

# View

## Fideuram Investimenti

### Autori:

Maurizio Grassi  
Simone Pecoretti  
Francesca Pini  
Flavio Rovida  
Ilaria Spinelli  
Luca Vaiani  
Silvana Vergara  
Renato Zaffuto

### Indice

Sintesi scenario	1
Macroeconomia	3
Mercati Azionari	4
Mercati Obbligazionari	5

### Scenario macroeconomico

Nel corso del primo trimestre dovrebbe essere stato toccato il minimo di un mini-ciclo dell'attività economica a livello globale iniziato verso la metà dello scorso anno. Nelle ultime settimane abbiamo infatti rivisto al ribasso le nostre stime di crescita per il primo trimestre per USA, Area Euro e Giappone. Prevediamo però un deciso recupero della crescita nel secondo trimestre, pur confermando uno scenario caratterizzato da un graduale rallentamento della crescita globale nel corso dei prossimi 12-18 mesi. Le prospettive di crescita nel breve termine dovrebbero essere supportate anche dal cambiamento di atteggiamento delle banche centrali (in primis, la Fed) e dalla riduzione dei rischi politici (in particolare Brexit e tensioni commerciali).

### Mercati Azionari

I mercati azionari hanno continuato la loro spinta al rialzo grazie al continuo sostegno derivante dalle politiche monetarie accomodanti della Fed e, dopo l'ultimo meeting, anche della BCE. Ciò ha comportato una riduzione della percezione del rischio che si è concretizzata in un ampliamento dei multipli.

Sul lato degli utili aziendali i numeri dell'ultimo trimestre 2018 sono usciti buoni e le aspettative per l'anno in corso si stanno assestando ad un livello positivo ma significativamente più basso.

I timori di recessione permangono contenuti sulla scorta di un quadro macro tutto sommato ancora positivo anche se sta salendo la probabilità di una correzione nel breve a seguito del forte e inaspettato rimbalzo che i mercati azionari hanno mostrato in questa prima parte d'anno.

### In termini geografici...

Manteniamo la nostra impostazione positiva sui mercati emergenti e sull'Europa a fronte del miglioramento del *sentiment* sulla crescita cinese e sui possibili esiti positivi USA-Cina. Manteniamo in moderato sottopeso l'esposizione su USA per questioni valutative mentre sottopesiamo l'azionario giapponese per rettifiche al ribasso delle previsioni di crescita, per un inizio di compressione dei margini e cattive attese sulla crescita degli utili.

## Mercati Obbligazionari

Il rallentamento macro unito alla pronta risposta delle Banche Centrali sostiene il mercato obbligazionario in questa fase. Le obbligazioni governative USA scontano la possibilità di un taglio dei tassi già nel corso del 2019 continuando ad eccedere le previsioni incorporate nei *Dots* della Fed che indicano tassi invariati per l'anno in corso. I **Treasury restano cari rispetto alle nostre stime** sebbene i margini di rialzo dei tassi appaiano contenuti. Anche il Bund appare caro ma con spazi di rialzo limitati dalla BCE che controlla le aspettative su tutto l'orizzonte prevedibile. Lo *spread* con il BTP è in un'area di corretta valutazione.

L'aumento del peso sui mercati emergenti dei mesi scorsi riflette una stabilizzazione macro locale, la politica monetaria più *dovish* e valutazioni più basse.

La combinazione di crescita modesta degli utili, stabilizzazione dei tassi reali che fa seguito alla modifica della politica monetaria e un quadro previsto di crescita moderata, definiscono un **contesto maggiormente favorevole al carry**.

Rimaniamo però dell'opinione che il **credito societario sia ancora un po' indietro rispetto ad altri asset (mercati emergenti)** nell'aggiustare i premi per il rischio e rimaniamo meno pesati rispetto agli emergenti. Tra i vari settori del credito societario le obbligazioni europee *investment grade* appaiono quelle caratterizzate da migliori metriche valutative. Il segmento *high yield* del mercato rimane quello in relativo meno attraente.

## Scenario macroeconomico

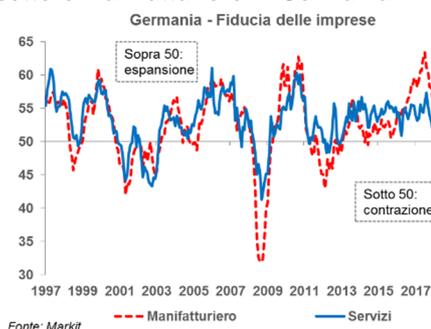
Le proiezioni sui tassi d'interesse dei membri della Fed mostrano ora un solo rialzo nel 2020 (e nessuno nel 2019)



### USA: Fed sempre più morbida

**La crescita del PIL dovrebbe aver rallentato decisamente nel primo trimestre** (intorno all'1% annualizzato, rispetto al 2.6% del trimestre precedente), principalmente in ragione del deludente (e largamente inspiegabile) tracollo dei consumi nello scorso dicembre. **La decelerazione dovrebbe però essere temporanea** e prevediamo che la crescita torni vicino al 3% nel secondo trimestre, grazie al recupero dei consumi. Le incertezze sulle prospettive dell'economia hanno comunque indotto la Fed nella riunione di metà marzo a rafforzare la propria cautela. La Fed ha infatti eliminato dalle proprie proiezioni i due rialzi dei tassi prospettati per il 2019, confermando solo quello atteso per il 2020. Abbiamo pertanto rimosso dal nostro scenario il rialzo in precedenza atteso entro fine 2019 e **prevediamo ora tassi invariati fino a fine 2020**, mentre il mercato ritiene più probabile che la Fed taglierà i tassi su questo orizzonte temporale.

Si è accentuata a marzo la dicotomia tra l'andamento del settore dei servizi e del settore manifatturiero in Germania



### Area Euro: BCE super "colomba"

Con un mese di anticipo rispetto alle nostre attese, **nella riunione di marzo la BCE ha deciso di agire e fronteggiare il deterioramento delle prospettive di crescita**. La "forward guidance" sui tassi è stata modificata e afferma ora che i tassi resteranno fermi fino alla fine di quest'anno (non più fino alla fine dell'estate). Inoltre, **sono state annunciate nuove operazioni di finanziamento a lungo termine** per sostenere il sistema bancario (TLTRO-III). **I dati macro rimangono del resto molto contrastati**: a gennaio si è verificato l'atteso forte rimbalzo sia delle vendite al dettaglio sia della produzione industriale, ma la fiducia delle imprese nel settore manifatturiero a marzo è scesa ancora, mostrando un deterioramento molto marcato. La fiducia delle imprese nel settore dei servizi descrive invece una condizione decisamente più solida per la domanda interna. **Abbiamo rivisto al ribasso la previsione di crescita dell'Area Euro per il secondo trimestre**, ora all'1% t/t annualizzato da un precedente 1.8%. I rischi rimangono al ribasso, a causa della debolezza del settore manifatturiero.

Forte calo dei profitti industriali ad inizio anno sulla scia della decelerazione dei prezzi alla produzione



### Cina: La palla passa alla politica fiscale

**I dati sull'attività economica relativi ai primi due mesi dell'anno, pur in linea con un rallentamento della crescita nel primo trimestre, segnalano un moderato rischio al rialzo**. Nel tentativo di risollevare l'economia il governo ha annunciato un pacchetto fiscale pari a circa 2 trilioni di yuan (2% del PIL) che dovrebbe però avere effetti solo limitati sulla crescita del PIL. Dal fronte estero proseguono a rilento le trattative con gli USA sugli scambi commerciali e l'esito finale continua a rappresentare uno dei maggiori fattori di rischio. Nonostante il brusco rallentamento in febbraio, il credito complessivo all'economia è stato robusto nei primi due mesi dell'anno: gli effetti sull'economia reale dovrebbero cominciare a manifestarsi nel corso del secondo trimestre.

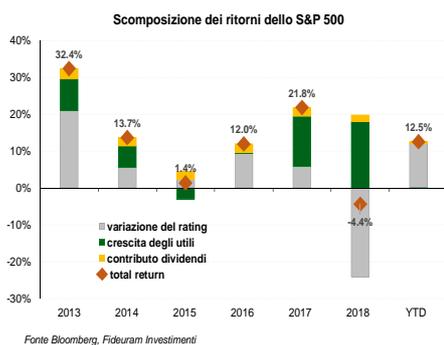
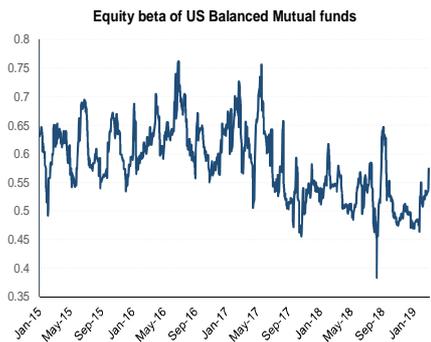
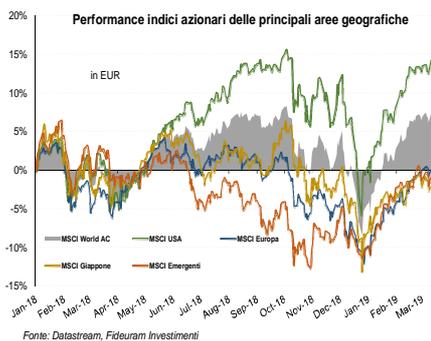
### Previsioni Fideuram Investimenti sul quadro macroeconomico

	PIL			Inflazione			Tasso di riferimento politica monetaria		
	2018	2019*	2020*	2018	2019*	2020*	2018	2019*	2020*
<b>USA</b>	2.9	2.3	1.7	2.4	1.6	2.4	2.38	2.38	2.38
<b>Area Euro</b>	1.8	1.0	1.2	1.8	1.4	1.6	0.00	0.00	0.25
<b>Giappone</b>	0.8	0.5	0.7	1.0	0.3	0.9	-0.10	-0.10	0.00
<b>Cina</b>	6.6	6.1	6.0	2.1	1.8	1.7	4.35	4.35	4.35

Crescita media annua per PIL e inflazione; livello di fine anno per i tassi.

\* Previsioni Fideuram Investimenti

## Performance mensili mercati azionari al 21 marzo 2019



## Mercati Azionari

### Aiuto dalle banche centrali

Le banche centrali, insieme all'apparente progresso nelle trattative sulle tariffe tra USA e Cina, stanno **sostenendo il recupero dei mercati azionari** che si è connotato in termini di **riduzione della percezione al rischio** (cioè aumento dei multipli). Infatti, alla pausa di politica monetaria dichiarata da Powell e confermata da altri membri della Fed, ha fatto seguito il cambio di tono in senso accomodante della politica monetaria della BCE e l'approvazione di nuove linee di credito a lungo termine per il sistema bancario dell'area Euro.

I fondamentali aziendali sono stati invece rivisti al ribasso ma, sebbene non in tutte le aree geografiche ci sia evidenza di una stabilizzazione, **le attese si stanno assestando a un livello di crescita degli utili globali basso ma positivo** (anche se probabilmente in USA il primo trimestre sarà negativo per motivi prevalentemente tecnici legati all'impatto della riforma fiscale).

**Se la distanza tra fondamentali e prezzi è inferiore rispetto alla fine dello scorso anno**, dal punto di vista macro la Cina e i mercati emergenti danno segnali di stabilizzazione e gli USA, per quanto in decelerazione, appaiono in condizioni solide. L'Europa è l'area più deludente e quella dove gli spazi di politica economica sono più ridotti ma, una volta superati elementi di incertezza quali le elezioni e Brexit, potrebbe beneficiare della stabilità ciclica pur rimanendo l'anello debole.

In tale contesto crediamo che il mercato statunitense abbia riflesso maggiormente nelle valutazioni la scelta della Fed e l'arresto della fase di deterioramento. In termini valutativi la nostra attenzione si concentra pertanto sui **paesi emergenti e, in ambito europeo, sulla Germania**. Si tratta anche dei paesi con maggiore esposizione sia in termini economici che di *beta* ad una stabilizzazione del ciclo economico ex USA.

**Nel complesso il quadro macro, pur non brillante, evidenzia una certa tenuta, confermando che i timori di recessione imminente erano sovrastimati.**

**Il posizionamento sulle azioni si sta gradualmente formando.** Partendo da livelli molto bassi l'esposizione azionaria di *hedge fund*, strategie sistematiche e *asset allocator* sta crescendo e questo ci fa ritenere che possa essere di supporto ai mercati in situazioni di correzione. Il rischio di correzione nel breve è aumentato perché non è pensabile che il mercato possa continuare con la stessa forza di questa prima fase dell'anno.

**Esprimiamo una maggiore cautela sulla componente azionaria** attraverso l'indicazione di moderato sottopeso del mercato giapponese, che segue la sottoesposizione verso il mercato USA già suggerita nello scorso mese.

Nello specifico delle singole aree:

- In **USA** i fondamentali sono ancora solidi e la crescita degli utili robusta (per quanto in rallentamento e ancora in fase di revisione al ribasso delle stime per l'anno in corso) ma **le valutazioni lo riflettono** dopo il forte recupero di inizio anno. Per queste ragioni **manteniamo un lieve sottopeso** che riflette un graduale aumento di prudenza più generale sui mercati azionari.



- In **Europa** non abbiamo ancora evidenza di una stabilizzazione ciclica, gli utili hanno margini di ulteriore correzione al ribasso e rimangono incertezze politiche legate alle elezioni europee, alla nuova *leadership* BCE e alla Brexit. Le implicazioni dell'efficacia dello stimolo fiscale cinese e l'eventualità di un accordo sul commercio internazionale sarebbero positive in particolare per l'economia tedesca che ha sottoperformato le attese nel 2018 e ha portato le valutazioni del DAX a sconto rispetto alle azioni globali in una misura che ci pare giustificata solo se assumiamo un ulteriore peggioramento macro e/o una recessione degli utili. **Con le valutazioni che riflettono larga parte del deterioramento macro in corso siamo particolare costruttivi sulla Germania dove lo sconto valutativo appare più significativo. Manteniamo quindi il sovrappeso sull'area.**

- In **Giappone** le previsioni di crescita sono interessate da rettifiche al ribasso, i margini di profitto stanno ripiegando e le proiezioni sugli utili sono le peggiori tra i paesi sviluppati. Le valutazioni non sono particolarmente alte ma nel breve prevalgono considerazioni più tattiche e legate alla crescita degli utili. **Riduciamo quindi a leggero sottopeso** le azioni giapponesi perchè il supporto degli utili è inferiore rispetto ad altre aree e i fondamentali appaiono più incerti

- Nei **mercati emergenti rimaniamo sovraesposti** in ragione della combinazione di politiche monetarie più accomodanti e valutazioni a sconto. Rimangono elementi di incertezza sull'andamento ciclico cinese e sull'esito della trattativa USA – Cina sulle tariffe. Per ora le evidenze disponibili indicano un probabile superamento dei punti di minimo. Per poter imprimere una maggiore forza al mercato sono necessarie conferme di un miglioramento macro e fondamentale a livello locale, che riporterebbe le valutazioni anche dei paesi più rappresentati in area di maggiore attrattività in termini assoluti.

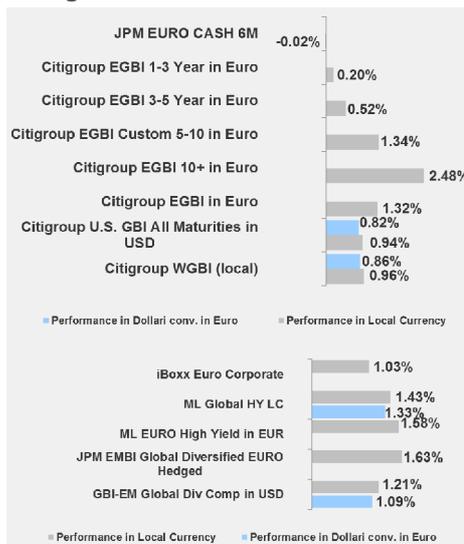
## Mercati obbligazionari

**La Fed conferma il cambio netto di policy monetaria, sulla curva Usa continua il movimento di appiattimento.**

Con nessun rialzo nel 2019 e termine del QT anticipato a settembre, la Fed conferma il cambio di marcia. Anche la BCE segnala che non vi sarà alcun rialzo prima del 2020, spostando in avanti la *forward guidance*. Se come riteniamo questa *stance* si combinerà con un profilo macro di crescita moderata, si conferma lo scenario maggiormente positivo per le posizioni di *carry* già delineato il mese scorso. A tal fine i segnali di stabilizzazione del ciclo in Cina sono un requisito necessario per prevenire un deterioramento del *sentiment* di mercato. Il continuo appiattimento della curva USA è un elemento di attenzione per il nostro scenario in quanto non sembrerebbe confermare il miglioramento a tendere dei dati congiunturali, la politica monetaria impatta però sul *term premium* inficiando in parte il segnale.

Permangono le incertezze sulle negoziazioni commerciali Usa-Cina per le quali non si intravede al momento la possibilità di una soluzione in tempi rapidi.

### Performance mensili mercati obbligazionari al 21 marzo 2019



## Titoli governativi

La discesa dei tassi USA si accompagna ad una ulteriore revisione al ribasso dei livelli di *fair value* dei tassi ma le valutazioni rimangono comunque care rispetto ai livelli stimati. Per il Treasury va considerato inoltre l'aspetto valutario; la copertura del rischio di cambio spinge il rendimento USA in territorio negativo, con un differenziale verso il Bund di circa 50 pb (a favore del tasso tedesco) sull'orizzonte 3 mesi. L'adeguamento della *forward guidance* e l'introduzione del nuovo TLTRO da parte della BCE abbassano i livelli di *fair value* sul Bund che rimane comunque caro rispetto ai nostri modelli.

In conclusione, da un lato il comportamento delle Banche Centrali limita gli spazi di adeguamento dei tassi dei titoli governativi di più elevata qualità, dall'altro molto è oramai già incorporato e il posizionamento degli operatori è già complessivamente lungo.

In tale contesto da inizio anno abbiamo progressivamente ridotto la preferenza per i titoli di Stato USA con una esposizione giustificata principalmente dal ruolo di diversificazione in caso di sorprese macroeconomiche negative e ribassi dei mercati azionari.

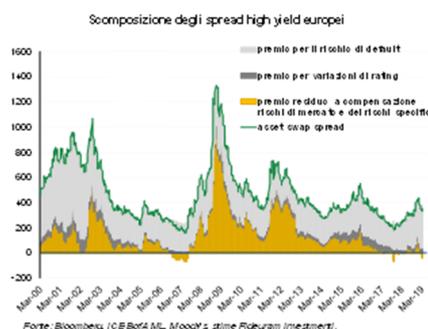
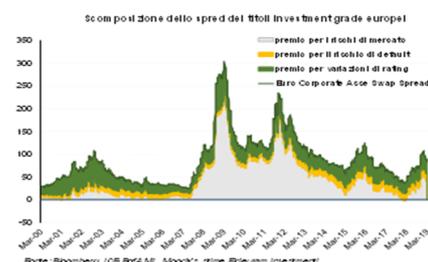
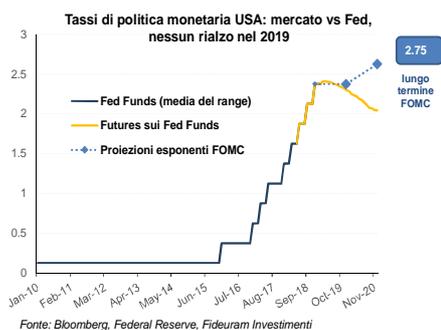
Per i titoli italiani, il range attuale di *fair value* è in area **240-280 pb per lo spread decennale BTP-Bund**. Restano in prospettiva i rischi legati agli sviluppi sul fronte della crescita e di conseguenza sulle variabili fiscali e la tenuta del *rating*.

## Prodotti a spread

L'approccio delle Banche Centrali ha creato un **ambiente più favorevole al carry**, riducendo i margini di risalita dei tassi sottostanti e attenuando rispetto al 2018 la necessità di ricostituire un più ampio cuscinetto per il premio di liquidità, ma **non è sufficiente per una sensibile contrazione degli spread, soprattutto di rating più basso**. A livello valutativo riteniamo vi sia ancora spazio per un adeguamento dei premi per il rischio soprattutto nella componente speculativa, anche in conseguenza della maggiore incertezza macroeconomica.

In **Area Euro la ricostituzione dei premi per il rischio del comparto investment grade appare più avanzata** ma i rendimenti attesi sono bassi e il premio associato alla liquidità appare ora più equamente valutato rispetto al precedente comitato. Nella componente *high yield* il premio per il rischio appare più compresso e il rendimento si è nuovamente allineato a quelli dei dividendi azionari.

**Confermiamo il moderato sovrappeso sui mercati emergenti** che riflette una iniziale stabilizzazione macro locale, una politica monetaria più accomodante da parte della Fed e valutazioni maggiormente attraenti rispetto ad altri segmenti del credito. Va detto che **il recente restringimento degli spread riflette principalmente il miglioramento delle condizioni finanziarie esterne (tassi USA e dollaro)**; appare ora necessario un miglioramento macro nell'area, e soprattutto in Cina, per supportare attese di un'ulteriore compressione degli *spread* dai livelli attuali.



## **FIDEURAM Investimenti Sgr SPA**

Via Montebello 18, 20121 Milano  
Telefono +39 02 725071 – Fax 02 72507626  
info@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.*