

27 ottobre 2021

View

Fideuram Asset Management

## Scenario macroeconomico

La crescita dell'economia globale ha subito un notevole rallentamento nel corso dei mesi estivi, dopo essere stata molto robusta nella prima parte dell'anno. Il nostro scenario contempla una ripresa dei ritmi di crescita nel trimestre in corso, ma si deve sottolineare che la crescita a livello globale è frenata da evidenti vincoli dal lato dell'offerta, che si manifestano ad esempio nelle dislocazioni delle catene produttive e distributive globali. E' probabile inoltre che questi problemi non possano trovare soluzione in tempi brevi. Ne consegue inoltre che i rischi al rialzo sull'inflazione nel medio periodo sono aumentati e indurranno probabilmente le banche centrali nelle economie avanzate ad un atteggiamento meno accomodante.

## Mercati Azionari

Continuiamo a considerare favorevole il contesto per gli asset rischiosi, soprattutto grazie alla forza dimostrata dalle aziende quotate, confermata dai primi numeri della *reporting season* relativa al Q3, di mantenere alti livelli di crescita degli utili unitamente a margini operativi in espansione. Il mix macro di crescita e di politica economica è meno favorevole ora perché sono presenti dal lato dell'offerta alcune strozzature (es: semiconduttori, lavoro, energia) e la Fed si prepara al tapering e a rendere meno accomodante la politica monetaria. Tecnicamente vediamo due forze contrastanti: da un lato, la crescita degli utili che gioca a favore e, dall'altro, un deterioramento delle valutazioni dovuto al rialzo dei tassi di interesse e una maggiore incertezza macro. **Stiamo pertanto riducendo la dimensione del nostro sovrappeso**, mantenendo la preferenza per i segmenti value / ciclici rispetto a quelli a più elevata crescita almeno fino a che i tassi di interesse non si stabilizzano ad un livello più alto.

**Dal punto di vista geografico, confermiamo il favore nei confronti dell'Europa, del Giappone e dei mercati emergenti e la view neutrale sugli USA.**

## Mercati Obbligazionari

**Il mercato continua a rialzare le aspettative di inflazione in USA ed Europa** mentre l'ex presidente della Fed J. Yellen anticipa inflazione elevata per tutto il primo semestre 2022 seguita da una fase di normalizzazione, aggiungendo "non credo che stiamo per perdere il controllo dell'inflazione". A seguito dei recenti movimenti **riduciamo parzialmente il nostro sottopeso di duration in USA in quanto ci stiamo avvicinando ai livelli di valutazione da noi ritenuti adeguati**. Alle obbligazioni nominali dei paesi core **continuiamo a preferire i titoli indicizzati all'inflazione, perché i rischi legati ad un rialzo della dinamica dei prezzi sono aumentati**, e le emissioni dei paesi periferici europei, in un'ottica di carry. Manteniamo un giudizio neutrale sui titoli corporate, riteniamo gli spread di credito non abbiano grandi margini di ulteriore restringimento, ma nemmeno che ci siano le condizioni per un allargamento importante. Nel credito societario continuiamo a preferire le emissioni del settore finanziario, nelle componenti a maggiore subordinazione, mentre confermiamo il giudizio neutrale sui corporate HY anche qui in ottica di carry. Sul debito emergente confermiamo il sovrappeso, ma modifichiamo la nostra preferenza a favore del segmento in valuta forte rispetto a quello in valuta locale. Nell'ambito di quest'ultimo manteniamo il sovrappeso sulle obbligazioni cinesi in local currency.

# Scenario macroeconomico

## USA: Evidenti vincoli dal lato dell'offerta

Il marcato rallentamento della crescita del PIL nei mesi estivi dovrebbe essere seguito da un **deciso recupero nel trimestre in corso**, ma nel corso degli ultimi mesi la forza della domanda si è scontrata con **significativi vincoli dal lato dell'offerta, evidenti anche nelle condizioni del mercato del lavoro**.

Nonostante la scadenza delle agevolazioni sui sussidi di disoccupazione, la dinamica dei salari è stata molto robusta in settembre, mentre ancora non si è registrata una risposta nell'offerta di lavoro. Appare probabile che i vincoli dal lato dell'offerta non possano essere risolti in tempi brevi, aumentando così i rischi sull'andamento di medio termine dell'inflazione.

Alla luce di questo scenario, l'annuncio formale del *tapering* a inizio novembre da parte della Fed appare scontato, nonostante la debolezza dei dati sull'occupazione in agosto e settembre.

## Area Euro: In crisi energetica

**Uno shock senza precedenti ha interessato negli ultimi due mesi il prezzo del gas naturale in Europa:** a fine ottobre l'aumento del prezzo del gas naturale è infatti di quasi il +500% da inizio anno. Le cause sono molteplici, non risolvibili a breve, e si aggiungono ai già noti problemi di dislocazione nel settore dei trasporti e nelle catene produttive globali.

**Abbiamo ridotto di circa l'1% annualizzato la previsione di crescita del PIL nei trimestri a cavallo tra fine 2021 e inizio 2022. L'impatto sarà notevole anche per l'inflazione, che dal**

3.4% di settembre salirà poco sotto il 4.5% a dicembre, per poi restare molto sopra l'obiettivo BCE (2%) per tutta la prima metà del 2022.

Non ci aspettiamo una spirale inflazionistica, né un disancoramento delle aspettative di inflazione, **ma la politica monetaria della BCE diverrà al margine più restrittiva, predisponendo un programma di supporto più limitato**, una volta che verrà meno il PEPP nel marzo del prossimo anno.

## Cina: Frenata della crescita durante l'estate

**La crescita del PIL ha subito una brusca frenata nel terzo trimestre** (allo 0.8% annualizzato e 4.9% a/a) a causa sia delle restrizioni per circoscrivere alcuni focolai di contagio del Covid, sia delle politiche restrittive adottate dal governo nel settore immobiliare ed energetico.

La rimozione delle misure anti-Covid a fine agosto e la parziale risoluzione dei problemi energetici dovrebbero permettere una ripresa nel trimestre corrente, ma **le prospettive restano decisamente incerte** anche per l'adozione della strategia di "tolleranza zero" verso il Covid-19.

**Abbiamo ulteriormente rivisto al ribasso la previsione di crescita** (al 7.9% per il 2021 e al 5.1% per il 2022).

Si è inoltre ridotta la probabilità di assistere ad un altro taglio del coefficiente di riserva obbligatoria: sembra che la PBoC preferisca continuare ad utilizzare le operazioni di mercato aperto per gestire la liquidità.

# Mercati Azionari

## Prime buone notizie dalla reporting season

L'inizio della reporting season del terzo trimestre 2021 sta offrendo numeri rassicuranti in termini di crescita sia di utili sia di fatturato. Per quanto il numero delle società che hanno pubblicato non abbia superato ancora la metà delle società appartenenti all'S&P500, i timori di un possibile rallentamento delle attività economiche dovuto al riemergere della pandemia nella variante Delta non si sono fin qui avverati. Ad aiutare parzialmente il buon numero di sorprese positive che sono fin qui emerse, ha contribuito anche il livello delle aspettative degli analisti che nei mesi precedenti sono state riviste al ribasso e quindi più facili da battere. I buoni numeri aziendali stanno aiutando a compensare le paure protratte di un rallentamento economico che si accompagna con dati di inflazione preoccupanti e rivisti continuamente in crescita soprattutto nelle componenti dei prezzi alla produzione. Il termine "transitorietà" viene sempre più interpretato in termini temporalmente estensivi anche se per ora le preoccupazioni di una stagflazione stile anni '70 non sono emerse: più che di *stagflation* si preferisce parlare di *slowflation*. Questa lettura moderatamente cauta ma ancora positiva ha consentito al mercato, soprattutto in USA, di toccare nuovi massimi ed è proseguito l'atteggiamento, soprattutto degli operatori *retail*, di continuare a comprare, come per tutto il 2021, sulle debolezze.

Non apportiamo quindi modifiche all'impostazione della componente azionaria dei portafogli che prevedono un **moderato sovrappeso, che stiamo progressivamente riducendo, e una preferenza per i mercati ex-USA.**

Nel dettaglio:

- **in USA** la stagione degli utili si è aperta molto bene. In base ai primi numeri pubblicati i fondamentali restano solidi, ma il picco appare superato e gli utili sono già oltre i livelli pre-Covid. Le valutazioni appaiono sfidanti rispetto ad altre aree geografiche, l'aggiustamento dei

tassi reali ha ancora un certo spazio, l'incertezza macro è aumentata e la tregua politica interna dura solo alla fine dell'anno. **Manteniamo pertanto un posizionamento neutrale, in attesa di un adeguamento delle valutazioni e una stabilizzazione dei tassi;**

- **sull'Europa manteniamo ancora un posizionamento favorevole** in considerazione dello sconto valutativo rispetto agli USA e delle performance che non riflettono l'andamento relativo degli utili. Il maggior peso delle componenti *value/cicliche* rende il mercato europeo meno sensibile alla dinamica dei tassi di interesse. Anche in Europa probabilmente il picco di crescita degli utili è stato superato ma, a differenza delle stime in USA, le proiezioni sui profitti europei non sono state riportate ai livelli pre-pandemici;

- **sul mercato giapponese manteniamo un giudizio positivo** per via delle valutazioni inferiori rispetto alle altre principali aree geografiche, della correlazione con il miglioramento ciclico globale e del sostegno dato dalle prospettive di rialzo dei tassi core. Sul fronte di politica interna i primi obiettivi dichiarati dal nuovo primo ministro Kishida sono di mantenere sotto controllo la circolazione interna del Covid-19 e di rilanciare l'economia nazionale, con un consistente pacchetto fiscale;

- **confermiamo il leggero sovrappeso sui mercati emergenti** preferendo ridurre il rischio nella componente obbligazionaria in valuta locale. Le valutazioni hanno già incorporato una buona componente di premio per il rischio per l'inasprimento della regolamentazione in Cina e la nostra impressione è che i profitti possano crescere (nel medio periodo, non nel 2022) più di quanto sia implicito nelle valutazioni. Fino a che il punto di massima incidenza della regolamentazione non sarà stato raggiunto il mercato può rimanere in una fase interlocutoria e volatile, ma per mantenere i propri obiettivi di leadership globale le autorità cinesi potrebbero ammorbidire i toni, soprattutto in alcuni settori.

# Mercati Obbligazionari

## Inflazione temporanea ma più persistente di quanto inizialmente stimato

Continuano a sorprendere al rialzo i dati di inflazione rendendo più complessa la comunicazione per le principali Banche centrali. Questo si riflette su livelli attesi di inflazione stimati nel mercato a livelli massimi di periodo mentre i rendimenti reali rimangono depressi, le curve delle *breakeven inflation* continuano ad essere invertite confermando la percezione di temporaneità del fenomeno anche se lo stesso J. Powell e l'ex governatore J. Yellen ammettono che i tempi di rientro dei prezzi saranno più lunghi di quanto inizialmente previsto. La Fed conferma l'inizio del tapering prima di fine anno mentre si definisce "paziente" riguardo l'inizio del rialzo dei tassi. Il mercato sconta due rialzi pieni per il 2022 posizionandosi al di sopra della proiezione media dei Dots.

## Titoli governativi

Il recente repentino aggiustamento sulla curva dei tassi USA riflette principalmente i rischi sugli sviluppi inflattivi, che hanno nuovamente modificato gli scenari di probabilità sull'effetto di transitorietà dei recenti rialzi dei prezzi.

Riduciamo parzialmente il sottopeso di duration sulla curva Usa; a livello valutativo, gli attuali livelli del Treasury a 10 anni appaiono ancora inferiori a quelli compatibili con lo scenario macroeconomico e con l'azione convenzionale e non convenzionale di politica monetaria, che si attestano in base alle nostre metriche a circa 1.7%-1.8%. Riteniamo che per un rialzo superiore ai livelli indicati siano necessarie più visibili e significative sorprese al rialzo sulla crescita o all'inflazione, dal momento che la quota di controllo da parte della Fed sul debito

negoziabile, pari a circa un quarto, e la maggiore attenzione alle condizioni finanziarie esercitano un'azione di contenimento rispetto al 2013 sui tassi reali, che ci aspettiamo comunque in progressivo rialzo. In Europa siamo sottopeso nei paesi core e nelle scadenze a breve / medio termine, ma vediamo con maggiore favore l'esposizione ai titoli di stato periferici in una logica di carry.

Preferiamo inoltre i titoli indicizzati all'inflazione alla componente nominale.

## Prodotti a spread

Gli spread nel comparto *corporate* restano 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). Confermiamo il giudizio neutrale sul comparto HY; assumere rischio di credito a duration relativamente bassa per migliorare la redditività corrente della componente obbligazionaria dei portafogli ci appare, infatti, un'opzione percorribile in un momento in cui il sovrappeso azionario non è di dimensioni troppo elevate, malgrado i livelli di spread siano storicamente compressi.

Manteniamo il sovrappeso sul debito emergente ma spostiamo la nostra preferenza relativa a favore delle obbligazioni in valuta forte. I tassi USA hanno ancora spazio potenziale di risalita ma il debito emergente in dollari ha un vantaggio sulle obbligazioni societarie di pari rating non trascurabile in termini di spread. Nell'ambito del debito in valuta locale rimaniamo sovrappesati nella componente governativa cinese.

**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.*