

22 settembre 2021

View

Fideuram Asset Management

Scenario macroeconomico

Nel corso dell'estate si è registrata un'inattesa frenata della crescita a livello globale, dovuta al rallentamento degli USA e della Cina, determinato sia dalla diffusione della variante Delta sia da vincoli sul lato dell'offerta. Il nostro scenario contempla una riaccelerazione della crescita in entrambe le aree nel trimestre finale dell'anno (e un relativo rallentamento nell'Area Euro, dove la crescita è stata molto elevata a partire dalla primavera), ma l'aggiustamento nel settore immobiliare rappresenta un fattore di rischio nel caso della Cina. Le strozzature nelle catene produttive e distributive rischiano inoltre di prolungare il rialzo dell'inflazione in corso. Appare peraltro probabile che la Fed si appresti ad iniziare il tapering entro la fine dell'anno.

Mercati Azionari

I mercati azionari hanno mostrato recentemente un **significativo aumento della volatilità a seguito dell'emergere di alcuni elementi di incertezza**.

A far preoccupare gli investitori è soprattutto la saga Evergrande, una società immobiliare cinese tra le più grandi, che soffre di problemi di liquidità e che rischia di non far fronte alle scadenze di pagamento sulle proprie emissioni obbligazionarie. La preoccupazione è che un suo eventuale fallimento possa creare un effetto domino sul settore finanziario le cui ramificazioni sarebbero difficili da prevedere.

Un **altro elemento di preoccupazione riguarda le restrizioni dal lato dell'offerta**, che stanno causando aumenti nei prezzi sia delle materie prime sia di componenti essenziali per alcune catene produttive come i semiconduttori.

A rasserenare parzialmente il sentiment di mercato concorre lo scenario macro ancora positivo con tassi di crescita degli utili sostenuti e in progressiva revisione al rialzo.

Lo scenario ci appare quindi ancora favorevole all'azionario e **confermiamo il nostro giudizio positivo sull'Europa, sul Giappone, e sui mercati emergenti e la view neutrale sugli USA**.

Mercati Obbligazionari

La view sul mercato obbligazionario non muta rispetto ai mesi estivi, in cui avevamo indicato la riduzione nella dimensione del sovrappeso sull'obbligazionario cinese in via precauzionale rispetto ad un possibile incremento della volatilità del tasso di cambio a seguito delle iniziative di regolamentazione di alcuni settori economici e alcune situazioni di difficoltà sul fronte del credito societario (Evergrande). **Manteniamo un sottopeso di duration**, concentrato nella componente governativa, e una sostanziale **neutralità nel rischio di credito**. I tassi governativi restano, infatti, al di sotto di quanto suggerito dai fondamentali macro sia in USA che in Europa. Confermiamo la preferenza per i titoli indicizzati all'inflazione e le emissioni dei paesi periferici europei, sebbene in una misura inferiore rispetto ai mesi precedenti dopo l'*outperformance* già realizzata. Pur consapevoli dei rischi legati a possibili nuove ondate di diffusione del virus, **riteniamo lo scenario complessivo ancora favorevole per gli asset rischiosi** con il supporto della crescita ciclica e di una politica monetaria che si aggiusta solo gradualmente e con un limitato potenziale rialzo dei tassi a medio/lungo. Manteniamo pertanto un'esposizione neutrale sul credito IG in ottica di *carry* mentre favoriamo l'esposizione nelle obbligazioni del settore finanziario, in particolare nei segmenti a maggiore subordinazione.

Scenario macroeconomico

USA: Inattesa frenata della crescita

Nel corso dell'estate si è registrata **una marcata e inattesa decelerazione dei ritmi di crescita** (e, in particolare, dei consumi privati), determinata sia dalla diffusione della variante Delta, sia dai vincoli all'offerta (molto evidenti, ad esempio, nel tracollo delle vendite di auto degli ultimi mesi).

Anche la crescita degli occupati è stata più debole del previsto in agosto. Abbiamo pertanto rivisto al ribasso la crescita del PIL del terzo trimestre (ora al 4.5% ann.), ma **prevediamo una nuova accelerazione dei consumi** (e, più in generale, della crescita del PIL) nel trimestre finale dell'anno.

L'inflazione *core* ha rallentato in agosto, ma potrebbe rimanere ancora elevata nel breve periodo per i rinnovati vincoli sul lato dell'offerta. Non stupisce pertanto che **la Fed si sia orientata ad iniziare la riduzione degli acquisti di titoli prima della fine dell'anno.**

Area Euro: Le sorprese dell'estate

La ripresa ha sorpreso al rialzo già nel secondo trimestre, con una crescita del PIL al 9.2% t/t annualizzato, grazie alle riaperture nei settori più colpiti dalla pandemia.

La crescita dovrebbe essere rimasta forte anche nel terzo trimestre: **la diffusione della variante Delta durante l'estate è stata più contenuta di quanto temuto** (anche in considerazione dell'esperienza in altri paesi), mentre la campagna vaccinale prosegue con successo.

Le preoccupazioni riguardano **le difficoltà produttive per le strozzature ed i colli di**

bottiglia nelle catene globali d'offerta, che hanno riflessi negativi anche sui prezzi alla produzione.

L'inflazione ha sorpreso al rialzo ad agosto (3.0%) e si appresta a superare di poco il 4% a dicembre, a causa dei rincari dei prezzi di energia e alimentari.

L'inflazione più elevata complica la comunicazione della politica monetaria, ma prevediamo che la BCE continui a considerare lo *shock* come transitorio.

Per ora la BCE ha deciso di **ridurre moderatamente gli acquisti del programma PEPP** nel quarto trimestre.

Cina: Regole e variante Delta frenano la crescita

L'attività economica ha subito un brusco rallentamento in agosto: i consumi hanno risentito delle misure restrittive adottate a seguito dell'aumento dei contagi per la variante Delta e gli investimenti sono stati frenati dalla regolamentazione nel mercato immobiliare e dai controlli sul debito dei governi locali.

Ci attendiamo pertanto un terzo trimestre con la crescita del PIL in deciso rallentamento (0.8% annualizzato), con un recupero nel quarto trimestre grazie alla rimozione delle misure di contenimento e per un maggior sostegno da parte della politica fiscale.

La PBoC continua a monitorare il livello della liquidità nel sistema e **ha dovuto immettere liquidità a breve scadenza per tranquillizzare i mercati dal rischio legato alla crisi di Evergrande** che presenta un ulteriore elemento di incertezza per lo scenario congiunturale.

Mercati Azionari

Aumenta l'incertezza

Dopo un mese d'agosto caratterizzato dalle preoccupazioni relative al rinascere della pandemia con la diffusione della variante Delta che ha fatto scendere i livelli di attività e di fiducia nei consumatori, il mercato ha rifocalizzato la propria attenzione sull'inflazione che, nelle componenti di input, non accenna a diminuire e, legata ad essa, sulla scarsa reperibilità di alcune componenti tecnologiche come i semiconduttori, necessarie per molte catene produttive, in particolare il settore automobilistico. Inoltre, continua a preoccupare la stretta governativa delle autorità cinesi sulle grandi capitalizzazioni tecnologiche e sul settore residenziale nel tentativo, in quest'ultimo caso, di arginare potenziali bolle speculative derivanti da un'eccessiva facilità di accesso al credito. In tal senso i mercati stanno osservando con attenzione gli sviluppi inerenti alla società Evergrande che versa in gravi problemi di liquidità e rischia di non riuscire a pagare cedole in scadenza su obbligazioni proprie.

Non apportiamo comunque 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. Diventiamo invece più positivi sul Giappone dopo le dimissioni del ministro Suga e la discesa della curva dei contagi.

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

Nel dettaglio:

- **in USA** manteniamo neutrale il giudizio sulle azioni americane e nel settore tecnologico dove le valutazioni sono più elevate e sensibili all'andamento dei tassi di interesse, che pensiamo essere più bassi di quanto suggerito dall'evoluzione macro. I fondamentali aziendali

sono solidi e nei prossimi trimestri il tasso di crescita degli utili si manterrà elevato, anche se il picco di crescita lo abbiamo superato e ci attendiamo che gli utili ex-USA possano crescere di più nel secondo semestre. A sostegno delle valutazioni si segnala anche la forte espansione della marginalità aziendale che sta tornando sui picchi degli anni '90;

- **manteniamo ad abbastanza positiva la valutazione sull'Europa** per il supporto dato dall'accelerazione della profittabilità aziendale e valutazioni inferiori a quelle americane e meno sensibili all'andamento dei tassi di interesse. Anche in Europa siamo in prossimità di un picco di crescita degli utili ma, come per gli USA, vediamo spazio per una revisione al rialzo delle stime;

- **sul mercato giapponese manteniamo un giudizio positivo.** Abbiamo aumentato il sovrappeso dopo le dimissioni del primo ministro nell'idea che la discontinuità possa portare ad una politica economica più espansiva. A questo si affianca un giudizio positivo legato alla sensibilità dell'economia e del mercato al miglioramento ciclico globale, a valutazioni inferiori rispetto alle altre aree geografiche e al miglioramento della profittabilità aziendale nella seconda parte dell'anno;

- **confermiamo il sovrappeso sui mercati emergenti.** L'evoluzione ciclica e di policy appare favorevole ai mercati emergenti, dopo che molti paesi hanno già rialzato i tassi di interesse per contenere l'inflazione e la Cina sta al margine procedendo nella direzione di un maggiore *easing* di politica economica. L'incertezza riguarda l'impatto della regolamentazione di alcuni settori in Cina ma le valutazioni hanno già incorporato una buona componente di premio per il rischio. Per un'*outperformance* duratura occorre che la profittabilità aziendale acceleri rispetto a quella dei paesi sviluppati.

Mercati Obbligazionari

In attesa del tapering

Dopo il marginale aggiustamento nel PEPP effettuato dalla BCE a inizio mese si attende ora l'annuncio dei dettagli sul tapering negli USA pur avendo la Fed già in larga parte anticipato la manovra. Nella riunione di settembre la Banca centrale ha riconosciuto che l'inflazione è "elevata, riflettendo in larga parte fattori transitori" aggiungendo che se l'economia procederà come atteso "potrebbe presto essere giustificata una riduzione nel livello degli acquisti". L'approssimarsi della scadenza del *debt ceiling* potrebbe rappresentare un elemento di volatilità nel mercato mentre rimane incertezza su possibili ritardi nelle catene di approvvigionamento di alcuni settori e sui conseguenti effetti sulle dinamiche della produzione e dei prezzi.

Titoli governativi

Il Treasury continua a scambiare su livelli di rendimento inferiori di quanto suggerito dai fondamentali economici che tipicamente ne spiegano l'andamento, anche se gli spazi di risalita appaiono ora più limitati di qualche mese fa. Riteniamo che le pressioni al rialzo sui rendimenti governativi americani possano prevalere, sia pure moderate dal contesto dei tassi globali e da una ridotta probabilità associata a scenari di coda riguardo incrementi di crescita e inflazione.

Anche in Europa, dove si rimane in attesa della riunione di dicembre della BCE, quando saranno più chiare le modalità di transizione dal flessibile programma emergenziale PEPP a quello ordinario, manteniamo un sottopeso di duration. Ci si attende, infatti, una progressiva maggiore rilevanza delle variabili macroeconomiche e politiche sia sui tassi core che per quelli periferici

(per questi ultimi per l'impatto sul merito di credito) a seguito della graduale rimozione del supporto della banca centrale. Confermiamo la preferenza per le obbligazioni periferiche rispetto al *core*, malgrado la minore attrattività relativa rispetto al passato.

Prodotti a spread

Gli spread nel comparto *corporate* sono su livelli compressi, ma la combinazione di politica economica e congiuntura limitano gli spazi di allargamento dal momento che favoriscono un miglioramento della qualità del credito. Si conferma il favore per il credito rispetto alla componente governativa, ma principalmente con riferimento ad esposizioni meno vulnerabili ai tassi sottostanti (quali le obbligazioni finanziarie soprattutto nelle classi a maggior subordinazione) dal momento che ci si attende essere questi il driver principale di performance sull'asset class nei prossimi mesi.

Manteniamo un approccio neutrale, solo in logica di *carry* di portafoglio, sul credito HY: le condizioni di liquidità del mercato restano buone, la crescita degli utili riduce l'effetto leva sui bilanci e le condizioni macro supportano il processo di *upgrade* del credito, ma molte delle buone notizie appaiono già incorporate negli attuali livelli di spread.

Sui mercati emergenti manteniamo l'esposizione nel complesso sovrappeso per motivi ciclici e di valutazione, ma con una preferenza per la componente in valuta locale, con enfasi maggiore sul mercato obbligazionario cinese sul quale, per i motivi precedentemente evidenziati, abbiamo però ridotto la sovraesposizione nei mesi estivi.

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

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