma principalmente al 2018. Al riguardo, il nostro scenario continua a prevedere un rallentamento della crescita a livello globale nel prossimo anno, ma di entità ora molto contenuta. Non abbiamo invece modificato le nostre stime per la crescita negli USA, nonostante l'approvazione della riforma fiscale che appare ormai prossima.

Mercati Azionari

Confermiamo la neutralità sulle azioni. Le valutazioni assolute sono elevate e limitano i rendimenti attesi, ma permane una preferenza relativa rispetto alle valutazioni obbligazionarie. La crescita degli utili nel 2017 ha spiegato circa tre quarti della performance dell'indice delle azioni globali, e anche per il 2018 la crescita attesa rappresenta l'elemento che ancora ci fa mantenere un atteggiamento costruttivo.

In termini geografici...

A livello geografico confermiamo la preferenza per l'area europea e giapponese, mentre concentriamo il sottopeso principalmente sul mercato USA che tratta a valutazioni abbastanza ricche. Siamo neutrali sui listini emergenti. Dal punto di vista settoriale siamo in sovrappeso sui settori finanziario e energetico.

Mercati Obbligazionari

Manteniamo il sottopeso sulle obbligazioni governative dove i rendimenti attesi sono molto bassi e le valutazioni non riflettono appieno i fondamentali macro, in particolare sui tassi americani e tedeschi. Ci attendiamo che la Fed prosegua nel processo di rialzo dei tassi e la BCE nella riduzione dello stimolo monetario in un contesto di buona crescita economica, condizioni finanziarie ancora favorevoli, ma maggiore incertezza riguardo alle dinamiche inflattive di breve periodo.

A livello di comparti...

Prospettivamente, crediamo sia opportuno avere un approccio più selettivo nel credito societario, *investment grade* e *high yield*, dove gli spread sono molto stretti. Preferiamo i paesi emergenti, che sono caratterizzati da dinamiche macro locali favorevoli, e il settore finanziario, che nella componente subordinata offre ancora un extra-rendimento, sebbene ridotto dopo la buona performance recente.

Mercati Azionari

Attenzione rivolta ai fondamentali

Per i mercati azionari si sta per chiudere un anno molto positivo in valuta locale, nonostante qualche tentativo di presa di profitto nelle ultime settimane probabilmente imputabile all'approssimarsi della fine d'anno e poi quasi annullato dal movimento generato dai più rapidi passaggi della riforma fiscale in USA.

Le performance vengono più che dimezzate dal movimento valutario per l'investitore in euro.

Le condizioni macroeconomiche sono state favorevoli nel 2017. La crescita economica è stata solida e diffusa e ha ritrovato accelerazione nella parte finale dell'anno, superando le attese. L'inflazione ha mantenuto un andamento dimesso, consentendo alle Banche Centrali un percorso graduale, predefinito e controllato nella rimozione delle misure super-espansive implementate in tempo di crisi e mantenute per 9 anni.

La crescita economica si è trasmessa alla dinamica degli utili, che è stata robusta e ha contribuito significativamente al risultato annuale (grafici in basso).

Per il 2018 la dinamica degli utili appare ancora ben impostata sia in termini di ritmo di crescita che di ritrovata sincronia tra le diverse aree geografiche. Questo è il principale elemento di continuità con lo scorso anno, che induce ad **un approccio ancora costruttivo nei confronti del rischio azionario**, nonostante i multipli elevati e le condizioni monetarie meno propizie (grafici a lato).

In particolare osserviamo ai fini della scelta relativa a favore del comparto azionario rispetto a quello obbligazionario che:

- la riduzione di liquidità è soltanto ad uno stadio iniziale ed è predeterminata
- il confronto con le valutazioni obbligazionarie è ancora interessante, anche perché queste ultime appaiono più vulnerabili ad una risalita dell'inflazione e alle decisioni delle Banche Centrali
- la crescita degli utili è ancora robusta e l'impatto della riforma fiscale potrebbe non essere appieno incorporato.

Stiamo graduando nel tempo l'esposizione al rischio sia in termini di allocazione complessiva che di scelte geografiche in considerazione del legame tra la tenuta degli attuali multipli e il regime di volatilità e liquidità.

Il posizionamento attuale è di complessiva **neutralità** che viene declinata con preferenze geografiche verso **Europa e Giappone** a fronte di una **maggiore cautela sul mercato statunitense**, che tratta a valutazioni più care e **maggiore selettività sui listini emergenti**.

In **USA** un limite ad ulteriori significativi rialzi generalizzati dei titoli azionari, a meno di consistenti revisioni al rialzo degli utili, proviene dalle valutazioni. Sono da considerare in prospettiva gli impatti di una possibile risalita dell'inflazione sulla marginalità e profittabilità aziendale e gli effetti della riforma fiscale.

In **Area Euro** confermiamo il sovrappeso. Le valutazioni, per quanto non basse, si mantengono a sconto rispetto ai bond e agli USA e la redditività aziendale sta migliorando dopo un periodo di stallo. Le tensioni legate alle vicende politiche spagnole paiono affievolirsi, mentre il mercato, nonostante fondamentali solidi, incorpora ancora un premio per il rischio consistente. Manteniamo una visione positiva sul settore finanziario, anche alla luce della visione cauta sui tassi di interesse europei e dell'espansione del credito bancario.

Manteniamo una visione positiva sul **Giappone** sulla base dei buoni fondamentali macro e micro e valutazioni assolute non alte. Sono a favore anche le modifiche di *corporate governance* e le valutazioni comparative con il reddito fisso.

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 recupero del dollaro. Inoltre, dopo i significativi progressi degli utili, guidati dalla componente tecnologica, gli spazi per ulteriori sorprese

appaiono limitati. Va segnalato che comunque la profittabilità rimane elevata anche nel 2018. A livello macroeconomico, si confermano i progressi sulle vulnerabilità interne ed esterne, con permanente livello di attenzione sul forte indebitamento cinese. Un fattore di volatilità può provenire da elementi politici, anche di matrice elettorale.

Mercati obbligazionari

Normalizzazione in corso

Nel 2018 la Fed non reinvestirà più circa 390 miliardi dei titoli in scadenza e la BCE ridurrà l'ammontare degli acquisti titoli (dagli attuali 60 miliardi a 30 miliardi fino a settembre). La domanda di attività obbligazionarie si manterrà comunque elevata, ma aumenteranno le pressioni per un riadeguamento ai fondamentali dei tassi governativi e una reintroduzione almeno parziale dei premi per il rischio nelle obbligazioni societarie.

Titoli governativi

L'anno passato si chiude con rendimenti positivi ma modesti per i titoli governativi.

Per il 2018 vi sono le premesse per avanzamenti nel processo di adeguamento ai fondamentali.

In USA la curva appare esposta ad un differente mix macroeconomico, con sorprese sull'inflazione e conseguentemente il sentiero di politica potrebbe aggiustarsi verso quello prospettato dalla Fed, che al momento contempla tre rialzi nel prossimo anno. Sono inoltre aumentate le probabilità di implementazione della riforma fiscale.

Il Bund nonostante i livelli particolarmente compressi ha beneficiato finora della pendenza della curva e del pick-up di rendimento rispetto agli altri tassi *core* a seguito della copertura dei tassi di cambio. L'effetto di compressione della BCE sui tassi tedeschi potrà assorbirsi solo lentamente, per cui il riallineamento ai fondamentali potrebbe non essere completo in una prima fase, in quanto ancora legato all'effetto scarsità. Il Bund potrebbe spingersi in area 0,6-0,65%.

Al margine, vediamo più favorevolmente le obbligazioni dei paesi periferici europei, principalmente per via del *carry* rispetto al Bund. Tuttavia, gli spread sono in un'area che consideriamo appropriata al contesto monetario e fondamentale attuale (area di *fair value*). Quindi vi è una elevata sensibilità ad una politica monetaria più restrittiva che riporti i tassi tedeschi più in linea con le condizioni macro prevalenti.

Alla luce di tali considerazioni ribadiamo il posizionamento di **sottopeso nei confronti della parte governativa**.

Prodotti a spread

Per le obbligazioni societarie il contesto ciclico ben impostato e la gradualità delle Banche Centrali hanno per un lungo periodo costituito un ambiente favorevole. Riteniamo che agli attuali livelli cominci a sentirsi il peso delle valutazioni ricche, che comprime sempre più i rendimenti attesi futuri.

L'investimento in *investment grade* risulta meno protettivo del passato in caso di rialzi dei tassi sottostanti, in particolare in Europa dove gli spread sono molto stretti.

Nonostante l'azione della BCE limiti nel breve periodo un allargamento significativo degli spread, i rendimenti attesi sono bassi. Confermiamo una indicazione negativa. In termini relativi preferiamo gli emittenti finanziari, che nella componente subordinata offrono ancora un extra-rendimento, e la componente americana che offre qualche margine in più rispetto ai minimi del periodo 2004-2007 e potrebbe risentire positivamente della riduzione della tassazione prevista nella manovra fiscale.

Nel mondo *high yield* gli attuali livelli di spread sono sufficienti per compensare quasi esclusivamente dal rischio di default e lasciano poco margine per altri rischi specifici o di liquidità. I livelli di rendimento rendono ormai l'*asset class* meno attraente anche nel confronto con l'investimento azionario, specie in

Europa. Per contro il buon momento ciclico che tiene moderati i tassi di *default* e il *carry* offerto giustificano una gradazione migliore rispetto alle obbligazioni a miglior merito di credito.

Suggeriamo tuttavia, come evidenziato nella scorsa edizione della “view” e come testimoniato dalla recente volatilità, una maggiore cautela nell’esposizione ai titoli *high yield*,

Manteniamo il sovrappeso sui paesi emergenti che si caratterizzano per fondamentali solidi, bassa inflazione e alti tassi reali. Il miglioramento della bilancia dei pagamenti riduce la sensibilità in caso di rialzo dei tassi USA e del dollaro, nonostante alcune aree di vulnerabilità (Turchia) e dinamiche politiche che al margine hanno avuto sviluppi recenti non favorevoli ma per ora di carattere locale e senza gravi ripercussioni macroeconomiche.

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.