

20 marzo 2018

View

Fideuram Investimenti

Scenario macroeconomico

Dopo alcuni mesi di continue revisioni al rialzo nelle nostre stime di crescita, i dati di inizio anno finora disponibili sull'andamento dell'attività economica sono risultati generalmente più deboli delle nostre attese (con l'eccezione della Cina). Per l'economia globale si presenta inoltre ora anche il rischio di una virata in senso protezionista da parte dell'Amministrazione Trump, che nelle ultime settimane ha imposto tariffe sulle importazioni di acciaio e alluminio e probabilmente procederà nei prossimi mesi con altre misure restrittive, in particolare nei confronti della Cina. Riteniamo comunque ancora improbabile una vera e propria "guerra commerciale" con una spirale di misure protezionistiche, che avrebbe un impatto significativo sulla crescita mondiale.

Mercati Azionari

Confermiamo la neutralità sulle azioni ma le preferiamo in termini relativi alle altre classi di attività. L'aumento dell'incertezza macroeconomica e politica si riflette in un aumento della volatilità e, con tassi di interesse in salita, in multipli in calo. Tuttavia, la profittabilità aziendale è forte e potrebbe ancora migliorare nonostante la revisione degli utili abbia trovato un punto di massimo ciclico per via dell'impatto della riforma fiscale.

In termini geografici...

Manteniamo le azioni USA in lieve sottopeso anche per riflettere una minore chiarezza di natura politica, in particolare dal lato del commercio internazionale. Confermiamo la preferenza per l'area europea e giapponese, mentre siamo neutrali sui listini emergenti.

Mercati Obbligazionari

Confermiamo il sottopeso sul reddito fisso. Il recente rialzo ha avvicinato i tassi ai fondamentali prevalenti, ma la loro prevedibile evoluzione spinge verso livelli un po' più alti sia in USA che in Europa.

A livello di comparti...

Riduciamo a sottopeso anche il giudizio sul credito, ed in particolar modo sugli *high yield*, perché gli spread non riflettono uno scenario macro e di mercato di maggiore incertezza e volatilità (e potenzialmente minore liquidità). Non prevediamo un aumento dei *default* ma un aggiustamento delle valutazioni per riflettere premi per il rischio più elevati. Preferiamo i mercati emergenti, soprattutto in valuta locale, e gli emittenti finanziari nella componente subordinata, anche se lo spazio di sovraperformance è limitato da valutazioni ricche. Siamo cauti sui titoli *investment grade*, dove la sensibilità ai tassi base è alta e gli spread stretti.

Mercati Azionari

Mercati in chiaroscuro

Dopo la correzione di inizio febbraio, i mercati azionari hanno riproposto risultati positivi tra metà febbraio e metà marzo.

Il recupero è stato guidato dai listini USA e Emergenti, che hanno ritrovato anche il segno positivo nella performance da inizio anno, e poi condiviso con intensità minore da quasi tutti i principali paesi. A livello settoriale, la leadership nella fase di rialzo rimane del settore tecnologico e in generale i settori ciclici trovano più spazio di quelli difensivi. La conversione in euro comporta un leggero aggiustamento al rialzo delle performance dei mercati esteri.

Nel primo trimestre, oramai in via di conclusione, i mercati azionari hanno già sperimentato in rapida successione le continuità e le discontinuità che si ravvisavano in chiusura d'anno.

L'approvazione della riforma fiscale ha portato a un rapido aggiustamento delle aspettative degli analisti sugli utili aziendali, che sono andate ad innestarsi su un quadro già complessivamente salutare di crescita a doppia cifra per il triennio 2017-2019.

Le condizioni di redditività sono favorevoli a livello complessivo ma nel breve periodo gli spazi di revisione ulteriore al rialzo potrebbero essersi ridotti a livello di utile complessivo.

Il quadro macroeconomico globale risulta ancora solido, ma con una combinazione tra crescita reale e inflazione meno favorevole rispetto a quella con cui si chiudeva il 2017. Inoltre i rischi politici stanno evolvendo in maniera meno benigna rispetto allo scorso anno, a seguito sia delle rinnovate minacce protezionistiche dell'amministrazione statunitense sia dell'esito delle elezioni italiane.

Comincia inoltre a notarsi l'impatto del minor supporto proveniente dalle banche centrali, che comporta nel tempo un regime di tassi complessivamente più elevati (e condizioni finanziarie meno accomodanti) e di maggiore volatilità.

In tale scenario di riferimento viene confermato **un atteggiamento complessivamente neutrale sui mercati azionari**. I progressi reddituali sostengono le valutazioni e giustificano ancora un giudizio migliore rispetto alle obbligazioni, ma l'accresciuta incertezza macroeconomica e politica esercita un impatto negativo sul *sentiment* e si traduce in una probabile maggiore volatilità.

In tale scenario di riferimento viene confermato **un atteggiamento complessivamente neutrale sui mercati azionari**. I progressi reddituali sostengono le valutazioni e giustificano ancora un giudizio migliore rispetto alle obbligazioni, ma l'accresciuta incertezza macroeconomica e politica esercita un impatto negativo sul *sentiment* e si traduce in una probabile maggiore volatilità.

Indirizziamo le **preferenze a livello settoriale verso il comparto finanziario**, che appare favorito dal progressivo aggiustamento dei tassi di interesse e **verso il settore energetico**, che esprime valutazioni interessanti.

Si mantiene una posizione di lieve sottopeso sulle azioni **USA**, nonostante le valutazioni si siano "automaticamente" ridimensionate grazie all'espansione degli utili. Sembra necessaria una maggiore chiarezza sui rischi protezionistici, sull'andamento dell'inflazione (in particolare di matrice salariale) e sulla funzione di reazione della Fed a guida Powell per imprimere una più definita direzionalità al mercato.

Viene confermato un posizionamento leggermente positivo sul **mercato europeo**. La sottoperformance degli ultimi mesi è imputabile principalmente alla revisione al rialzo degli utili USA per via della riforma fiscale e all'effetto valutario. Nei prossimi mesi i progressi macroeconomici dovrebbero assecondare il recupero di redditività in corso, grazie principalmente all'apporto del comparto finanziario. I progressi nella redditività delle banche sono ora sostenuti dall'espansione degli impieghi. Una ulteriore spinta è attesa dalla risalita dei tassi a breve, che dovrebbe avere impatto in maniera più sensibile nella prima fase di rientro dei tassi a breve in territorio positivo, che viene scontata dal mercato a partire dalla primavera del 2019.

Un moderato sovrappeso nei confronti del **Giappone** trova giustificazione nei buoni fondamentali micro, con la profittabilità aziendale sostenuta e valutazioni non particolarmente alte, ma il

momentum degli utili è meno favorevole. Il rinnovo del mandato di Kuroda alla guida della BoJ garantisce continuità alla politica monetaria, che prevede una graduale riduzione dello stimolo.

I **mercati emergenti** trattano a valutazioni assolute vicine alla media di lungo periodo ma rimangono a sconto rispetto ai paesi sviluppati. Nel breve periodo, il recente apprezzamento dei cambi rende le valute emergenti più vulnerabili in situazioni di debolezza dei mercati e riduce la possibilità di trattare l'area a livello complessivo.

Mercati obbligazionari

Maggiore sensitività ai fondamentali e alle valutazioni

Il recente rialzo ha avvicinato i tassi governativi ai fondamentali macro prevalenti, riducendo nel breve la spinta al rialzo. La tendenza di fondo delle variabili sottostanti punta però verso tassi un po' più alti sia in USA che in Europa.

Si estende il giudizio di moderato sottopeso anche alle componenti speculative del credito societario perché gli spread non riflettono adeguatamente uno scenario macro e di mercato di maggiore incertezza e volatilità e si ritiene non siano in grado di proteggere in situazioni di minore liquidità.

In termini relativi e dal punto di vista dei fondamentali, sono preferiti i mercati emergenti, soprattutto in valuta locale, e gli emittenti finanziari nella componente subordinata, anche se lo spazio di sovraperformance è limitato da valutazioni ricche.

Titoli governativi

I mercati governativi dopo l'adeguamento ai fondamentali avvenuto ad inizio anno, si sono assestati nell'ultimo mese, conseguendo ritorni positivi in tutte le aree. Tra i periferici, si segnala la tenuta dell'Italia nonostante l'esito incerto elettorale e la prosecuzione del processo di convergenza dello spread portoghese.

In prospettiva, la distanza da valori compatibili con i fondamentali macro si è ridotta, ma rimangono comunque spazi di risalita legati:

- in USA a sorprese macroeconomiche (soprattutto se relative all'inflazione sottostante), ad un percorso di rialzi della Fed superiore a quello scontato dal mercato e a dinamiche di domanda e offerta rese meno favorevoli dal mix di politica economica;
- in Area Euro persistono gli spazi di risalita del Bund legati alla normalizzazione della politica monetaria, che la BCE sta effettuando a piccoli passi, da ultimo con la rimozione del riferimento alla possibilità di ampliare gli acquisti di titoli all'interno del QE.

Si ribadisce pertanto la **visione moderatamente negativa sull'asset class** introdotta nello scorso mese.

La preferenza relativa sui paesi periferici europei è parzialmente mitigata dall'aumento della volatilità dei mercati.

Prodotti a spread

Gli spread di credito sono molto stretti grazie all'azione della BCE e al contesto favorevole e questi elementi non dovrebbero modificarsi a breve ma a questi livelli di tassi e spread oramai è predominante l'elevata sensibilità ai tassi governativi.

Viene **ridotto a sottopeso il giudizio sul segmento high yield** perché le valutazioni non remunerano adeguatamente fattori di rischio diversi dal *default*, tra cui la volatilità e la liquidità.

Il premio per il rischio riferito a questi fattori era significativamente più alto negli anni appena trascorsi, ma ora l'aumento dell'incertezza macroeconomica e della volatilità del mercato rendono gli spread più vulnerabili in situazioni di tensione. Non si profila un aumento del rischio di default a

breve, ma un adeguamento delle valutazioni ad uno scenario di riferimento che evolve in senso sfavorevole, soprattutto in termini di maggiore volatilità e minore liquidità.

L'indicazione allocativa è quindi di moderato sottopeso per la componente delle obbligazioni societarie, i cui rendimenti attesi sono bassi a fronte di un innalzamento del livello di rischio.

Nonostante i buoni fondamentali **rimane neutrale il giudizio sui paesi emergenti** per riflettere una maggiore cautela sugli spread di credito e sulle valute emergenti alla luce del recente apprezzamento e dell'aumento della volatilità. In un orizzonte più di lungo periodo rimaniamo costruttivi in particolare sulla componente in valuta locale che offre un extra-rendimento rispetto alle obbligazioni governative e ad altri segmenti di credito.

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.3 PAGINE. DATA DI PUBBLICAZIONE: 9 marzo 2018