

23 febbraio 2018

# View

## Fideuram Investimenti

### Scenario macroeconomico

La crescita di salari e inflazione negli USA ha registrato un'inattesa e significativa accelerazione in gennaio, dopo essere stata generalmente piuttosto dimessa per lungo tempo. A nostro avviso, appare improbabile che la dinamica dell'inflazione si sia modificata repentinamente (il nostro scenario incorpora invece un aumento graduale nel corso del tempo), ma certamente i mercati si trovano ora ad affrontare una sorgente di volatilità, con possibili ripercussioni anche sulle decisioni di politica monetaria, che non è stata presente per molto tempo. Peraltro lo scenario di crescita a livello globale continua a confermarsi favorevole e abbiamo ulteriormente rivisto al rialzo le nostre stime per USA e Area Euro.

### Mercati Azionari

Confermiamo la neutralità sulle azioni. Sebbene sia aumentata l'incertezza sulle dinamiche di inflazione, l'estensione e la velocità della recente correzione sono imputabili principalmente a fattori tecnici che fanno riferimento ai prodotti e strategie che vendono volatilità o la utilizzano per calibrare l'esposizione complessiva. I fondamentali aziendali appaiono però solidi e anzi le stime di crescita degli utili sono ulteriormente aumentate, al 15% circa per il 2018.

### In termini geografici...

A livello geografico confermiamo la preferenza per l'area europea e giapponese, mentre siamo neutrali sui listini emergenti e in leggero sottopeso sul mercato USA. Dal punto di vista settoriale siamo sovrappeso sui settori finanziario e energetico.

### Mercati Obbligazionari

Manteniamo una posizione complessiva di sottopeso sul reddito fisso con modifiche nella composizione delle view di carattere tattico, in conseguenza dei più recenti movimenti.

### A livello di comparti...

La prevedibile evoluzione ciclica, dell'inflazione e della politica monetaria, spinge i tassi verso livelli un po' più alti sia in USA che in Europa (soprattutto nei paesi *core*) ma dopo il recente aggiustamento riduciamo marginalmente il sottopeso. Aumentiamo invece la cautela sugli spread di credito che sono molto stretti e vulnerabili in situazioni di più elevata volatilità o minore liquidità. In una logica prevalentemente tattica e alla luce del recente apprezzamento delle valute riduciamo a neutrale i mercati emergenti. Siamo sottopeso di *investment grade* dove gli spread sono molto compressi e la sensibilità ai tassi elevata, e neutrali sugli high yield.

# Mercati Azionari

## Il ritorno della volatilità

Dopo la brillante partenza nel 2018, i mercati azionari hanno affrontato una correzione significativa, che è stata diffusa tra le diverse aree geografiche e i vari comparti.

La discesa dei mercati è arrivata in un momento di massima espansione degli utili aziendali, supportati dalla crescita economica oltre che dall'effetto finora sottostimato dagli analisti della riforma fiscale in USA (grafici in basso).

A innescare il movimento di ribasso sono stati probabilmente una genuina presa di profitto dopo i ripetuti guadagni, il rialzo dei tassi e le preoccupazioni sulle dinamiche salariali generate dalle più recenti rilevazioni macroeconomiche e dall'attenzione al costo del lavoro emersa nella *reporting season* del quarto trimestre.

Tali motivazioni non appaiono sufficienti a giustificare la violenza del movimento, che è stato amplificato da elementi di natura tecnica. I prodotti strutturati e in particolare le strategie sistematiche che vendono volatilità e quelle di tipo *momentum* / CTA e *risk parity* reagiscono automaticamente alle variazioni dei trend in essere e al diverso regime di volatilità e correlazione riducendo le esposizioni e dunque mettendo ulteriore pressione al mercato.

Tuttavia, i fondamentali aziendali rimangono solidi e anzi le stime di crescita dell'economia e degli utili sono soggette a revisioni al rialzo diffuse, grazie alla crescita sincronizzata.

Come anticipato alla fine del 2017, la progressiva normalizzazione da parte delle Banche Centrali sia in termini di liquidità che di livello dei tassi rappresenta un elemento di discontinuità rispetto al passato che può riflettersi in **volatilità più elevata nel corso del 2018**. Questo avviene anche in considerazione della proliferazione di strategie passive durante il regime di protratta stabilità legato al superaccomodamento monetario i cui aggiustamenti probabilmente non si sono esauriti nel recente storno.

Per contro **la solidità dei fondamentali rappresenta un elemento di continuità con il 2017 che ha ripreso a spiegare il comportamento dei mercati come avveniva nella precedente "normalità"** (grafico a lato). Da inizio anno le attese di crescita degli utili globali sono aumentate dal 10 al 15% circa per il 2018 e la *reporting season* riferita al quarto trimestre 2017 ha consegnato buoni risultati. In tal modo le valutazioni azionarie prospettiche a livelli risultano meno distanti dalle medie storiche, per quanto ancora superiori.

Manteniamo una posizione di lieve **sottopeso sulle azioni USA** nonostante la recente correzione. Le valutazioni rimangono più elevate rispetto ad altre aree geografiche, ma la crescita degli utili anche grazie alla riforma fiscale è più corposa. Pensiamo che le società possano ulteriormente rialzare le stime di crescita in corso d'anno e per questo siamo inclini a pensare che il ribasso in corso sia una opportunità per aumentare l'esposizione nel medio periodo. Tuttavia, nel breve è possibile che l'incertezza rimanga elevata per la dimensione complessiva dell'aggiustamento tecnico delle posizioni legate ai prodotti / strategie legate alla volatilità. Inoltre occorre valutare la tendenza delle dinamiche salariali sulla struttura dei costi aziendali.

Confermiamo il **sovrappeso sui mercati europei**. Le valutazioni, per quanto non basse, si mantengono a sconto rispetto agli USA e gli utili aziendali sono sostenuti dal buon momento ciclico europeo. Manteniamo una visione positiva sul settore finanziario, che beneficia del rialzo dei tassi di interesse e della riduzione dei *non-performing loans*. Nel breve i rischi provengono dall'impatto sugli utili dell'apprezzamento dell'euro e da un eventuale rischio politico associato alle elezioni italiane.

In **Giappone** sebbene il *momentum* degli utili sia meno favorevole, i **fondamentali sia macro che micro rimangono ben impostati** e la crescita degli utili è sostenuta. Crediamo che sia prematuro prevedere modifiche da parte della BoJ ma è positivo che la correlazione tra azioni e valuta si sia ridotta.

I **mercati emergenti** trattano a valutazioni assolute vicine alla media di lungo periodo ma rimangono a sconto rispetto ai paesi sviluppati (grafici in appendice). Nel corso del 2017 ha premiato i mercati dell'area la sensibile revisione al rialzo degli utili, principalmente imputabile alla componente tecnologica. La maggiore rilevanza di tale componente negli indici azionari ha ridotto anche la sensibilità

degli stessi ai movimenti della valuta. Gli spazi di ulteriori sensibili sorprese si vanno riducendo, in un contesto reddituale comunque solido, spingendo ad un approccio più cauto e selettivo a livello di paesi.

## **Mercati obbligazionari**

### **Graduale reinserimento dei premi per il rischio**

Prosegue la tendenza ascendente dei tassi di interesse, continuando il processo di riallineamento ai fondamentali che a loro volta risultano in continuo miglioramento. Il contesto di tassi e volatilità più elevata ci induce a mantenere un posizionamento di sottopeso nei confronti del comparto obbligazionario, con una combinazione tatticamente di maggiore cautela verso il rischio di credito e di leggera riduzione della negatività sui tassi governativi.

### **Titoli governativi**

Sebbene oramai più vicini alle nostre stime di *fair value* e in prossimità di rilevanti livelli tecnici, i tassi hanno spazi di ulteriore risalita:

- in USA per effetto della manovra pro-ciclica in atto, di sorprese nell'inflazione sottostante e di variazione del sentiero tracciato dalla Fed;
- in Area Euro per il progressivo adeguamento ai fondamentali sui diversi tratti di curva; la BCE a differenza della Fed ha infatti dei limiti di detenzione di titoli e quindi possibilità di controllo meno marcato sui diversi tratti della curva.

Manteniamo pertanto un **posizionamento negativo sull'asset class governativa, sebbene di gradazione leggermente inferiore ai mesi scorsi dati gli aggiustamenti già compiuti**. In ottica di breve, a questi livelli e con possibili fasi di avversione al rischio, intravediamo spazi di assestamento o comunque di riduzione della spinta rialzista sui tassi.

### **Prodotti a spread**

Il contesto ciclico è ancora favorevole al mercato del credito, ma la riduzione attesa della liquidità e le valutazioni non favoriscono ulteriori restringimenti. L'aumento della volatilità rende più vulnerabili gli spread, più soggetti ad effetto trasmissione.

In Europa in particolare gli acquisti della BCE continuano a limitare gli spazi di ampliamento, ma gli spread sono molto compressi e via via subiranno sempre più l'effetto di rialzo dei tassi base. Preferiamo i titoli obbligazionari di emittenti finanziari rispetto ai non-finanziari, soprattutto nella componente subordinata che offre ancora un extra-rendimento interessante in una logica di *carry* (mentre la parte senior appare troppo cara). Tuttavia, gli spread si sono recentemente ristretti in modo significativo riducendo gli spazi di sensibili *sovrapformance*.

Le valutazioni del segmento *high yield* sono elevate e coprono il rischio di default ma non fattori di rischio aggiuntivi propri dell'*asset class*. In particolare la componente europea appare cara, anche in termini relativi rispetto alle azioni, il cui dividendo supera ormai significativamente il rendimento medio delle obbligazioni speculative.

Riduciamo a **neutrale il giudizio sul debito dei paesi emergenti** per riflettere una maggiore cautela sugli spread di credito in generale e sulle valute emergenti in senso più tattico tenuto conto del recente apprezzamento e alla luce dell'aumento della volatilità dei mercati. La storia fondamentale rimane immutata così come le valutazioni relative in termini di extrarendimento offerto.

## **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:**

*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.*