

22 luglio 2020

View

Fideuram Investimenti

Scenario macroeconomico

Il processo di riapertura dopo i *lockdown* ha prodotto un forte **aumento dell'attività economica nelle economie avanzate** (e, in particolare, negli USA) **tra maggio e giugno, che non può comunque evitare un pesante calo del PIL nel secondo trimestre**. Mentre la diffusione dell'epidemia risulta largamente sotto controllo in Europa e in Cina, negli USA si è invece registrato un forte aumento dei contagi in corrispondenza con l'allentamento delle misure restrittive e la situazione sanitaria risulta ancora precaria. Il nostro scenario non contempla il ritorno a *lockdown* generalizzati, ma l'aumento dei contagi negli USA potrebbe determinare un rallentamento della ripresa nel corso dei mesi estivi.

Mercati Azionari

Il progressivo miglioramento del quadro macroeconomico globale, nonostante la diffusione del virus in USA e in alcuni paesi emergenti, e un posizionamento degli investitori ancora al di sotto delle medie storiche, **ci portano ad avere un leggero sovrappeso sull'azionario**. Tra le aree geografiche prediligiamo l'Europa, perché più esposta a componenti cicliche sensibili alla ripresa economica in corso, con valutazioni più attraenti rispetto al mercato USA ma soprattutto per via del miglioramento del quadro istituzionale a seguito dell'accordo raggiunto sul Recovery Fund. Rimaniamo neutrali sul mercato americano a causa di valutazioni che già incorporano nei prezzi i migliori tassi di crescita degli utili e per ragioni di incertezza politica in merito alle elezioni di novembre mentre guardiamo con maggior cautela agli emergenti per fondamentali macro ancora fragili e minori capacità di contenimento del virus. Siamo sottopesati nei mercati emergenti.

Mercati Obbligazionari

Nel reddito fisso preferiamo assumere di rischio di credito di alta qualità rispetto all'esposizione alle obbligazioni con rating più basso e ai titoli di stato. Pensiamo che i tassi di interesse siano in un'area di sostanziale stabilità. Tra i titoli di stato di maggiore qualità preferiamo il Treasury al Bund, sebbene anche per le obbligazioni americane la capacità di proteggere i portafogli è inferiore. Con riferimento all'Europa, costruiamo l'esposizione obbligazionaria nella componente "di mezzo", composta dal settore investment grade, dai titoli di stato periferici e dalle emissioni del settore finanziario. Questi segmenti si caratterizzano per un rendimento aggiuntivo rispetto alla componente "core" e il supporto della politica monetaria e fiscale. Rimaniamo cauti sul comparto high yield, e tra le obbligazioni dei paesi emergenti preferiamo quelle in valuta forte rispetto ai titoli denominati in valuta locale.

Scenario macroeconomico

USA: Estate a rischio virus

Abbiamo rivisto ulteriormente al rialzo le nostre stime di crescita del PIL per il 2020, che peraltro continuano a mostrare un calo pesante (-4.4%), alla luce dei dati decisamente più forti delle attese diffusi nelle ultime settimane. Consumi, attività produttiva e occupazione sono infatti cresciuti su ritmi molto elevati in giugno. Il recupero dell'economia, collegato al processo di allentamento delle misure restrittive, si è però associato ad un **notevole aumento della diffusione dell'epidemia**, in particolare negli Stati del Sud. L'adozione di nuovi *lockdown* generalizzati è improbabile, ma si deve sottolineare il rischio di un rallentamento dell'attività economica durante l'estate in risposta all'aumento dei contagi e alle misure restrittive decise in alcuni Stati. Per il momento non abbiamo modificato le nostre stime di crescita per il terzo trimestre, perché l'impatto negativo dei contagi è compensato dalle sorprese positive nei dati di maggio e giugno

Area Euro: Accordo sul *Recovery Fund*

Nei mesi di giugno e luglio è proseguita la fase di allentamento delle restrizioni sociali e di ripresa dell'attività economica, in un contesto sanitario nel complesso sotto controllo. I dati di maggio hanno mostrato un recupero significativo sia dei consumi che della produzione industriale. Inoltre nel mese di giugno si è registrato un ulteriore notevole recupero anche della fiducia delle imprese. Abbiamo pertanto rivisto al rialzo la previsione di crescita per il secondo trimestre, al -40% t/t

annualizzato rispetto al precedente -50%. Rimane ancora molta incertezza sul recupero nella seconda metà dell'anno, **ma l'Europa sta facendo progressi importanti non solo nell'uscita dalla fase più critica della crisi sanitaria, ma anche sul fronte della solidarietà comunitaria. Infatti, il Consiglio Europeo ha trovato l'accordo sui 750 miliardi del *Recovery Fund*** e sul bilancio pluriennale dell'Unione per il 2021-27. Si tratta di un risultato storico, che mantiene inalterata nei suoi aspetti essenziali la proposta formulata dalla Commissione UE a fine maggio.

Cina: Ripresa a V

La crescita del PIL, dopo il tracollo dell'attività economica subito a inizio anno per il *lockdown* deciso dalle autorità, **ha registrato nel secondo trimestre un recupero impressionante** (prossimo al +60% annualizzato) e tale da riportare già il PIL sui livelli di fine 2019, grazie anche al successo nel contenimento dell'epidemia. Abbiamo pertanto rivisto al rialzo la nostra stima di crescita per il 2020 dall'1.8% al 2.3%. Il recupero è stato principalmente trainato dall'attività produttiva e dagli investimenti, mentre la domanda per consumi è risultata in relativo più debole, pur se chiaramente in ripresa, come evidenziato anche dai dati del mese di giugno. Nonostante il notevole miglioramento del quadro congiunturale a partire da marzo, riteniamo che nel corso dei prossimi mesi la politica economica rimarrà nel complesso accomodante.

Mercati Azionari

Costante miglioramento del quadro macroeconomico

Continuiamo a rimanere marginalmente positivi sull'azionario a fronte di un progressivo miglioramento del quadro macroeconomico globale, di un posizionamento degli operatori finanziari sulla classe di attivo ancora al di sotto delle medie storiche e della presenza di un'abbondante liquidità in circolazione grazie al costante sostegno delle banche centrali. Il recente accordo sul Recovery Fund tra i paesi dell'Unione Europea migliora le prospettive di ripresa del continente e rende marginalmente più attraente l'area.

In tale quadro confermiamo a positivo il giudizio sull'Europa, la neutralità su USA e Giappone e continuiamo a rimanere cauti sui mercati emergenti.

- Siamo neutrali sulle **azioni americane**, dove rileviamo una maggiore incertezza di natura politica, legata alle elezioni presidenziali di novembre, e alla diffusione in alcuni stati del virus, sebbene i dati macro al momento non segnalino l'evidenza di un impatto sostanziale sulla crescita economica.

Le valutazioni assolute, anche dei settori con le migliori prospettive, scontano la qualità dei fondamentali, mentre il posizionamento è ancora inferiore alla media, sebbene con forti differenziazioni settoriali.

- Abbiamo mantenuto la nostra preferenza sull'**Europa** perché il recupero ciclico procede e sostiene le attese di miglioramento dei profitti e delle quotazioni. Le valutazioni sono inferiori rispetto agli USA anche perché incorporano un premio per il rischio politico che l'evoluzione fiscale europea dovrebbe contribuire a

comprimere anche grazie all'accordo raggiunto sul Recovery Fund. Inoltre, il posizionamento degli investitori è più leggero e l'evoluzione epidemiologica appare al momento maggiormente sotto controllo;

- Il **Giappone**, così come l'Europa, è esposto alle componenti più cicliche del mercato ma l'evoluzione della pandemia e gli effetti delle misure adottate a contenerla nel paese e in quelli interconnessi commercialmente influiscono negativamente sulle prospettive di recupero degli utili;

- I **paesi emergenti**, tra le aree principali, è quella che ci pare meno attraente per via di fondamentali più deboli, che continuano a pesare sulle valute, e di una maggiore incertezza sulla capacità di contenimento del virus. Il recupero dell'attività economica globale è comunque una evoluzione positiva ma non vediamo a breve le condizioni per una *outperformance* relativa.

Mercati Obbligazionari

La ripresa ciclica continua a sostenere le asset class a spread

Prosegue la fase di recupero delle asset class a spread supportate da un miglioramento ciclico e da dati incoraggianti sulla lotta al virus. Stabili i tassi governativi: la ripresa nelle aspettative di inflazione viene compensata da un abbassamento dei tassi reali.

Titoli governativi

In USA la politica monetaria Fed mantiene negativo il premio per scadenza e contenuti i tassi reali per via della prospettiva di tassi di riferimento bassi a lungo e dello stock di titoli detenuti, nonostante il rallentamento del ritmo degli acquisti. Con riferimento alle variabili fiscali, con la riapertura del Congresso dopo il 20 luglio, l'attenzione potrebbe tornare su ulteriori misure di supporto all'economia. **Considerata anche l'incertezza economica e politica legata all'evoluzione della pandemia negli USA e alla scadenza elettorale, i tassi non presentano a nostro avviso significativi spazi di risalita nel breve termine, anche se si collocano su livelli leggermente inferiori a quelli espressi dai fondamentali.** Manteniamo in portafoglio le esposizioni al Treasury e all'oro come forme di diversificazione e di stabilizzazione dei portafogli, anche se l'efficacia degli stessi è inferiore rispetto ai mesi precedenti. In Area Euro lo spostamento di attenzione dalla politica monetaria all'azione di carattere fiscale congiunta a livello comunitario ci porta ad un **atteggiamento costruttivo di medio termine nei confronti dei titoli periferici (BTP in particolare)** e ad una reiterazione della visione negativa nei confronti del Bund. Per il BTP si conferma l'area 150-180

di spread quale compatibile con gli attuali scenari più benigni.

Prodotti a spread

Confermiamo il favore nei confronti del settore investment grade che si caratterizza per la combinazione di un rendimento in eccesso ai titoli di stato ancora significativo, con la protezione fornita dagli acquisti delle banche centrali nell'ambito dei programmi di QE, che ne migliora la liquidità e riduce la rischiosità. **Favoriamo inoltre gli emittenti finanziari.** Non beneficiano del supporto diretto del QE ma il taglio dei dividendi protegge i coefficienti patrimoniali dall'aumento dei non *performing loans* e l'evoluzione politica e fiscale europea riduce la percezione dei rischi sul settore finanziario. **Manteniamo un giudizio più cauto sugli high yield;** il supporto della politica ha aiutato a comprimere il numero di fallimenti e ha migliorato le condizioni di liquidità, si è inoltre registrato un miglioramento della composizione degli indici, per effetto del downgrade di titoli investment grade (fallen angels) da un lato e dei fallimenti dall'altro, che oscurano le variazioni di rating interne all'asset class. Per contro i danni inflitti dalla pandemia si riflettono sui fondamentali; i dati evidenziano un incremento della leva finanziaria, che si è portata su livelli storicamente molto elevati sia in USA che in Europa, anche se garanzie statali e il basso servizio del debito attenuano la compensazione richiesta dagli investitori. **Gli spread, inoltre, non incorporano premi per il rischio aggiuntivo rispetto al default realizzato e anzi in USA cominciano a scontare già un superamento del picco.**

FIDEURAM Investimenti Sgr SPA

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

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

DISCLAIMER:

Il presente documento, è pubblicato da Fideuram Investimenti SGR S.p.A., 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.

*Le informazioni, le opinioni e i dati contenuti in questo documento non costituiscono in alcun modo ricerca, raccomandazione, consiglio di investimento, consulenza all'investimento o altra forma di consulenza e sono soggetti a modifiche. **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.

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