

5 luglio 2021

View

Fideuram Asset Management

## Scenario macroeconomico

Il nostro scenario di crescita dell'economia globale non è mutato in maniera significativa nel corso delle ultime settimane: una lieve revisione al ribasso alla crescita di USA e Cina è stata infatti compensata da una correzione al rialzo per Area Euro e Giappone. Sono invece proseguite le sorprese al rialzo nella dinamica dell'inflazione negli USA (mentre i dati sui prezzi per le altre aree rimangono largamente in linea con le nostre attese).

Riteniamo probabile che questa notevole sorpresa al rialzo nella dinamica dell'inflazione abbia contribuito all'inattesa svolta in senso meno accomodante adottata dalla Fed nella riunione di metà giugno, anche se continuiamo a ritenere improbabile che l'inizio del tapering sia imminente.

## Mercati Azionari

I mercati azionari nel mese di giugno, sebbene siano saliti con decisione, sono stati sorpresi dal messaggio emerso dalla riunione della Fed che si è tenuta il 16 del mese e che ha espresso un atteggiamento maggiormente aggressivo di politica monetaria, provocando un *flattening* del tratto più lungo della curva. La percezione che la Fed sia particolarmente attenta alle dinamiche inflattive che potrebbero emergere da tassi di crescita del PIL molto sostenuti e dalla riapertura di settori dell'economia rimasti più indietro e che potrebbero far emergere colli di bottiglia dal lato dell'offerta si è riflesso in un deciso recupero di settori a più lunga duration quali la tecnologia a scapito di componenti più cicliche quali gli industriali ed i finanziari.

I dati macroeconomici continuano a fornire supporto con indici PMI di attività manifatturiera e dei servizi ancora molto elevati anche se i valori massimi sono probabilmente alle spalle. **Confermiamo quindi ad abbastanza positivo il nostro giudizio sul Giappone, sull'Europa e sui mercati emergenti e a neutrale sugli USA.**

## Mercati Obbligazionari

La Fed sorprende il mercato a giugno anticipando nei DOTS le indicazioni sui tempi per un primo rialzo dei tassi. **L'impostazione di politica monetaria benché al margine più restrittiva rimane ampiamente accomodante**, il mercato del credito resta sostenuto mentre sui tassi governativi il rialzo dei rendimenti sui segmenti a breve della curva treasury si combina con una riduzione dei tassi sui segmenti più a lunga. Si riducono, infatti, le aspettative di inflazione in virtù di una Fed percepita come più reattiva e si abbassa di conseguenza il punto di massimo scontato nel percorso dei tassi ufficiali con un risultante appiattimento della curva dei tassi.

**Manteniamo in questo contesto il sottopeso di duration sulla componente governativa** sulla quale i rendimenti reali rimangono depressi in relazione all'andamento del ciclo e confermiamo il giudizio neutrale sulle obbligazioni corporate. **Resta neutrale anche l'allocazione sul segmento HY**, mentre si conferma il sovrappeso nel mercato Emergente in valuta locale ed in particolare sull'obbligazionario cinese.

# Scenario macroeconomico

## USA: Inattesa svolta da parte della Fed

Dopo la notevole accelerazione registrata a inizio anno, grazie all'impatto dell'ingente stimolo fiscale, i dati più recenti (in primis sui consumi) mostrano una dinamica più moderata, ma sempre in linea con tassi di crescita del PIL molto elevati sia nel secondo sia nel terzo trimestre.

Abbiamo comunque **rivisto lievemente al ribasso le nostre stime di crescita per l'anno** (ora al 6.8%). Dopo la forte sorpresa al rialzo di aprile, l'inflazione ha continuato a risultare più elevata delle attese anche in maggio, anche se gli aumenti continuano ad essere concentrati per ora in un numero limitato di voci.

L'aumento dell'inflazione ha probabilmente contribuito a **modificare in senso più restrittivo la posizione della Fed nella riunione di giugno**: ha decisamente sorpreso, in particolare, che i membri del FOMC prospettino ora due rialzi dei tassi entro il 2023 (contro nessuno nella riunione di marzo).

## Area Euro: La ripresa si consolida

Grazie alla campagna vaccinale, è ora in atto una sensibile **ripresa dell'attività nel settore dei servizi**. Nel settore manifatturiero gli ordini sono ai massimi, ma **le difficoltà di approvvigionamento degli input produttivi** in alcuni settori frenano la produzione e **riducono le scorte su livelli record**. Il rimbalzo del PIL nel secondo trimestre (5.8% annualizzato nelle nostre previsioni) potrebbe risentirne, ma ci sarebbe poi un successivo recupero.

**La diffusione della variante "indiana"** dovrebbe far risalire i contagi a partire dalla tarda

estate, ma i vaccini ridurranno significativamente ospedalizzazioni e decessi.

**L'inflazione sta evolvendo in linea con le nostre attese**: a giugno sia l'inflazione totale (1.9%) sia quella *core* (0.9%) sono scese di un decimale. Sono attesi rialzi marcati, ma temporanei, dei prezzi in alcuni settori dei servizi durante l'estate.

**A luglio il Consiglio Europeo approverà il pagamento delle prime tranche del Recovery Fund**, mentre la BCE è attesa rimanere ancora "accomodante".

## Cina: Economia ai pit-stop

I principali dati di maggio hanno deluso le attese, ma in parte a causa di fattori temporanei. La produzione industriale ha infatti decelerato a seguito del rallentamento delle esportazioni causato dalle chiusure di alcuni porti nella provincia del Guandong per focolai di contagio.

Le vendite al dettaglio sono state l'unica variabile in accelerazione rispetto a maggio 2019 beneficiando della rimozione delle misure di distanziamento.

Alla luce dei dati di maggio **abbiamo dovuto rivedere leggermente al ribasso le nostre previsioni di crescita del PIL per il secondo trimestre, ora al 5.5% annualizzato, ma al rialzo quelle del terzo trimestre portandole al 4.5%**. Per quest'anno la crescita media scende all'8.7%.

Il credito totale a maggio è cresciuto dell'11% a/a, un ritmo atteso solo a fine anno, per il rallentamento della componente dello *shadow banking* e dei titoli obbligazionari delle imprese, tuttavia rispetto al 2019 la crescita è pari al 24.9%.

# Mercati Azionari

## La Fed sorprende i mercati

La riunione della Fed alla metà del mese di giugno ha colto di sorpresa i mercati azionari esprimendo un messaggio più aggressivo sui tassi di quanto non ci si aspettasse. L'anticipo al 2023 del primo rialzo e la convinzione quindi che la banca centrale USA si sia posizionata *ahead of the curve* sulla dinamica inflattiva ha indotto un sensibile schiacciamento della parte lunga della curva dei tassi che si è riflesso in un'accelerazione della contro-rotazione settoriale e stilistica a favore dei settori più di qualità e di crescita, nello specifico della tecnologia, tendenza che si era già manifestata a partire da metà maggio, rompendo così la dinamica di *reflation trade* che aveva caratterizzato i mercati a partire dall'annuncio di Pfizer sul vaccino a novembre dell'anno scorso. Per dare una misura dell'entità del movimento, nel corso del mese di giugno i titoli *Growth* rispetto ai titoli *Value*, rappresentati dai rispettivi indici MSCI, hanno guadagnato circa il 6%. Ad ogni modo, al di là delle dinamiche interne dei mercati azionari, la crescita degli utili e del PIL in US ed Europa continua ad essere molto forte e potrebbe stupire ancora al rialzo.

**In tale contesto confermiamo il giudizio abbastanza positivo sull'azionario europeo, giapponese ed emergente e neutrale su US.**

Nel dettaglio:

- **in USA** manteniamo un approccio neutrale nei confronti delle azioni USA implementato a fine febbraio su aspettative di maggiore consolidamento rispetto a mercati a vocazione più ciclica come l'Europa. I fondamentali sono solidi: la crescita dell'economia e degli utili è robusta, sia per l'anno in corso che per il prossimo, e potrebbe ancora stupire al rialzo ma le valutazioni sono più elevate di altri mercati e nel 2021 viene meno anche il vantaggio in termini di dinamica degli utili, complice l'effetto confronto e la riapertura delle altre economie. La composizione del mercato lo rende più sensibile

all'andamento dei tassi di interesse e alle scelte in materia di tassazione;

- **manteniamo la valutazione sull'Europa abbastanza positiva** perché sostenuta da aspettative di riaggancio della crescita economica e dei profitti grazie ai progressi della campagna vaccinale e alla spinta del Next Generation UE in alcuni paesi. I miglioramenti non appaiono ancora completamente incorporati nei corsi azionari, in base alle nostre stime. Ci attendiamo un'accelerazione della profittabilità aziendale con un picco nei dati che verranno diffusi dopo l'estate. Nel complesso, nel secondo semestre, la crescita degli utili dovrebbe superare quella USA. La composizione settoriale e di stile rende l'indice meglio impostato in un contesto di ripresa ciclica post-pandemica dell'economia globale;

- **sul mercato giapponese manteniamo un giudizio positivo** sulla base di considerazioni di sensibilità dell'economia e del mercato giapponese al miglioramento del ciclico globale e per via di valutazioni inferiori a quelle delle altre aree geografiche principali. Ci attendiamo un forte miglioramento della profittabilità aziendale nella seconda parte dell'anno anche in funzione di una riapertura dell'economia ritardata rispetto ad USA ed Europa;

- **confermiamo il sovrappeso sui mercati emergenti.** Dopo che nei primi mesi dell'anno la revisione degli utili ha favorito i paesi sviluppati, ci aspettiamo nel secondo semestre che la profittabilità dei mercati emergenti possa accelerare anche in risposta ad un recupero macroeconomico dato dalla maggiore diffusione vaccinale. Nello specifico introduciamo un'esposizione dedicata alla Cina perché la dimensione dell'underperformance registrata nei mesi scorsi ci pare elevata rispetto alla dinamica dei fondamentali. Nel complesso, le valutazioni sono inferiori ad altre aree geografiche.

# Mercati Obbligazionari

## Si attenuano al margine le aspettative di accelerazione sostenuta dell'inflazione

Una Fed percepita come maggiormente reattiva rispetto al nuovo target di inflazione media (AIT) e correzioni sui prezzi di alcune commodity rafforzano la confidenza del mercato nel contenimento di eventuali pressioni inflazionistiche nel medio termine mentre gli indicatori ciclici, benché in alcuni casi in marginale rallentamento, confermano un quadro positivo continuando a sostenere le asset class a spread, che proseguono a scambiare a su valutazioni storicamente compresse.

## Titoli governativi

I movimenti recenti hanno portato il Treasury a trattare al di sotto dei livelli compatibili con il quadro fondamentale e la prevedibile evoluzione della politica monetaria.

Riteniamo che i rischi per i tassi continuino ad essere orientati al rialzo e confermiamo pertanto il sottopeso della componente governativa.

La nostra interpretazione è che il ribasso dei tassi a media / lunga scadenza dipenda dalla compressione del premio per il rischio di inflazione atteso che il mercato aveva precedentemente incorporato nell'aspettativa di un overshooting della dinamica dei prezzi funzione dell'"average inflation targeting" (AIT) recentemente introdotto.

In Europa la BCE ha confermato il proprio impegno di politica monetaria ultra-accomodante e di non voler anticipare i tempi.

Vengono così attutate le spinte al rialzo generate dal miglioramento ciclico sui tassi core, che rimangono comunque non interessanti sia con riferimento alle valutazioni assolute che relative.

Continuiamo a vedere con maggiore favore l'esposizione ai titoli di stato periferici in una logica di *carry*.

## Prodotti a spread

Il **posizionamento sulle obbligazioni societarie IG rimane neutrale**; La reazione composta degli spread alla recente comunicazione della Fed, conferma da un lato la persistenza di una politica monetaria accomodante, ma gli spread sono a livelli storicamente molto compressi e questo rafforza la sensibilità dei ritorni prospettici dell'asset class all'andamento dei tassi governativi.

Manteniamo il giudizio di neutralità sulle obbligazioni **High Yield** perché in un momento in cui il sovrappeso azionario non è di dimensioni troppo elevate, **l'assunzione di rischio di credito a duration relativamente bassa ci appare un'opzione percorribile per migliorare la redditività corrente della componente obbligazionaria dei portafogli**.

Tuttavia, gli spread sono molto più compressi dei mesi precedenti e nel medio periodo il rischio ciclico ci pare più favorevole nel mercato azionario.

**Confermiamo una preferenza verso le obbligazioni finanziarie**. I fondamentali delle banche emittenti sono solidi e le obbligazioni finanziarie hanno in più occasioni mostrato resilienza in fasi di risalita dei tassi e stanno confermando questa capacità in questo ciclo. **Le valutazioni cominciano ad essere storicamente compresse, ma presentano ancora attrattività relativa nel mondo del credito**.

Manteniamo l'esposizione nel complesso sovrappeso sulle **obbligazioni emergenti** per motivi ciclici e di valutazione, ma con una preferenza per la componente in valuta locale, con **enfasi maggiore sul mercato obbligazionario cinese dove concentriamo la nostra esposizione nella componente governativa e delle policy bank**. L'ultimo meeting Fed ha portato ad anticipare al margine i tempi per un rialzo dei tassi americani ma l'impostazione della politica monetaria rimane fortemente espansiva in una fase di ripresa del ciclo che dovrebbe nel secondo semestre dell'anno interessare maggiormente le economie non US, un contesto tendenzialmente positivo per questa asset class.



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

Via Montebello 18, 20121 Milano  
info@fideuramsgr.it  
[www.fideuramispbsgr.it](http://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.*