

# View

## Fideuram Investimenti

### Scenario macroeconomico

Il **graduale processo di ripresa** dell'attività economica **sta proseguendo nelle economie avanzate**, seppure ora con minore intensità dopo la forte accelerazione di maggio e giugno, mentre **in Cina il PIL è già tornato sui livelli pre-Covid**.

I fattori di incertezza più rilevanti per la ripresa economica sono rappresentati, da un lato, dall'andamento dei contagi (ora in deciso aumento in Europa) e, dall'altro, dalla conferma del supporto fiscale, in dubbio soprattutto negli USA (dove il Congresso non ha raggiunto un accordo su un pacchetto fiscale addizionale che appariva largamente scontato a inizio estate).

Sia Fed sia BCE hanno invece confermato che la politica monetaria rimarrà ampiamente accomodante ancora a lungo.

### Mercati Azionari

Nel corso dei mesi estivi è continuato il miglioramento del quadro economico e la solidità della ripresa, soprattutto nel settore manifatturiero, ha favorito i mercati azionari che sono stati particolarmente brillanti nel mese di agosto. Le valutazioni assolute sono alte, ma quelle relative ai titoli di stato rimangono attraenti.

Siamo però più cauti sulle valutazioni del settore tecnologico ed in particolare sulle capitalizzazioni più grandi che hanno beneficiato di una maggior crescita degli utili e della compressione dei tassi.

Siamo più positivi sulla componente ciclica, a sconto rispetto al resto del mercato e che è rimasta decisamente più indietro.

In termini geografici siamo neutrali su US e sovrappeso in Europa mentre manteniamo il sottopeso sugli Emergenti.

### Mercati Obbligazionari

Il mix di recupero dell'attività economica globale e politiche monetarie espansive **continua a supportare l'assunzione di rischio di credito, con preferenza dei segmenti a spread di maggiore qualità (obbligazioni societarie investment grade e del settore finanziario, governativi periferici europei)** rispetto alle obbligazioni societarie di rating inferiore e ai titoli di stato, in particolare dei paesi core europei.

**Manteniamo la duration dei portafogli vicina alla neutralità a parziale copertura dell'esposizione azionaria** e perché l'azione delle banche centrali tiene bassa la struttura dei tassi di interesse, ma l'aumento dell'offerta di titoli di stato da qui a fine anno potrà favorire un modesto irripidimento della curva americana. Al momento però non vediamo i tassi sul Treasury a 10 anni salire oltre l'1%.

Il restringimento degli spread che è proseguito in estate suggerisce **spazi di apprezzamento più limitati per il credito di alta qualità ma il mix ciclico e di politica monetaria rimane di supporto**.



# Scenario macroeconomico

## USA: Verso le elezioni

All'inizio dell'estate si è registrato un notevole aumento nella diffusione dell'epidemia, ma **la ripresa dell'attività economica è proseguita**, seppure con ritmi meno forti rispetto a maggio e giugno, come ampiamente atteso. Abbiamo rivisto lievemente al rialzo la nostra stima di crescita per il terzo trimestre, ora al +30% annualizzato (con rischi al rialzo). Diversamente dalle nostre attese **il Congresso non ha raggiunto un accordo per un ulteriore pacchetto di supporto** all'economia e l'assenza di ulteriore stimolo fiscale rappresenta ora un rischio non trascurabile. La Fed nella riunione di metà settembre ha allineato le proprie decisioni al nuovo approccio di politica monetaria che mira a raggiungere l'obiettivo d'inflazione del 2% in media sul ciclo, promettendo in sostanza di mantenere i tassi a zero molto a lungo (e almeno fino alla fine del 2023). È inoltre nuovamente **aumentata l'incertezza sull'esito delle elezioni** (soprattutto per il controllo del Senato).

## Area Euro: Il ritorno del virus

Durante l'estate gli indicatori di fiducia e i dati reali (in particolare la produzione industriale) hanno mostrato **un recupero molto forte della crescita nel terzo trimestre**. Questa dinamica potrebbe aumentare il PIL del 60% annualizzato (dopo il -40% nel secondo trimestre), ma abbiamo mantenuto la nostra stima di +48% anticipando una correzione ad agosto e in considerazione di **un aumento della diffusione del Coronavirus in alcune delle principali economie europee**, che potrebbe indebolire la

ripresa nel settore dei servizi. Le condizioni sono peraltro diverse rispetto alla fase primaverile, poiché l'età media dei contagiati è ora inferiore ed i tassi di ospedalizzazione e mortalità molto più bassi. Ciò detto, sono già stati decisi *lockdown* mirati (Madrid e alcuni dipartimenti francesi). **L'inflazione ad agosto è scesa ancora (a -0.2%) e lo scenario di medio termine**, ulteriormente indebolito dal recente apprezzamento dell'euro, preoccupa la BCE. Nuove misure espansive dovrebbero essere decise entro fine anno.

## Cina: La ripresa si estende anche ai consumi

**Nel mese di agosto è proseguita e si è addirittura rafforzata la ripresa dell'attività economica**, coinvolgendo anche i consumi finora piuttosto deludenti e sollevando rischi al rialzo sulle nostre previsioni di crescita per la seconda parte dell'anno (pari al 5.5% a/a). **Il miglioramento dal fronte sanitario ha favorito la ripresa delle vendite al dettaglio** che hanno registrato il primo dato positivo a/a del 2020. La produzione industriale ha visto il ritmo di crescita a/a avvicinarsi al 6%, mentre gli investimenti hanno proseguito la fase di ripresa cominciata ad aprile e le esportazioni hanno di nuovo sorpreso positivamente le attese. Nonostante la fase di ripresa sembri consolidata, la politica economica continuerà a rimanere accomodante anche alla luce dei rischi legati alle tensioni con gli USA e alla probabile attuazione di politiche restrittive nel mercato immobiliare.

# Mercati Azionari

## Area Euro preferita a US

Continuiamo a rimanere marginalmente positivi sull'azionario a fronte di un progressivo miglioramento del quadro macroeconomico globale, di una favorevole evoluzione della letalità della pandemia e della presenza di un'abbondante liquidità in circolazione grazie al costante sostegno fiscale e monetario. Le valutazioni relative rispetto ai titoli governativi si mantengono favorevoli mentre quelle assolute appaiono più alte, soprattutto nei settori tecnologici e difensivi.

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

- rimaniamo **neutrali** sulle **azioni americane**. L'ottimo andamento dei corsi azionari in agosto ha spinto soprattutto il settore della tecnologia a toccare nuovi massimi e a raggiungere valutazioni storicamente elevate. A livello di maggior dettaglio, si osserva un andamento molto polarizzato, con forte concentrazione della performance in pochi titoli a grande capitalizzazione, caratterizzati da tassi di crescita elevati e favorevole impatto dei bassi tassi di interesse che ne hanno spiegato finora la divergenza con il resto del mercato. Nel lungo termine questi fattori restano di supporto, ma nel breve spostiamo il favore verso titoli con valutazioni più interessanti e maggiore sensibilità alla ripresa economica, che sono rimasti indietro in questa prima fase. Pertanto, in USA, anche se i fondamentali aziendali

dovrebbero migliorare nei prossimi trimestri, è verosimile un aumento della volatilità sia per le elezioni presidenziali di novembre sia per l'accresciuto posizionamento degli investitori e le valutazioni più care;

- 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. Inoltre, il posizionamento degli investitori è più leggero sui settori tecnologici e a più alta crescita;

- in **Giappone**, il recupero dell'attività economica globale e le valutazioni più basse sostengono il mercato che però si caratterizza per una crescita attesa degli utili inferiore e maggiore incertezza politica a seguito delle dimissioni del primo ministro Abe. Rimaniamo **neutrali**;

- i **paesi emergenti**, tra le aree principali, sono quelli che ci paiono **meno attraenti** per via dell'eterogeneità geografica che comporta situazioni significativamente differenti in merito all'evoluzione della pandemia e alla fase del ciclo economico con riflessi incerti sulle valute. Gli spazi di allentamento delle condizioni finanziarie comunque appaiono meno contenuti rispetto a quelli delle banche centrali dei paesi avanzati.

# Mercati Obbligazionari

**Ciclo economico e politica monetaria rimangono di supporto per il credito di alta qualità ma si riducono gli spazi di apprezzamento**

L'incertezza legata alla possibile evoluzione autunnale del Covid19 e all'approssimarsi delle elezioni americane cominciano a pesare sul sentiment complessivo di mercato mentre gli spazi di compressione ulteriore degli spread si sono ridotti, ma il contesto ciclico e le banche centrali restano elementi tendenziali di supporto soprattutto per i prodotti a spread di alta qualità.

## Titoli governativi

**Manteniamo in portafoglio le esposizioni al Treasury e all'oro come forme di diversificazione del rischio azionario e protezione per gli scenari di coda.** La revisione della strategia della Fed, l'incremento dell'offerta e alcuni indicatori macroeconomici spingono verso un irripidimento della curva. Riteniamo tuttavia, **anche per via della forte flessibilità del piano di acquisti, che gli spazi di risalita dei tassi USA (soprattutto nel tratto 5-10 anni) siano contenuti e che rimangano margini di reattività, anche se inferiori rispetto al passato, in fasi di debolezza delle attività rischiose.** In base alle metriche valutative utilizzate, le spinte al rialzo sul Treasury alla scadenza decennale potrebbero arrestarsi nell'area intorno all'1%, un po' al di sopra del range 0.5-0.8 in cui, salvo rare eccezioni, il tasso si è mosso da fine marzo.

In Area Euro i tassi core rimangono sui livelli bassi o negativi principalmente per l'impatto della politica monetaria, al di sotto di 30-40 pb rispetto ai tassi offerti dal Treasury anche dopo la copertura del rischio di cambio. **La parte periferica incorpora già la migliore evoluzione degli scenari politici, ma mantiene attrattività relativa** in un contesto di tassi reali e nominali nuovamente particolarmente compressi e protezione della BCE.

Il rialzo recente delle breakeven inflation riporta i titoli USA in un'area di più corretta valutazione delle aspettative di inflazione di medio / lungo periodo. Nel breve l'andamento dell'asset class

appare correlato con il mercato azionario, cosa che rende **i titoli indicizzati all'inflazione più adatti dei nominali in un contesto a favore degli asset rischiosi ma meno adatti a diversificare il rischio azionario in situazioni diverse.**

## Prodotti a spread

Nonostante il buon recupero già realizzato, che riduce il margine di compressione per gli spread, **confermiamo il favore nei confronti del settore investment grade.** Il segmento gode della protezione delle Banche Centrali e del supporto dell'azione fiscale, che attutiscono i rischi di default/downgrade e migliorano le condizioni di liquidità. Favoriamo inoltre gli emittenti finanziari, che pur non beneficiando direttamente del piano di acquisti delle Banche Centrali, traggono supporto dall'evoluzione politica in Europa.

Il supporto della politica ha aiutato a comprimere nel comparto High Yield il numero di fallimenti e di downgrade rispetto alle precedenti fasi recessive (in cui era stata spesso superata la doppia cifra) e ha agevolato le condizioni di liquidità, ma **gli spread hanno già pienamente incorporato il miglioramento della composizione degli indici di riferimento e il probabile attuale picco dei tassi di default** (anticipato dal calo dell'incidenza dei titoli *distressed*, ovvero dei titoli che scambiano ad uno spread superiore ai 1000 bps) e presentano al momento una remunerazione storicamente contenuta per i rischi addizionali (leva finanziaria e liquidità in primis), che li rende vulnerabili in situazione di ulteriore volatilità.

**Manteniamo un posizionamento neutrale sulle obbligazioni dei paesi emergenti, ma abbiamo una preferenza per il segmento in valuta forte rispetto a quello in valuta locale.** Gli emergenti hard currency trattano a sconto rispetto alle obbligazioni societarie di pari rating dei paesi sviluppati e rispetto all'andamento degli indicatori di condizioni finanziarie che tendono ad avere un potere esplicativo sull'andamento degli spread. **Rimaniamo più cauti sulla componente in local currency** pur riconoscendo un graduale miglioramento degli indicatori di ciclo del comparto.



## **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.*