

29 luglio 2021

View

Fideuram Asset Management

Scenario macroeconomico

I mesi estivi dovrebbero registrare il **periodo di crescita più robusta dell'anno nelle economie avanzate** (grazie, in particolare, alla notevole accelerazione attesa in Europa), **ma la diffusione della variante delta segnala rischi (per ora contenuti) sulla dinamica dell'attività nella parte finale dell'anno**. L'inflazione ha continuato a fornire notevoli sorprese al rialzo negli USA, ma lo scenario più probabile continua ad essere quello di un impatto solo temporaneo, con una significativa riduzione nel corso del prossimo anno. **Le politiche monetarie rimangono pertanto nel complesso espansive** e questo è il segnale che è stato mandato anche dalla BCE con la nuova strategia di politica monetaria presentata a inizio luglio.

Mercati Azionari

I mercati azionari nel mese di luglio hanno continuato a salire, con la componente più orientata agli stili *quality/growth* che, come nel mese scorso, ha continuato a far meglio delle componenti più cicliche che avevano avuto la meglio fino a metà maggio.

Il dibattito relativo alla transitorietà o meno delle spinte inflazionistiche soprattutto negli USA, unita a preoccupazioni inerenti al superamento del picco del ciclo economico in corso e una possibile perdita di *momentum* per il resto del 2020, **continua a creare un prolungato livello di incertezza** più che sulla direzionalità del mercato **sulla sua leadership**.

L'inizio della stagione degli utili in compenso si è aperta positivamente sia in USA che in Europa, dando così sostegno ai mercati. Anche i dati macroeconomici, per ora, continuano a fornire supporto con indici PMI di attività manifatturiera e dei servizi ancora molto forti, sebbene i valori massimi siano probabilmente alle spalle.

Il mercato ha probabilmente estremizzato alcune indicazioni e **confermiamo quindi il nostro giudizio positivo sull'Europa, sul Giappone, e sui mercati emergenti e la view neutrale sugli USA**.

Mercati Obbligazionari

I dati di inflazione continuano a sorprendere al rialzo, ma il mercato crede nella temporaneità del fenomeno e i rendimenti governativi scendono ulteriormente sia nella componente reale che nelle aspettative di inflazione grazie anche all'anticipazione di una perdita di *momentum* ciclico per i trimestri a venire. Malgrado permangano elementi di incertezza legati alla diffusione di nuove varianti del virus Covid-19 **riteniamo che il tasso USA sia più basso di quanto suggerito dai fondamentali macroeconomici americani e dalla loro prevedibile evoluzione**. Questo in ragione di una aspettativa di crescita economica sopra il potenziale anche per il prossimo anno, rischi di inflazione al rialzo e *tapering* del QE nel corso del 2022. Confermiamo pertanto la sottoesposizione di duration e reintroduciamo una preferenza per i titoli inflation-linked USA rispetto ai Treasury nominali.

Continuiamo a preferire il rischio di credito focalizzandoci in particolare sulle emissioni del settore finanziario e sul debito cinese. In generale, gli spread di credito sono molto stretti e poco in grado di assorbire movimenti di duration ma, al tempo stesso, pensiamo possano ancora fornire un extra *carry* in funzione del contesto di fondo che combina crescita e politica monetaria ancora fortemente espansiva.

Scenario macroeconomico

USA: Altra sorpresa al rialzo dell'inflazione

La crescita del PIL si è mantenuta robusta nel secondo trimestre (6.5% annualizzato), grazie in particolare al contributo dei consumi, sostenuti dallo stimolo fiscale.

La crescita dovrebbe rimanere molto elevata anche nel trimestre corrente, in cui tra l'altro si dovrebbe registrare anche un forte contributo positivo della ricostituzione delle scorte, come effetto della parziale riduzione degli squilibri tra domanda e offerta. Questi squilibri hanno però contribuito a **spingere l'inflazione, ora al 5.4%, ben sopra le attese anche nel mese di giugno**, anche se l'aumento dei prezzi per il terzo mese consecutivo è rimasto concentrato in un numero molto ridotto di voci (*in primis* le auto).

Dopo l'inattesa svolta in senso più restrittivo nella riunione della Fed di metà giugno non vi sono state novità di rilievo nella politica monetaria nella riunione di fine luglio.

Area Euro: Alle prese con la variante delta

La ripresa continua ed **il terzo trimestre dovrebbe registrare la crescita più robusta dell'anno**.

Preoccupa la diffusione della variante delta ed il forte aumento dei contagi in alcuni paesi Eurozona, nonché in UK. I vaccini sono però efficaci nel ridurre ospedalizzazioni e decessi e la campagna vaccinale prosegue spedita (a fine luglio risulta vaccinato con due dosi il 50% della popolazione Eurozona). Abbiamo ridotto solo al

marginale la crescita nel terzo trimestre (ora al 13.5% dal precedente 15% ann.), mentre più a rischio appare la crescita del quarto trimestre.

La BCE ha presentato a luglio la revisione della propria strategia di politica monetaria: l'obiettivo di inflazione è ora ufficialmente simmetrico intorno al 2% e viene **rafforzata la necessità di mantenere bassi i tassi di interesse per lungo tempo**, tollerando anche temporanee deviazioni al rialzo dell'inflazione (come avverrà nella seconda metà di quest'anno).

Continuiamo ad attendere nuove misure espansive entro fine anno.

Cina: Uno scenario più complicato

La crescita del PIL nel secondo trimestre è risultata più robusta delle attese, seppure in forte decelerazione in termini a/a in ragione del venir meno del notevole effetto base, dovuto alla pandemia, che aveva caratterizzato il primo trimestre.

Anche i dati sull'attività economica relativi al mese di giugno sono stati nel complesso più forti del previsto. Abbiamo pertanto **rivisto lievemente al rialzo le nostre stime di crescita per il 2021 e per il 2022**.

L'inattesa decisione da parte delle autorità a inizio luglio di ridurre il coefficiente di riserva obbligatoria non può essere quindi interpretata come una risposta all'indebolimento dell'economia, ma probabilmente è mirata a garantire livelli adeguati di liquidità nei prossimi mesi, oltre che segnalare una politica economica nel complesso più flessibile nella seconda parte dell'anno.

Mercati Azionari

Il ritorno della tecnologia

La rotazione settoriale cominciata a metà maggio e che ha riconsegnato il testimone della leadership di mercato ai settori a più lunga *duration* quali tecnologia ed *Health Care* ha continuato a tener banco anche nel corso del mese di luglio. Le paure legate all'inflazione e alla sua possibile non transitorietà, l'impostazione più aggressiva di quanto ci si aspettasse da parte della Fed in tema di politica monetaria e timori di rallentamento del ciclo economico in alcune sue componenti continuano a pesare sui tassi a lunga della curva USA, con il decennale su nuovi minimi da inizio anno, dal massimo registrato a fine marzo scorso. Tutto questo ha fatto spostare l'attenzione degli operatori verso titoli che per loro natura mantengono buone prospettive di crescita del fatturato e degli utili (*growth*) e garantiscono buona redditività e alti flussi di cassa (*quality*).

Non apportiamo modifiche all'impostazione della componente azionaria dei portafogli che prevedono un modesto sovrappeso complessivo e una preferenza per i mercati ex-USA. Il sovrappeso si spiega con valutazioni relative rispetto ai bond ancora attraenti e crescita degli utili che pensiamo possa avere ancora spazi di miglioramento rispetto alle attese di mercato.

Riassumendo, confermiamo il giudizio abbastanza positivo sull'azionario europeo, giapponese ed emergente e neutrale su US.

Nel dettaglio:

- **in USA** i fondamentali e la crescita degli utili sono solidi e prevedibilmente si manterranno tali anche il prossimo anno. Tuttavia, il superamento del picco degli utili e una maggiore incertezza di politica economica e regolamentare ci fanno mantenere una posizione di neutralità. Pensiamo anche che sia plausibile una risalita dei tassi reali, con effetto sulle valutazioni del settore tecnologico. Permane da parte nostra una maggiore incertezza rispetto a quella di consenso per quanto riguarda l'effetto del rialzo delle materie prime sui margini operativi delle

aziende nella seconda parte dell'anno e nel 2022;

- **manteniamo ad abbastanza positiva la valutazione sull'Europa** per via dell'atteso sorpasso sia della dinamica economica sia degli utili sugli USA. Riteniamo che sia troppo presto per considerare terminata la fase di rotazione ciclica e che i più recenti movimenti siano più legati all'andamento dei tassi che ai fondamentali aziendali. Dati tuttavia i rischi di infezione da nuove varianti e l'avvicinarsi del picco della ripresa ciclica, l'esposizione azionaria non è al momento particolarmente elevata. L'approccio di medio termine verso la componente azionaria rimane costruttivo;

- **sul mercato giapponese manteniamo un giudizio positivo** per via del progressivo miglioramento degli utili, legato ai progressi della campagna vaccinale e un maggiore aggancio al ciclo economico globale nella seconda parte dell'anno. La *view* positiva si basa anche sulla nostra aspettativa di aggiustamento al rialzo dei tassi reali in USA, scenario solitamente favorevole al listino giapponese, anche per l'impatto sulla valuta;

- **confermiamo il sovrappeso sui mercati emergenti**, anche se le indicazioni sono miste. La crescita degli utili sta accelerando sia pure con disparità regionali e settoriali, legate alla funzione di importatori/esportatori di materie prime e alla esposizione al ciclo globale. Le valutazioni rimangono attraenti rispetto alle altre aree. I rischi sono legati all'andamento del dollaro, all'effetto sul costo del debito di un rialzo dei tassi reali USA e, sullo sfondo, da una nuova ondata indotta dalle varianti beta e delta del Covid-19. Un ulteriore elemento di attenzione deriva nel breve termine dalle misure di regolamentazione del capitale privato che sta introducendo la Cina, sui settori *education* e magari anche finanza e tecnologia.

Mercati Obbligazionari

Anche la BCE modifica il proprio target di inflazione fissando un obiettivo “al 2% simmetrico”

La BCE anticipa i tempi di revisione della propria strategia annunciando un nuovo target “simmetrico” intorno al 2% di inflazione, di fatto muovendosi nella direzione già intrapresa dalla Fed, mentre per luglio si attende una revisione della *forward guidance*. Scendono ulteriormente i rendimenti *risk free* mentre il credito rimane ben supportato grazie ad un ciclo economico che resta sostenuto e abbondante supporto monetario.

Titoli governativi

Il Treasury si mantiene su livelli di rendimento più bassi di quanto suggerito dai fondamentali economici che tipicamente ne spiegano l'andamento; a questi livelli i rischi incorporati nei tassi riflettono inoltre un deterioramento dello scenario superiore alle nostre aspettative. Questo, insieme all'assenza di premio per il rischio di inflazione e all'avvicinarsi del tapering della Fed, che comporterà una automatica riduzione della copertura delle emissioni, **ci fanno confermare un posizionamento negativo sulla duration e preferire la componente *inflation linked* a quella nominale.**

La reiterata *stance* accomodante della BCE e la ritrovata correlazione con il Treasury, oltre che le preoccupazioni per una nuova ondata virale, hanno spinto anche il Bund al di sotto del livello compatibile con lo scenario di riferimento. **Manteniamo un posizionamento negativo sui tassi core europei ed una preferenza relativa verso i tassi periferici, in una logica di *carry*.**

Prodotti a spread

Manteniamo una visione neutrale sul credito IG perché gli spread sono storicamente compressi e meno in grado di assorbire eventuali movimenti al rialzo dei tassi di interesse. **Preferiamo pertanto l'esposizione verso la componente finanziaria**, ad esempio europea, che beneficia del recupero ciclico anche in una fase di rialzo dei tassi governativi. La valutazione neutrale sulla componente high yield si spiega in una logica di portafoglio, nella ricerca di *carry* in presenza di una sovraesposizione azionaria attualmente contenuta. L'accresciuta detenzione da parte di investitori istituzionali e la diminuzione della quota detenuta da investitori *retail* tendono a rendere maggiormente stabile l'asset class. Per contro le valutazioni sono compresse e pongono un punto di attenzione in possibili contesti di maggiore volatilità di mercato.

Sull'obbligazionario emergente manteniamo l'esposizione nel complesso sovrappeso per motivi ciclici e di valutazione, con esposizione sul mercato obbligazionario cinese, dove continuiamo a favorire le componenti del mercato governativo e *quasi sovereign*. Dal momento che nel breve può esserci volatilità sulla valuta cinese indotta dalle nuove misure regolatorie dalle autorità di Pechino, abbiamo tatticamente ridimensionato il sovrappeso di questa componente.

Le condizioni finanziarie nei paesi sviluppati rimangono nel complesso fortemente espansive, creando un contesto favorevole all'asset class emergente, mentre gli spread sono ancora lontani dai livelli di massima compressione storica in uno scenario prospettico che permane di espansione ciclica.

**Fideuram Intesa Sanpaolo Private
Banking Asset Management SGR SpA**

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

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

DISCLAIMER:

Il presente documento, è pubblicato da Fideuram Intesa Sanpaolo Private Banking Asset Management SGR S.p.A. ("Fideuram Asset Management SGR"), 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, iscritto all'Albo dei Gruppi Bancari ed è destinato alla distribuzione al pubblico.

*Il presente documento è stato predisposto sulla base di dati elaborati da Fideuram Asset Management SGR (ed eventualmente da altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo) e sulla base delle informazioni pubblicamente disponibili o di altre fonti di terze parti. Le informazioni, le opinioni e i dati contenuti in questo documento non costituiscono in alcun modo ricerca, raccomandazione, consiglio di investimento, consulenza all'investimento, consulenza legale, fiscale o altra forma di consulenza. Le informazioni sono soggette a modifiche. Tali informazioni non intendono sostituire in alcun modo le autonome e personali valutazioni che il destinatario è tenuto a svolgere prima della conclusione di una qualsiasi operazione attinente a strumenti e prodotti finanziari. Prima di qualunque investimento, prendere attenta visione della documentazione relativa allo strumento finanziario oggetto dell'operazione. **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.

Si declina qualsiasi responsabilità in caso di qualsivoglia perdita diretta o indiretta, derivante dall'affidamento alle opinioni o dall'uso delle informazioni ivi contenute.

Se non diversamente specificato, tutte le informazioni contenute nel presente documento sono aggiornate alla data che appare sulla prima pagina di copertina.