

23 novembre 2021

View

Fideuram Asset Management

Scenario macroeconomico

Nel corso delle ultime settimane abbiamo dovuto rivedere ulteriormente al rialzo le nostre stime d'inflazione, in particolare negli USA e, alla luce del nuovo scenario, prevediamo ora che la Fed deciderà il primo rialzo dei tassi verso la metà del prossimo anno (invece che a fine 2022). È inoltre notevolmente aumentato il rischio che il tapering, appena avviato dalla Fed, debba essere completato più rapidamente, per procedere appunto al rialzo dei tassi. L'aumento dell'inflazione nell'Area Euro, largamente concentrato nel comparto energetico, dovrebbe incidere anche sulle scelte della BCE, ma continuiamo a ritenere decisamente improbabile un rialzo dei tassi nell'Area Euro nel corso del prossimo anno.

Mercati Azionari

La reporting season relativa al terzo trimestre '21 ha mostrato ancora una volta la solidità finanziaria e la capacità di crescita delle aziende, soprattutto in USA. La cosa che ha stupito maggiormente sono state le *guidance* pubblicate dalle società che sono state riviste al rialzo in numero record rispetto al passato rivelando un grado di fiducia nei confronti delle prospettive a medio termine che ha sorpreso gli analisti. D'altro canto, vediamo l'addensarsi di rischi all'orizzonte dovuti sia al riemergere del pericolo Covid che sta colpendo soprattutto l'Europa e potrebbe comportare ulteriori restrizioni all'attività economica, sia al deterioramento delle valutazioni dovuto alla forte crescita dei mercati da inizio anno, al rialzo dei tassi di interesse e alla maggiore incertezza macro. **Continuiamo pertanto a ridurre la dimensione del nostro sovrappeso portandolo in prossimità della neutralità**, 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

Dati di inflazione ancora sopra le attese inducono il mercato ad anticipare il primo rialzo Fed a meta 2022, la nomina di Powell dà continuità all'azione della banca centrale e porta a prezzare una politica al margine più restrittiva rispetto a quella attesa sotto la guida della candidata L. Brainard. Torna il rischio di lockdown parziali in Europa a seguito di una rapida accelerazione dei casi ma le aspettative di crescita restano sostenute e gli sviluppi recenti non dovrebbero alterare i piani di riduzione del PEPP che verranno annunciati nel meeting di metà dicembre. A seguito dei recenti movimenti abbiamo ridotto 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 che 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 high yield, 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: Un picco più alto per l'inflazione

I dati diffusi nel corso delle ultime settimane corroborano il nostro scenario di **sensibile recupero dei consumi (e, più in generale, dell'attività economica) nella parte finale dell'anno**, dopo il debole andamento del terzo trimestre.

La ripresa della domanda e il persistere di vincoli dal lato dell'offerta hanno però determinato una **nuova accelerazione dei prezzi al consumo** in ottobre e appare ora probabile che **l'inflazione rimarrà molto elevata almeno fino alla prima parte del prossimo anno**.

Alla luce delle nuove previsioni d'inflazione prevediamo che **il primo rialzo dei tassi da parte della Fed avvenga verso la metà del prossimo anno** (invece che a fine 2022).

È inoltre anche notevolmente aumentato il rischio che la Fed debba completare più rapidamente il *tapering* che è stato formalmente avviato con la riunione di inizio novembre.

Area Euro: Un'altra ondata

Un marcato **peggioramento nella diffusione del virus sta nuovamente mettendo sotto tensione i sistemi sanitari** nei paesi dell'Eurozona con un'insufficiente copertura vaccinale. In Germania e nel Benelux si tratta della diffusione virale più forte da inizio pandemia e ha reso necessarie nuove **misure di distanziamento sociale**.

Questo inatteso sviluppo peserà negativamente sulla domanda di servizi, mentre il settore industriale fatica a mantenere ritmi produttivi elevati, a causa dei problemi alle catene produttive e nel comparto energetico.

La crescita del PIL dovrebbe pertanto **rallentare in misura significativa tra fine 2021 e inizio 2022**, per poi riprendersi dalla prossima primavera. **L'inflazione dal 4.1% di ottobre salirà ai massimi dal 1997 a fine anno (4.9%)**, spinta dai rincari energetici.

La BCE nella riunione di dicembre annuncerà **la fine del PEPP** e presenterà un piano di acquisti post-PEPP di entità modesta, ma **continuerà a comunicare di non voler alzare i tassi nel 2022**, data la natura transitoria dello *shock* d'inflazione.

Cina: Settore immobiliare sotto i riflettori

In ottobre si è assistito ad un **miglioramento dell'attività industriale** grazie all'andamento più forte delle attese delle esportazioni e ad una **temporanea risoluzione della crisi energetica** per l'intervento del governo che ha permesso di frenare la crescita del prezzo del carbone.

La crisi del settore immobiliare ha invece **pesato negativamente sugli investimenti**, nonostante le recenti misure di allentamento, soprattutto legate alle concessioni di mutui.

Le prospettive del settore restano incerte e per il momento **non giungono segnali rassicuranti**, con superficie venduta e nuovi cantieri in ulteriore flessione in ottobre.

All'inizio di novembre la PBoC ha annunciato un nuovo strumento di credito rivolto a finanziare progetti *"green"* attraverso le grandi banche.

Tale strumento potrebbe favorire la ripresa del credito complessivo nel sistema economico dopo il rallentamento degli ultimi mesi.

Mercati Azionari

Ricompare lo spettro della Covid

La conclusione della *reporting season* del terzo trimestre 2021 ha confermato la solidità delle aziende, sia in Europa sia negli Stati Uniti, in termini di crescita di utili e di fatturato. A brillare particolarmente sono stati i settori ciclici guidati dai Materials, dai Financials e dall'Energy. Ottimi i numeri anche dei nomi della tecnologia, settore che ha mostrato una crescita degli utili, anno su anno, di oltre il 40%, sorpendendo il mercato, anche questa volta al rialzo, dell'8% rispetto ai numeri attesi prima della reporting season. Sullo stesso ordine di grandezza i numeri pubblicati dalle società europee, con utili in crescita di oltre il 40% e sorprese medie al rialzo oltre i dieci punti percentuali.

Se il tono derivante dai numeri pubblicati delle aziende rimane ottimistico, i recenti dati sulla diffusione dei contagi nel corso dell'ultimo mese stanno gettando qualche preoccupazione sulla tenuta dell'economia, in particolar modo in Europa, che, ad oggi, appare la regione più vulnerabile ai contagi. Le recenti decisioni di alcuni stati e regioni dell'Europa continentale del centro-nord, come in Baviera, di procedere a nuove restrizioni alla circolazione o, in Austria, di imporre il lockdown sta creando preoccupazioni sulla solidità della ripresa economica. L'entità del rischio di contagio potrà essere valutata solo nel corso dei prossimi mesi.

Riduciamo il sovrappeso sulla componente azionaria in generale che portiamo a ridosso della neutralità. Continuiamo a mantenere una preferenza per i mercati ex-USA.

Nel dettaglio:

- **in USA** la stagione degli utili si è chiusa in modo brillante; i fondamentali restano solidi e le *guidance* della maggior parte delle aziende sono state riviste al rialzo sorpendendo in positivo il mercato ma le valutazioni appaiono sfidanti rispetto ad altre aree geografiche e risultano particolarmente sensibili all'andamento dei tassi di interesse, vista la predominanza della tecnologia in questo mercato; tassi di interesse che si stanno riportando verso un livello più alto

e coerente con l'evoluzione macro. **Manteniamo pertanto un posizionamento neutrale, in attesa di un adeguamento delle valutazioni e una stabilizzazione dei tassi;**

- **sull'Europa** manteniamo un **leggero sovrappeso** per il supporto della profittabilità aziendale e valutazioni inferiori a quelle americane e meno sensibili all'andamento dei tassi di interesse. Anche in Europa abbiamo superato il picco di crescita degli utili ma, come per gli USA, vediamo spazio per una revisione al rialzo delle stime nonostante l'incertezza legata all'impatto del rialzo delle materie prime sui margini societari e, più di recente, della diffusione del virus;

- 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; **esprimiamo un giudizio leggermente positivo** per via delle valutazioni inferiori rispetto alle altre principali aree geografiche, della correlazione con il miglioramento del ciclico economico globale e della profittabilità aziendale nella seconda parte dell'anno. Sul fronte di politica interna buone notizie arrivano dal governo presieduto dal nuovo primo ministro Kishida che ha approvato un pacchetto di stimolo fiscale che, secondo stime governative, dovrebbe far crescere il PIL reale di oltre cinque punti percentuali;

- **confermiamo il leggero sovrappeso sui mercati emergenti** per motivi ciclici e perché le valutazioni cinesi hanno già incorporato una buona componente di premio per il rischio legato alla regolamentazione di alcuni settori economici. Tuttavia, fino a che non sarà chiaro che si è raggiunto il punto di massima incidenza della regolamentazione il mercato può rimanere in una fase interlocutoria.

Mercati Obbligazionari

Biden conferma la scelta di Powell a capo della Fed mentre rimangono elevate le pressioni inflattive. Riaccelerano le infezioni di Covid specie in Europa

La riconferma di J. Powell a capo della Fed (si attende il voto del Senato) aiuta a ridurre l'incertezza sull'azione futura della banca centrale. Lael Brainard, la principale concorrente favorita dall'ala di sinistra dei Democratici, servirà probabilmente in qualità di Vice Chairman.

Continuano a sorprendere al rialzo i dati di inflazione mentre il mercato anticipa a giugno 2021 il primo rialzo sui Fed Funds e tre rialzi entro fine 2022.

Le curve delle breakeven inflation rimangono invertite confermando, dall'altro lato, la percezione di temporaneità del fenomeno, ma la pressione nel mercato rimane elevata per una normalizzazione anticipata della politica monetaria USA che supporta il rafforzamento del dollaro.

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.

Abbiamo ridotto 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 1.8%-2.0%. 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 high yield; 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

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.