

26 ottobre 2020

View

Fideuram Investimenti

Scenario macroeconomico

La ripresa dell'attività economica in Europa è proseguita nel corso del terzo trimestre su ritmi molto elevati, pur rallentando nella parte finale dell'estate, per effetto del notevole aumento della diffusione del virus, che **ha indotto le autorità ad introdurre nuove misure restrittive che avranno probabilmente un impatto negativo sulla crescita nel trimestre in corso, rafforzando però l'aspettativa di un'ulteriore mossa espansiva da parte della BCE entro fine anno**. Negli USA il Congresso non ha raggiunto un accordo su un pacchetto di ulteriore supporto fiscale, ma in caso di vittoria dei Democratici sia nelle Presidenziali sia al Senato è probabile un ampio programma di interventi con un significativo impatto sulla crescita del prossimo anno e del 2022.

Mercati Azionari

Nel corso del mese di ottobre continuano ad intensificarsi segnali di incertezza legati alla pandemia che sta ritornando in forze con una seconda ondata di contagi soprattutto in Europa.

Le nuove restrizioni alla mobilità e agli esercizi commerciali messe in atto dalle principali economie del vecchio continente stanno avendo effetti depressivi sulla fiducia delle imprese e sulle prospettive di ripresa delle attività economiche.

A questo si aggiunge l'**incertezza delle elezioni statunitensi** ormai incombenti e che contribuiscono a mantenere elevato il livello di volatilità.

Mercati Obbligazionari

Il tendenziale recupero dell'attività economica globale e politiche monetarie espansive mantiene un **outlook positivo per il rischio di credito nelle componenti meno speculative (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.

Alla luce anche della recente accelerazione dei casi di contagio, manteniamo **la duration dei portafogli vicina alla neutralità a parziale copertura dell'esposizione azionaria**; l'aumento dell'offerta di titoli di stato da qui a fine anno potrà favorire un moderato irripidimento della curva americana principalmente nel possibile evento di una presidenza democratica con controllo del Congresso.



Scenario macroeconomico

USA: Le implicazioni della “Blue wave”

Nonostante la situazione sanitaria permanga precaria e non sia stato raggiunto un accordo su un ulteriore pacchetto di supporto fiscale, **il recupero dell'attività economica sta proseguendo**, sebbene con ritmi decisamente più modesti a partire dalla seconda metà dell'estate, che si rifletteranno in una **significativa decelerazione dei ritmi di crescita nel trimestre in corso** (intorno al 4% annualizzato nella nostra stima), dopo il forte rimbalzo registrato nel terzo trimestre.

Nel corso delle ultime settimane i sondaggi sulle elezioni hanno mostrato che è significativamente aumentata la probabilità che i Democratici ottengano non solo la Presidenza, ma anche il controllo completo del Congresso. In questo caso (e soprattutto se la maggioranza al Senato non fosse risicata) è ragionevole ritenere che verrebbe varato un **massiccio piano di stimolo fiscale** con un significativo impatto sulla crescita nel 2021 e nel 2022, uno scenario al momento non contemplato nelle nostre previsioni.

Area Euro: Convivenza col virus

Le prospettive economiche di breve periodo sono peggiorate nel corso del mese di ottobre, a causa della nuova recrudescenza dell'epidemia.

La gestione di questa “seconda ondata” è senz'altro più complessa della prima: le autorità stanno cercando di trovare il modo di “convivere” con il virus, evitando chiusure drastiche ed introducendo piuttosto *lockdown*

mirati nelle aree più colpite, chiudendo le attività sportive e ricreative per lasciare aperte le scuole e le attività produttive.

Ne consegue comunque un impatto negativo sulla mobilità, sulla fiducia e sul mercato del lavoro. Prevediamo quindi ora che, dopo la forte accelerazione nell'estate, la crescita nel trimestre finale dell'anno risulti negativa. L'inflazione continua a presentare una dinamica discendente (-0.3% a settembre), con l'inflazione *core* (ex alimentari ed energia) ai minimi dal 1996 (0.2%).

Confermiamo l'attesa di un allargamento ulteriore del PEPP da parte della BCE, probabilmente nella riunione di dicembre.

Cina: Battuto il virus l'economia decolla

La crescita del PIL del terzo trimestre (4.9% a/a) ha deluso le attese, pur accelerando dal 3.2% del trimestre precedente. D'altro lato, i principali dati relativi al mese di settembre hanno sorpreso positivamente confermando che la ripresa è in corso.

La produzione industriale, in particolare, ha già superato la crescita media del 2019 (favorita anche da 2 giorni lavorativi in più quest'anno rispetto al 2019), mentre le vendite al dettaglio hanno tratto beneficio dal successo nel contenere la pandemia e dal recupero dell'occupazione.

Nel trimestre corrente attendiamo un'ulteriore ripresa della crescita (5.5% a/a), per l'attuazione del pacchetto fiscale deciso a maggio, mentre la politica monetaria continuerà a garantire un livello adeguato di liquidità.

Mercati Azionari

Aumentano i fattori d'incertezza

Sono aumentati i fattori d'incertezza sull'economia mondiale a seguito di una recrudescenza dei contagi da Covid 19, per cui **manteniamo una leggera sovraesposizione azionaria, ma riducendo tatticamente il sovrappeso sull'area europea a favore dell'area statunitense e del mercato UK.**

Gli sviluppi delle ultime settimane sul fronte epidemiologico europeo non consentono più di escludere misure di contenimento più drastiche. Per contro i rischi politici in UK e USA appaiono meglio incorporati nel mercato. A livello di macro-aree l'evoluzione più incerta del recupero economico, ci porta a confermare la preferenza per i paesi sviluppati rispetto a quelli emergenti.

- Nonostante le valutazioni meno attraenti, **il contesto USA** presenta un andamento economico e una crescita degli utili ancora superiore alle altre aree geografiche. Il posizionamento nel complesso è a livelli medi e la prospettiva di un significativo stimolo fiscale conforta circa la tenuta dell'economia e di conseguenza della profittabilità aziendale. La vicinanza dell'appuntamento elettorale riduce anche questa forma di incertezza.

- Portiamo a neutrale la valutazione **per l'Europa**, in quanto la maggiore incertezza sull'economia potrebbe interrompere in questa fase la rotazione in atto verso le componenti più cicliche e value più rappresentate nei listini europei. Fonti di preoccupazione provengono dalla ripresa della diffusione dei contagi con l'arrivo dell'autunno. Infine introduciamo nel portafoglio view **una posizione attiva in azioni inglesi** con l'avvicinarsi della scadenza delle trattative con l'Unione Europea su Brexit, in previsione di un accordo, sia pure minimale.

- In **Giappone** una maggiore stabilità interna viene dalla scelta di continuità a seguito delle dimissioni di Abe, ma la condizione di debolezza economica si riflette sulle prospettive di ripresa degli utili, oscurando in parte le valutazioni attraenti. **Rimaniamo quindi neutrali sull'area.**

- I **paesi emergenti** stanno attraversando una fase di miglioramento delle condizioni economiche dovute alla ripresa del commercio internazionale, alla debolezza del dollaro e alle buone performance economiche della Cina grazie alla quasi scomarsa del virus e alla ripresa della domanda interna. Rimane però la debolezza relativa degli utili attesi e delle valute rispetto ai paesi sviluppati. **Rimaniamo quindi ancora negativi sull'area.**

Mercati Obbligazionari

Ripresa dei contagi e incertezza politica favoriscono un aumento della volatilità ma non alterano il quadro di fondo.

Malgrado la ripresa dei contagi aumenti gli elementi di incertezza, nel nostro scenario di riferimento non anticipiamo lockdown duri e generalizzati, piuttosto un temporaneo rallentamento in un contesto che resta di graduale recupero dell'attività economica. Nonostante il sottopeso sulle obbligazioni governative, **la posizione complessiva sulla duration è di neutralità.**

Titoli governativi

In ragione dell'evoluzione della politica fiscale americana non possiamo escludere un modesto *steepening* della curva del Treasury (anche se i fondamentali macro non suggeriscono tassi superiori all'1% sulla scadenza a 10 anni), ma visto l'aumento dell'incertezza ci pare opportuno mantenere un posizionamento prossimo al benchmark su tale comparto. **Tra le obbligazioni governative core il Treasury rimane il più adatto a proteggere i portafogli da eventuali correzioni azionarie**, nonostante ai livelli attuali il grado di protezione sia prevedibilmente inferiore.

In Area Euro confermiamo **il sottopeso che si concentra nel segmento dei governativi core europei**, dove i tassi di rendimento sono negativi. L'azione della BCE riesce a comprimere i tassi pur in contesto di incremento del debito in tutti i paesi. Preferiamo l'esposizione agli emittenti periferici e al segmento IG, in quanto oltre alla protezione della BCE, offrono rendimento in eccesso, ma il movimento di restringimento si è in gran parte realizzato. **La parte periferica incorpora già nelle valutazioni la migliore evoluzione degli scenari politici, ma mantiene attrattività relativa in un contesto di tassi reali e**

nominali nuovamente particolarmente compressi.

Prodotti a *spread*

Nonostante la recente compressione degli spread, che limita lo spazio per un'ulteriore riduzione degli stessi, **confermiamo il favore nei confronti del settore investment grade** che si caratterizza per un rendimento in eccesso rispetto ai titoli di stato e beneficiano della protezione fornita dagli acquisti delle banche centrali nell'ambito dei programmi di QE. **Favoriamo inoltre l'esposizione nelle obbligazioni del settore finanziario**; queste non godono del supporto diretto del QE ma la riduzione 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.

Nel **comparto High Yield** il supporto della politica ha aiutato a comprimere 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 dell'indice e appaiono ora vulnerabili ad una errata proiezione del superamento del picco dei default o di un incremento della volatilità**

Il posizionamento sulle obbligazioni dei paesi emergenti rimane complessivamente neutrale con una preferenza per il segmento in valuta forte rispetto a quello in valuta locale. Gli emergenti *hard currency* continuano a trattare 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**; il deprezzamento della valuta rimane una possibile leva di intervento in un contesto ciclico ancora incerto.

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.