

# View

## Fideuram Investimenti

### Scenario macroeconomico

I due rischi principali di natura politica (la guerra commerciale tra USA e Cina e Brexit) che hanno pesato sulle prospettive di crescita nel corso del 2019 sono stati ridimensionati nelle ultime settimane. Il miglioramento del *sentiment* dovrebbe riflettersi, in particolare, in un recupero dell'attività nel settore manifatturiero, di cui al momento vi è solo parziale evidenza. Rischi al ribasso, per ora difficilmente quantificabili, derivano invece dalla diffusione del coronavirus in Cina. Lo scenario di stabilizzazione della crescita a livello globale, pur se con una graduale tendenza alla decelerazione, e di assenza di pressioni sul versante dei prezzi dovrebbe riflettersi in politiche monetarie largamente invariate nel corso dell'anno.

### Mercati Azionari

Il 2020 si è aperto all'insegna di mercati azionari in forte crescita sulla scorta di come si erano chiusi nel 2019. L'iniezione di fiducia offerta dalla tregua commerciale inerente i dazi doganali sull'export cinese da parte dell'amministrazione Trump ha propagato i suoi benefici effetti nelle prime tre settimane di gennaio. A sostegno del clima più disteso a livello geopolitico si è aperta, con numeri per ora soddisfacenti, la stagione degli utili del IV trimestre '19 in USA. Anche se i grandi nomi della tecnologia devono ancora riportare, ad oggi non sembra ci siano motivi per nutrire timori sulla tenuta generale di utili e fatturati aziendali. Negli ultimi giorni i mercati hanno però corretto dai nuovi massimi a causa di timori per una nuova pandemia che ha portato le autorità cinesi a mettere in quarantena una città di 11 milioni di abitanti e bloccare gli ingressi ad Hong Kong dall'entroterra cinese. È verosimile che il focus dei mercati torni poi a concentrarsi sui dati economici e finanziari.

**Rimaniamo neutrali sull'azionario.** Le valutazioni sono cresciute negli ultimi mesi e i tassi di crescita dei principali indicatori di attività economica rimangono contenuti anche se si avvertono segnali di miglioramento in alcuni indici anticipatori.

### Mercati Obbligazionari

Manteniamo il sottopeso sulle obbligazioni governative ma vediamo con maggiore favore l'utilizzo della duration americana a protezione delle posizioni azionarie, malgrado il recente movimento conseguente alla diffusione del coronavirus comprometta al margine le valutazioni. Manteniamo neutrale il giudizio sul credito *investment grade* e di maggiore prudenza sugli *high yield*, ma al margine riflettiamo una generale maggiore cautela sugli spread; i segnali di miglioramento ciclico si combinano, infatti, con valutazioni storicamente compresse. Nel mondo emergente manteniamo un giudizio neutrale e confermiamo una preferenza per le obbligazioni in valuta locale rispetto a quelle in valuta forte: una stabilizzazione macro caratterizzata da una minore divergenza geografica limita l'*upside* del dollaro e toglie pressione alle divise emergenti.

## Scenario macroeconomico

### USA: minori rischi dopo l'accordo con la Cina

La crescita nell'ultimo trimestre del 2019 è stata sostenuta dal notevole rallentamento delle importazioni, determinato soprattutto dall'imposizione dei dazi sui prodotti cinesi. **L'ampio apporto positivo del canale estero** ha compensato il contributo negativo delle scorte e il rallentamento dei consumi, mantenendo la crescita sui ritmi dei due trimestri precedenti (poco sopra il 2%). Nel trimestre in corso il contributo del canale estero dovrebbe venir meno ed è probabile una decelerazione della crescita. Le condizioni del mercato del lavoro rimangono robuste e a fine 2019 il tasso di disoccupazione si è assestato (intorno al 3.5%) sui minimi degli ultimi 50 anni. Nonostante ciò la dinamica dei salari ha rallentato rispetto ai mesi precedenti. La stabilizzazione delle prospettive di crescita dopo l'accordo con la Cina e l'assenza di rischi sul versante dei prezzi dovrebbe riflettersi in **una politica monetaria invariata da parte della Fed nel 2020.**

### Area Euro: la BCE inizia la revisione strategica

Nel corso delle ultime settimane è emerso **qualche segnale di ripresa della crescita, ma l'incertezza rimane elevata.** L'accordo Usa-Cina esercita infatti un impatto positivo sul commercio globale, ma la Cina dovrà riorientare le proprie importazioni dagli USA, riducendo quelle dagli altri paesi. È inoltre difficile prevedere l'impatto della diffusione del coronavirus in Cina. Il settore manifatturiero dell'Area Euro tra fine 2019 e inizio 2020 ha

mostrato qualche progresso, come evidenziato, in particolare, dall'indice PMI di gennaio. Non abbiamo modificato l'attesa di un modesto aumento della crescita del PIL dallo 0.7% annualizzato del quarto trimestre all'1% a inizio 2020. **Nella riunione di gennaio la BCE ha avviato la revisione della strategia di politica monetaria,** che la impegnerà per tutto il 2020. La BCE valuterà anche la definizione dell'obiettivo di stabilità dei prezzi, gli strumenti e le modalità per realizzarlo, con possibili ricadute importanti sulle aspettative di inflazione e sui mercati finanziari.

### Cina: dalla guerra commerciale al virus

**Nelle ultime settimane vi sono state due notizie positive** (l'accordo tra USA e Cina sugli scambi commerciali e la crescita del PIL nell'ultimo trimestre del 2019 superiore alle attese) **che sono state però compensate dall'allarme per la diffusione di un'epidemia da coronavirus.** Abbiamo tuttavia mantenuto invariate le nostre attese di crescita per l'anno in corso al 5.9% essendo difficile quantificare gli effetti della diffusione del virus, ma **sottolineando notevoli rischi al ribasso sulle nostre previsioni di crescita.** L'inflazione a dicembre è rimasta invariata al 4.5% e continuiamo a ritenere che il picco dovrebbe essere raggiunto nel trimestre in corso. Nonostante l'accelerazione dell'inflazione la PBoC ha deciso, come atteso, di tagliare il coefficiente di riserva obbligatoria di 50pb in un periodo di forte domanda di liquidità

## **Mercati Azionari**

### **I mercati azionari danno ancora segnali di forza**

I mercati azionari ad inizio 2019 sono partiti all'insegna della forza, continuando il trend di crescita iniziato da inizio ottobre ed inaugurato dalla moratoria dell'aumento dei dazi doganali tra USA e Cina. Anche se si è trattato solo di una sospensione dell'imposizione di nuovi dazi e la vera trattativa sul futuro dei rapporti commerciali tra i due paesi dovrà essere definita nei prossimi mesi nel corso della fase 2 dei negoziati, i mercati azionari si sono sentiti sufficientemente rassicurati ed il posizionamento sull'azionario è aumentato di conseguenza nel corso degli ultimi mesi del 2019 e delle prime settimane del 2020. La brusca correzione degli ultimi giorni dovuta al diffondersi di una nuova pandemia di origine cinese sembra destinata a rientrare nei prossimi mesi a causa di una mortalità del virus contenuta.

Nello specifico:

- **in USA rimaniamo neutrali** poiché le valutazioni azionarie USA sono sensibilmente cresciute a seguito del rally dei mercati dell'ultima parte dell'anno scorso e dei primi giorni di gennaio. Nel complesso comunque i fondamentali macroeconomici e societari continuano ad essere solidi con margini che rimangono a livelli molto buoni. La stagione degli utili del IV trimestre 2019 che si è appena aperta sta mostrando numeri soddisfacenti con un tasso di sorprese sugli utili e sui fatturati rispetto alle stime in linea con le medie storiche. Valutazioni più precise, però, dovranno attendere i numeri dei grandi nomi della tecnologia non ancora resi pubblici;

- anche **in Europa l'esposizione alle azioni europee è neutrale** per riflettere da un lato la prospettiva di un miglioramento congiunturale

dei settori manifatturieri e più ciclici, dall'altro per l'accordo raggiunto sulla Brexit che sancisce l'uscita del Regno Unito dall'UE a partire dal 1° febbraio e che ha messo fine ad anni di incertezza e polemiche. Le nostre analisi evidenziano che le performance degli ultimi 3 mesi dell'indice Stoxx 600 incorporano solo un moderato miglioramento rispetto all'attuale scenario congiunturale e geopolitico. Lo sconto valutativo rispetto agli USA rimane tuttora elevato anche se riflette la diversa profittabilità e composizione settoriale degli indici. La politica monetaria ultraaccomodante mantiene interessanti i segmenti più quality e income;

- **in Giappone manteniamo a neutrale l'azionario.** Le ragioni sono ascrivibili al fatto che gli utili danno segni di stabilità dopo qualche trimestre di debolezza e le valutazioni sono a sconto rispetto alle azioni globali. Data la natura ciclica dell'economia giapponese, la stabilizzazione dei tassi di interesse globali nonché la riduzione delle tensioni commerciali suggerisce un contesto più favorevole per il mercato;

- **anche nei mercati emergenti manteniamo la posizione di neutralità.** Gli indicatori ciclici continuano a migliorare soprattutto nelle economie più esposte al commercio internazionale. La moratoria sui dazi tra USA e Cina inoltre aggiunge elementi di sostegno. Gli utili dopo un periodo di debolezza appaiono in fase di graduale miglioramento. Le valutazioni sono in linea con le medie storiche. Infine, la politica monetaria continua ad essere mediamente accomodante favorendo l'espansione dei multipli. La preoccupazione comunque permane sull'evoluzione del contagio del virus di origine cinese e sull'abilità delle autorità sanitarie di contenerlo e debellarlo. Ciò potrebbe portare nel breve ad elevata volatilità nei mercati azionari soprattutto asiatici.

# Mercati Obbligazionari

## Segnali di miglioramento ciclico e supporto monetario si scontrano con tensioni geopolitiche ed i possibili impatti economici del coronavirus

Segnali di miglioramento ciclico e politiche monetarie particolarmente accomodanti mantengono il quadro di fondo positivo limitando l'appetibilità delle obbligazioni governative a favore del credito sia developed che emergente, ma nuovi elementi di rischio rendono il quadro più complicato.

## Titoli governativi

Rimaniamo complessivamente sottopesati sui titoli di Stato; i fondamentali macroeconomici evidenziano una stabilizzazione ciclica che supporta un consolidamento dei tassi di interesse, le valutazioni si posizionano inoltre al di sotto dei valori compatibili con l'andamento dei fondamentali, ma riconosciamo al contempo l'utilità della duration americana a protezione delle posizioni azionarie nel contesto attuale di elevata incertezza. Vediamo la corretta

valutazione dello spread BTP - Bund in un intorno dei 180/190 bps; le recenti elezioni regionali riducono il rischio politico prospettico.

## Prodotti a *spread*

Manteniamo neutrale il giudizio sul credito investment grade e più cauto sugli high yield, ma esprimiamo una generale maggiore prudenza e selettività sugli spread. Se da un lato in Europa l'azione della BCE limita lo spazio di allargamento ed i flussi d'investimento sull'asset class rimangono consistenti, d'altro lato le valutazioni risultano elevate. Riduciamo al margine l'esposizione nei confronti dei titoli finanziari, i cui spread si stanno muovendo verso i minimi degli ultimi anni.

Manteniamo il giudizio neutrale sulle obbligazioni dei paesi emergenti favorendo la componente in valuta locale. La difficoltà di ulteriore espansione delle condizioni monetarie limita il potenziale di restringimento del debito esterno che risulta a queste fortemente correlato, mentre i dati più recenti lasciano intravedere migliorate condizioni economiche a supporto delle valute.

## **FIDEURAM Investimenti Sgr SPA**

Via Montebello 18, 20121 Milano  
info@fideuramsgr.it  
www.fideuramassetmanagement.it

Società del gruppo **INTESA**  **SANPAOLO**

## **DISCLAIMER:**

*Il presente 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. 58/1998 (TUF), al n. 12 nella sezione gestori di OICVM e al numero 144 della sezione gestori di FIA e sottoposta alla direzione e coordinamento di Intesa Sanpaolo S.p.A. e appartenente al Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo.*

*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.*

*Copyright © 2015 Fideuram Investimenti SGR. 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.*