

View

Fideuram Investimenti

Indice

Sintesi scenario	1
Macroeconomia	2
Mercati Azionari	3
Mercati Obbligazionari	4

Scenario macroeconomico

La politica monetaria nelle economie avanzate sta prendendo strade diverse. La prima riunione della Fed presieduta da Janet Yellen ha prodotto segnali certamente meno accomodanti delle attese e non incompatibili con un primo rialzo dei tassi già nella primavera del prossimo anno (scenario che riteniamo peraltro troppo aggressivo). Nell'area euro invece ulteriori, anche se limitate, misure espansive appaiono probabili e anche i componenti più intransigenti della BCE hanno voluto recentemente sottolineare che se necessario anche il Quantitative Easing farebbe parte dell'arsenale della banca centrale. In Giappone, infine, l'impatto negativo sull'economia dell'aumento dell'IVA dovrebbe determinare una risposta espansiva della BoJ in tempi relativamente brevi.

Mercati Azionari

Nel mese di marzo i mercati azionari hanno perso terreno, mentre la Fed ha elaborato una nuova strategia di "forward guidance" più qualitativa e le sorprese macroeconomiche si sono mantenute negative seppur in un quadro complessivamente costruttivo.

Cosa ci aspettiamo...

Rimaniamo relativamente positivi sul mercato azionario rispetto alle alternative obbligazionarie. Geograficamente favoriamo l'Europa rispetto alle altre aree.

Mercati Obbligazionari

La nostra view di medio periodo continua a contemplare tassi al rialzo. Negli Stati Uniti i segmenti a breve rimangono vulnerabili alla possibile rielaborazione delle aspettative circa la politica monetaria della Fed. In Europa ci attendiamo che l'intervento della BCE mantenga ancorati i tassi a breve e calmierata la parte a lunga scadenza nel medio periodo.

Cosa ci aspettiamo...

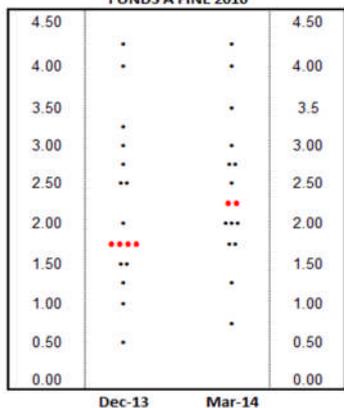
Siamo moderatamente conservativi in termini di duration sulla curva euro, mentre manteniamo cautela sul settore dei titoli del debito emergente in valuta locale. Siamo relativamente costruttivi sul settore corporate IG dell'Area Euro.



Scenario macroeconomico

La mediana della distribuzione dei tassi sui Fed funds ritenuti appropriati dai membri della Fed a fine 2016 è aumentata inaspettatamente di 50 pb a marzo

PROIEZIONI DEL FOMC SUL TASSO SUI FED FUNDS A FINE 2016



Fonte: Federal Reserve
Nota: mediana in rosso

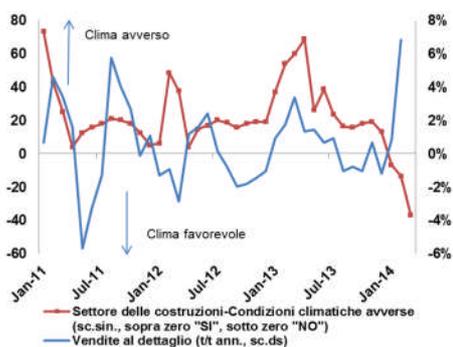
USA: I limiti della trasparenza

L'impatto del maltempo a inizio anno si è aggiunto alla correzione delle scorte e della forte crescita delle esportazioni nel secondo semestre del 2013 nel **moderare notevolmente la crescita nel primo trimestre**, ma con una probabile sensibile riaccelerazione nel trimestre appena iniziato. La Fed nella prima riunione presieduta da Janet Yellen ha cercato di confermare un messaggio accomodante che si è però scontrato sia con **l'inatteso spostamento verso l'alto della distribuzione dei tassi ritenuti appropriati** dai membri della Fed nei prossimi due anni (senza significativi cambiamenti nella proiezioni sulle altre variabili macroeconomiche) sia con l'ammissione da parte del Presidente della Fed che il "periodo considerevole" per cui la Fed si impegna a mantenere invariati i tassi una volta terminato il programma di Quantitative Easing nel prossimo autunno è quantificabile in circa sei mesi. Ne risulta quindi **il rischio di un primo rialzo della Fed già nel corso della prossima primavera**.

Area Euro: Primavera

Anche nel mese di marzo è continuato il tono positivo dei dati: c'è stato un impatto della crisi ucraino-russa sulle **aspettative** nelle economie dell'area più direttamente coinvolte (come la Germania), ma al momento la ripresa dovrebbe proseguire senza scossoni, dopo un avvio d'anno robusto: **il PIL dell'Area dovrebbe infatti accelerare all'1.7% nel primo trimestre** e ci sono segnali di miglioramento anche nei paesi più in crisi. L'Italia sembra interessata da un promettente attivismo di governo che potrebbe sbloccare la governance del paese, mentre alcune misure già decise aiuteranno la ripresa ciclica nel corso dell'anno. **Progressi sono stati fatti anche sul fronte della governance comune:** il Consiglio Europeo ha raggiunto l'accordo per varare il meccanismo unico di risoluzione delle crisi bancarie. **L'inflazione ha raggiunto il probabile minimo ciclico allo 0.5% a marzo**, ma il movimento era atteso (a causa di effetti base per la Pasqua ritardata quest'anno) e dovrebbe poi riportarsi all'1%. La BCE guarda con preoccupazione alla forza del cambio e continua a costruire il consenso al suo interno per attuare misure non-standard straordinarie se il rischio di deflazione dovesse richiederlo.

Forte spinta ciclica da consumi e costruzioni in Germania nel primo trimestre: il PIL potrebbe accelerare anche al 4% t/t ann.



Fonte: Ifo Institute, Ufficio statistico federale tedesco

La crescita dei salari è una componente importante per il raggiungimento del target di inflazione del 2%



Fonte: Ministry of Health, Labour and Welfare

Giappone: Crescita in altalena

In attesa dell'attuazione della terza freccia dell'Abenomics, la **tassa sui consumi grava sul futuro della crescita economica del paese**. Dopo un primo trimestre alle stelle (4.0% annualizzato la nostra stima), nonostante il maltempo in febbraio, la correzione della domanda peserà sul secondo trimestre quando l'economia vedrà una brusca contrazione (-3.6%). La politica espansiva della BoJ (una prossima mossa è attesa all'inizio dell'estate) e la ripresa della domanda estera, dovrebbero tuttavia scongiurare il ritorno della recessione.

	PIL			Inflazione			Tasso di riferimento politica monetaria		
	2013	2014*	2015*	2013	2014*	2015*	2013	2014*	2015*
USA	1.9	2.7	2.9	1.5	1.6	2.2	0.25	0.25	0.75
Area Euro	-0.4	1.2	1.4	1.4	0.8	1.1	0.25	0.15	0.15
Giappone	1.5	1.1	0.9	0.4	2.2	1.3	0.05	0.05	0.05
Cina	7.7	7.2	7.1	2.6	2.9	3.1	6.00	6.00	6.00

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

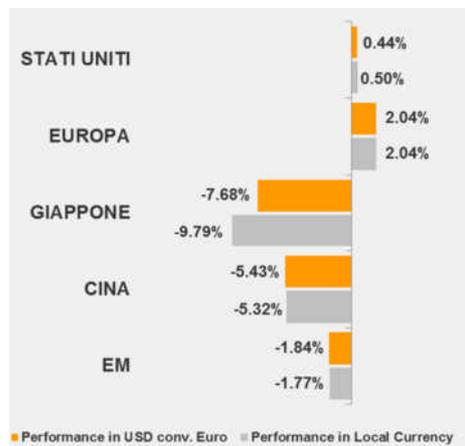
* Previsioni Fideuram Investimenti

Questo documento non costituisce o contiene offerte, inviti ad offrire, messaggi promozionali o sollecitazione all'acquisto o alla vendita di strumenti finanziari rivolti al pubblico ed è destinato ad uso esclusivo interno dei soggetti incaricati del collocamento dei prodotti offerti da Banca Fideuram, ai quali è fatto divieto di farne uso diverso. Le scelte di investimento ed i rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Fideuram Investimenti Sgr SpA si riserva il diritto di modificare, in ogni momento, le analisi e le informazioni ivi prodotte.

Mercati Azionari

I mercati chiudono il primo trimestre all'insegna dell'incertezza

Performance YTD dei mercati azionari al 31 marzo 2014



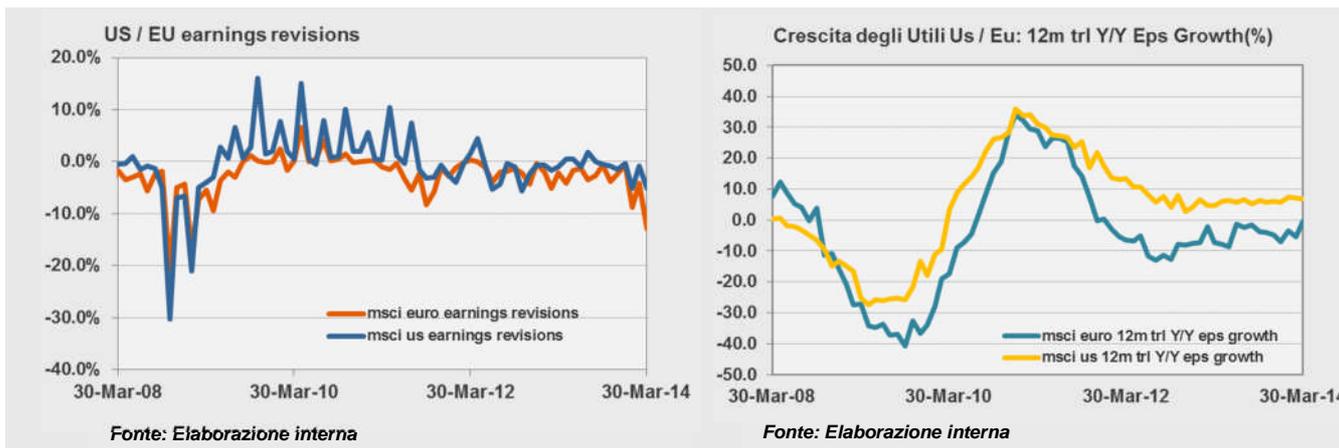
Nel primo trimestre dell'anno è mancata ai listini azionari la direzionalità che li aveva contraddistinti per buona parte del 2013. Le incertezze macro legate al maltempo negli Stati Uniti, le preoccupazioni sull'economia cinese e le tensioni geopolitiche in Crimea hanno contribuito ad arrestarne la marcia. Nel mese di marzo i listini hanno corretto, mentre la Fed ha sorpreso i mercati suggerendo che potrebbe cominciare ad alzare i tassi già nella primavera del prossimo anno. Il tono delle sorprese macro ha continuato ad essere negativo e le revisioni degli analisti hanno toccato il minimo da un anno a questa parte. **Restiamo relativamente costruttivi sul mercato azionario** che secondo le metriche di valutazione non è ancora nel complesso univocamente caro rispetto agli asset obbligazionari. Monitoriamo con attenzione la dinamica dei tassi ora che la Fed è passata ad una "forward guidance" più qualitativa con mercati azionari e tassi presumibilmente più sensibili alle sorprese macro.

Fonte: Elaborazione interna

Il dettaglio geografico mette in luce come gli Stati Uniti continuino ad esibire multipli elevati a fronte della mancata accelerazione degli utili che il mercato sembrava attendersi. Il mercato soffrirà se quest'ultima dovesse tardare a materializzarsi ed i tassi dovessero salire repentinamente. In Europa la ripresa appare in fase di consolidamento e la BCE ha spazio per sorprendere con azioni espansive nei prossimi mesi. **I multipli non sono particolarmente elevati e sembra più facile intravedere in Europa la ripresa degli utili**, mentre la dinamica dei tassi dovrebbe generare minori preoccupazioni. Il Giappone, che ha subito una battuta d'arresto nel cammino delle riforme strutturali ed un vistoso storno del listino locale, si presenta ora con valutazioni interessanti ed utili in crescita. Mentre a breve il rialzo dell'IVA e le esportazioni stagnanti sono fonte di incertezza la banca centrale potrebbe intervenire nuovamente inducendo ulteriori svalutazioni della divisa, stimolando inflazione e sostenendo i mercati a rischio. **L'area in prospettiva più interessante, infine, è quella dei mercati emergenti**, le cui valutazioni sono attraenti, dopo essere state ridimensionate negli ultimi mesi, ma manca ancora di uno spunto in grado di farla ripartire.



Fonte: Elaborazione interna



Fonte: Elaborazione interna

Fonte: Elaborazione interna

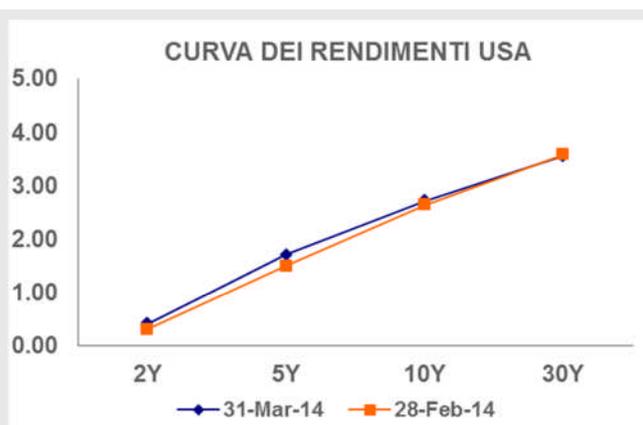
Questo documento non costituisce o contiene offerte, inviti ad offrire, messaggi promozionali o sollecitazione all'acquisto o alla vendita di strumenti finanziari rivolti al pubblico ed è destinato ad uso esclusivo interno dei soggetti incaricati del collocamento dei prodotti offerti da Banca Fideuram, ai quali è fatto divieto di farne uso diverso. Le scelte di investimento ed i rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Fideuram Investimenti Sgr SpA si riserva il diritto di modificare, in ogni momento, le analisi e le informazioni ivi prodotte.

Mercati Obbligazionari

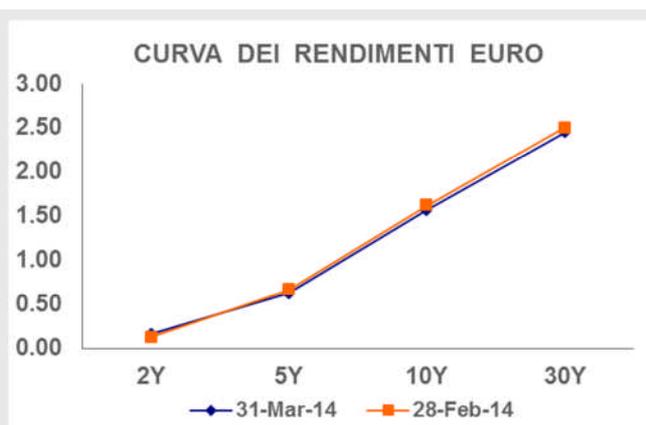
Dalla Fed una nuova strategia di guida

Dopo la riunione della Fed di metà marzo i mercati hanno aggiustato le aspettative implicite nei tassi monetari sul percorso della politica monetaria negli USA. **Sulla curva statunitense a fine marzo si osservava un innalzamento generalizzato dei tassi** su tutte le scadenze con i movimenti più marcati registrati sui segmenti a breve-medio termine. In Europa, i movimenti, nel complesso trascurabili, si sono articolati nella riduzione, seppur marginale, dei tassi con l'eccezione dei segmenti a più breve scadenza, in aumento, probabilmente condizionati dal movimento d'oltreoceano. Nella periferia è rimasto stabile l'interesse da parte degli investitori ed il segmento dei tassi decennali continua a chiudere lo spread contro la Germania.

Il cambio di approccio da parte della Fed nella riunione di marzo ha suscitato un'immediata reazione da parte dei tassi a breve scadenza. Il passaggio da una "guidance" quantitativa ad una maggiormente qualitativa dovrebbe rendere i movimenti dei tassi di interesse più sensibili alle sorprese macroeconomiche di quanto non lo fossero in precedenza. Continuiamo a ritenere, inoltre, che vi sia ancora spazio per un maggiore aggiustamento della parte a breve dei tassi che potrebbe portare ad una riduzione del differenziale tra i tassi a lunga e breve scadenza. Nell'Area Euro, in attesa delle future decisioni della BCE, i tassi, in particolare della parte core, potrebbero risentire del movimento oltre oceano. Tali aggiustamenti, tuttavia, sono attesi essere calmierati dalle future mosse espansive della BCE. Il cammino del Banking Union dovrebbe continuare a migliorare il clima di fiducia nell'Area Euro e ridurre sensibilmente il rischio specifico dei paesi meno virtuosi. Quindi, in un contesto di continuo aggiustamento macro, **è probabile che prosegua l'interesse degli investitori nei confronti dei mercati periferici**, sebbene i rendimenti delle parti lunghe iniziano ad allontanarsi dalle valutazioni implicite dai fondamentali.



Fonte: Elaborazione interna



Fonte: Elaborazione interna

Prodotti a spread

Il comparto del debito emergente in valuta locale ha chiuso il mese di marzo con una performance positiva. **Il comparto dovrebbe rimanere particolarmente vulnerabile al movimento dei tassi a breve statunitensi**, più volatili e sensibili alle sorprese macroeconomiche. Rimaniamo, quindi, cauti sul segmento. Meno vulnerabile appare il comparto del debito emergente esterno dove lo spread sembra coerentemente valutato.

Il comparto dei titoli IG ha chiuso il mese di marzo leggermente in positivo a fronte di tassi e spread sostanzialmente invariati. Il segmento dovrebbe beneficiare del quadro macroeconomico in fase di consolidamento e delle riforme strutturali sul fronte bancario. **Rimaniamo costruttivi sul comparto.**

In positivo anche il segmento dei titoli ad alto rendimento nel mese di marzo. Il rendimento offerto dall'asset class rimane interessante rispetto alle alternative pur **rimanendo potenzialmente più vulnerabile all'aumento della volatilità nei mercati.**



Fonte: Elaborazione interna



Fonte: Elaborazione interna

FIDEURAM Investimenti Sgr SPA

Piazza Ercolea, 9 – 20122 Milano
Telefono +39 02 725071 – Fax 02 72507626
fideuraminvestmentisgr@fideuramsgr.it
www.fideuramsgr.it

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

DISCLAIMER:

Il presente documento ha natura meramente informativa, non ha contenuto pubblicitario o promozionale, e non contiene raccomandazioni, proposte, consigli ad effettuare operazioni su uno o più strumenti finanziari, né costituisce un'offerta di vendita o di sottoscrizione di strumenti finanziari o una sollecitazione all'investimento in qualsiasi forma.

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.