

View

Fideuram Investimenti

Scenario macroeconomico

Il ritmo di crescita dell'economia globale continua a confermarsi alquanto robusto e, in particolare, l'economia USA ha accelerato nel secondo trimestre dopo la temporanea debolezza del trimestre precedente. In questo scenario di ripresa sincronizzata la politica monetaria nelle economie avanzate sta diventando al margine meno espansiva. La Fed ha annunciato l'inizio della riduzione del proprio attivo e potrebbe alzare i tassi ancora una volta entro fine anno. La BCE, pur con un approccio reso ancora più cauto dal sensibile apprezzamento del cambio che si è registrato negli ultimi mesi, ha avviato la discussione interna sulla riduzione del programma di QE che dovrebbe essere annunciata nella riunione di fine ottobre.

Mercati Azionari

Confermiamo la neutralità sulle azioni. Le valutazioni assolute sono elevate e limitano i rendimenti attesi, ma il premio per il rischio rispetto alle valutazioni obbligazionarie non è altrettanto estremo. La crescita degli utili si mantiene solida a livello globale e le condizioni di liquidità rimangono complessivamente di supporto, mentre un lieve aumento della volatilità è indotto dall'aumento dei rischi geopolitici.

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.

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, 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...

Manteniamo il sottopeso sulle obbligazioni governative dove i rendimenti attesi sono molto bassi. Manteniamo una preferenza sui titoli di stato americani rispetto a quelli europei, ma con una intensità inferiore dopo il recente appiattimento della curva USA. Le valutazioni del credito societario sono ricche e preferiamo i mercati emergenti alle obbligazioni societarie. Siamo sottopeso di *investment grade*, neutrali nei confronti degli *high yield* e positivi sul debito dei paesi emergenti, sia in valuta forte che nelle divise locali.

Scenario macroeconomico

USA: Effetto uragani su crescita e inflazione

La crescita del PIL ha accelerato al 3.0% annualizzato nel secondo trimestre e avrebbe probabilmente mantenuto questi ritmi anche nel terzo trimestre in assenza dell'impatto negativo degli uragani. **L'effetto degli uragani dovrebbe comunque essere transitorio:** stimiamo che la crescita abbia rallentato al 2.2% nel terzo trimestre, ma rimbalzerà sopra il 3% nel trimestre finale dell'anno. I dati sull'attività economica di agosto e settembre risentiranno comunque dell'effetto negativo degli uragani, che dovrebbero determinare anche un rialzo dell'inflazione, anche in questo caso temporaneo. La volatilità determinata dagli uragani non dovrebbe avere nessun riflesso sulle decisioni della Fed, che, come ampiamente atteso, ha annunciato **l'inizio del programma di riduzione del proprio attivo** nella riunione di settembre. La Fed ha inoltre confermato che prospetta un altro rialzo dei tassi entro fine anno. Un rialzo nella riunione di dicembre è contemplato anche nel nostro scenario centrale a patto che l'inflazione *core* confermi il rialzo registrato in agosto nel corso dei prossimi mesi.

Area Euro: La BCE discute di euro e *tapering*

Il significativo apprezzamento dell'euro in atto da maggio (circa il 10% contro dollaro e il 6% in termini nominali effettivi) **non sembra per il momento avere intaccato la ripresa:** la fiducia delle imprese si è mantenuta elevata tra luglio e agosto, anche nel settore manifatturiero. Nel secondo trimestre il PIL dell'Area euro è cresciuto al 2.6% annualizzato, un poco più debole di quanto indicato dal PMI composite, ma con una dinamica solida e sempre più diffusa a tutte le economie dell'area. La crescita dovrebbe mantenersi su buoni ritmi anche nel terzo trimestre (prevediamo 2.3%, con rischi al rialzo). Nella riunione di settembre la BCE, in linea con le attese, ha ufficialmente avviato la discussione sul *tapering* del QE e già nella riunione di ottobre dovrebbero esserne forniti i dettagli principali. **Il tono della banca centrale è rimasto comunque molto morbido ed accomodante,** vista la preoccupazione per le conseguenze negative che potrebbero scaturire da un ulteriore apprezzamento dell'euro. Continuiamo ad attendere un *tapering* morbido e graduale nel corso del 2018.

Giappone: La crescita c'è, l'inflazione non ancora

La crescita del PIL ha accelerato nel secondo trimestre al 2.5% annualizzato, grazie alla forza della domanda interna. E' la prima volta in 11 anni che il Giappone cresce per sei trimestri consecutivi. La ripresa ha comportato una dinamica fortissima del mercato del lavoro: il tasso di disoccupazione è sceso al 2.8%, minimo dallo scoppio della bolla immobiliare ad inizio anni 90. La dinamica salariale rimane però modesta e non sufficiente a modificare lo scenario di inflazione, che ha sorpreso al ribasso da inizio anno. A luglio l'inflazione si è portata allo 0.4%, addirittura un decimale al di sotto rispetto a gennaio (0.5%). **Il Premier Abe, la cui popolarità sta risalendo nei sondaggi, potrebbe indire elezioni anticipate in ottobre,** per rafforzare la propria *leadership*.

Mercati Azionari

Autunno all'insegna delle Banche Centrali

Durante i mesi estivi i mercati azionari hanno realizzato delle *performance* complessivamente positive, grazie all'andamento favorevole dei fondamentali (macroeconomici e reddituali) e a condizioni monetarie e finanziarie ancora a supporto. Il movimento di apprezzamento dell'euro ha eroso i ritorni dei mercati esteri.

Stimiamo che le condizioni di liquidità legate alla dimensione dei programmi di QE possa trovare un picco nella prima metà del 2018 e che quindi la liquidità sia ancora un elemento a favore, sebbene non si sia distanti dal punto di svolta.

Il contesto attuale rimane complessivamente favorevole all'investimento azionario. L'economia procede su un sentiero di espansione a livello globale e la crescita degli utili rimane solida e stabile. A differenza degli anni precedenti non si assiste a revisioni al ribasso dopo la diffusione degli utili di ciascun trimestre, anche se le stime per i singoli paesi, settori o trimestri risentono di volta in volta dell'andamento valutario, delle aspettative di politica monetaria o di fattori specifici.

L'inflazione inferiore al target della Banche Centrali consente strategie di uscita dalle politiche superaccomodanti gradualmente con impatti moderati nell'ultimo quarto dell'anno, anche se i mesi autunnali sono quelli dell'**annuncio delle prime misure di normalizzazione monetaria**. La prima a muoversi è stata la Fed, che ha dichiarato che inizierà ad ottobre la riduzione del bilancio. L'effetto di tali annunci, unitamente a **valutazioni elevate in termini assoluti** - ma non altrettanto estreme rispetto all'investimento nel reddito fisso - ci **inducono a mantenere un giudizio neutrale sul comparto azionario**.

A livello geografico confermiamo la preferenza per l'area europea e giapponese, mentre siamo neutrali sui listini emergenti e sottopeso in USA.

Suggeriamo una sottoesposizione sulle azioni USA. Le condizioni economiche e reddituali sono sostenute nel breve anche dalla debolezza del dollaro, ma intravediamo limiti ad ulteriori apprezzamenti nei multipli elevati. Questi ultimi sono stati finora resi sostenibili da condizioni monetarie e finanziarie espansive, che potrebbero rientrare almeno in parte con la recente decisione della Fed.

Manteniamo il lieve sovrappeso nei confronti dei listini europei.

La forza dell'euro riduce parzialmente la crescita degli utili prospettica, che però si mantiene complessivamente buona grazie a fondamentali macroeconomici robusti.

Nonostante le valutazioni non siano basse, queste rimangono a sconto rispetto agli USA e continuano ad incorporare un elemento di rischio di natura politica che riteniamo meno giustificato che in passato.

Confermiamo un moderato sovrappeso in Giappone sulla base di fondamentali e valutazioni relativamente più attraenti. Nell'esposizione al mercato va considerata la correlazione con l'andamento dello yen, che potrebbe risentire di episodi di volatilità connessi alle modalità di controllo della curva dei tassi da parte della BoJ e a situazioni di avversione al rischio.

I mercati emergenti trattano a valutazioni assolute oramai vicine alla media di lungo periodo nonostante rimangano a sconto rispetto ai paesi sviluppati. La crescita degli utili necessita di ulteriori progressi macroeconomici per riprendere slancio.

Mercati obbligazionari

Maggiore attenzione ai premi per il rischio

Titoli governativi

Per i mercati obbligazionari l'impatto del cambiamento di regime determinato dalla riduzione dello stimolo monetario appare attutito da:

- la gradualità di uscita dal *quantitative easing* da parte delle Banche Centrali
- la domanda per *safe-asset*
- una serie di fattori di carattere fondamentale, quali la dinamica moderata dell'inflazione, la lunghezza del ciclo economico e gli elevati livelli di indebitamento
- alcuni elementi di carattere più contingente, quali i rischi politici (es. riduzione aspettative di politiche espansive in USA) e geopolitici (es. tensioni in Nord Corea).

In un contesto di parziale reintroduzione dei premi per il rischio, le dinamiche congiunturali sottostanti acquisteranno sempre più importanza.

Pertanto il miglioramento del ciclo economico e la progressiva rimozione dello stimolo monetario giustificano il mantenimento di un **posizionamento di sottopeso nei confronti del comparto obbligazionario governativo**.

In USA la dinamica inflattiva inferiore alle attese e al target della Fed, il parziale riadeguamento ai fondamentali già intervenuto, la riduzione delle aspettative di espansione fiscale e di rialzo sui tassi di riferimento e la ricerca di asset sicuri legata alle tensioni militari in Nord Corea hanno contribuito a limitare gli effetti dell'imminente normalizzazione del bilancio.

In prospettiva, considerato che il Treasury è di recente scivolato nuovamente in area di sopravvalutazione, che il posizionamento speculativo è abbastanza lungo e che il costo della copertura del cambio abbassa il rendimento dei titoli decennali USA ai livelli del Bund abbiamo modificato il giudizio da neutrale a leggero sottopeso.

Per i tassi europei il posizionamento rimane di sottopeso per i rendimenti attesi troppo bassi e l'impatto della BCE.

L'adeguamento ai fondamentali rimane infatti attutito dall'azione della Banca Centrale, per effetto scarsità sui bund e per effetto protezione sui titoli periferici. La distanza rispetto alle nostre stime di *fair value* rimane significativa, nonostante l'impatto del recente apprezzamento dell'euro sulle proiezioni di inflazione. Riteniamo pertanto i titoli europei vulnerabili in un contesto di graduale rimozione dello stimolo monetario, riguardo al quale la BCE fornirà in ottobre maggiori dettagli.

Prodotti a spread

Il contesto ciclico rimane favorevole per i prodotti del credito ma, ai livelli attuali, gli spread difficilmente possono compensare il potenziale impatto negativo di un rialzo dei tassi sottostanti.

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.

Questi ultimi, a loro volta, hanno beneficiato delle modalità di regolamentazione e risoluzione delle recenti criticità bancarie.

Il segmento **high yield** è meno esposto al rischio di *duration*, ma lo spread attualmente fornisce una compensazione per il rischio di default e in misura molto limitata per quello di liquidità. Questo è avvenuto per effetto-trasmissione della politica di acquisto titoli da parte delle Banche Centrali e a causa della modificata struttura di mercato indotta da fondi passivi, votati a logiche di *carry*.

Per i **titoli dei paesi emergenti confermiamo la visione positiva**, indotta dal miglioramento del quadro congiunturale (crescita stabile e inflazione mediamente moderata, grazie anche ai più recenti movimenti valutari) e dai più elevati tassi nominali e reali che configurano una più adeguata remunerazione del rischio assunto, sia in ambito *hard currency* che *local*.

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.