

5 marzo 2021

View

Fideuram Asset Management

Scenario macroeconomico

Appare ormai probabile che il Congresso USA approverà un piano di supporto fiscale di entità non molto inferiore rispetto alle proposte dell'Amministrazione Biden (quasi 2 trilioni di \$). **Il nostro scenario centrale contempla un aumento marcato della crescita USA**, ma lieve dell'inflazione, in risposta all'accelerazione della domanda dovuta all'effetto combinato della politica fiscale e della riapertura dell'economia grazie ai vaccini, ma si deve sottolineare che la configurazione espansiva della politica economica negli USA non ha precedenti negli ultimi decenni. Diverso appare invece il caso dell'**Eurozona** dove **i problemi nella distribuzione del virus e l'ancora elevata diffusione del virus rallentano ancora la ripresa dell'attività economica**.

Mercati Azionari

I mercati azionari, pur mantenendo un'impostazione rialzista, hanno subito un brusco aumento di volatilità in chiusura di febbraio a seguito della forte spinta al rialzo dei tassi di interesse a lunga sulla curva USA.

Il decennale, arrivato a superare la soglia psicologica dell'1.5%, ha spinto alla correzione settori azionari ad alta duration, nello specifico la tecnologia, intensificando una rotazione settoriale che ha continuato a premiare settori ciclici a più alto beta come i finanziari e gli energetici tradizionali. Anche se il livello assoluto del decennale non incide ancora negativamente sugli utili aziendali, la rapidità del suo movimento al rialzo **ci induce a ridurre a neutrale il giudizio sugli USA**.

Rimaniamo comunque positivi sull'azionario in generale, grazie a valutazioni ancora attraenti, rispetto all'obbligazionario e alla crescita degli utili a supporto.

Il sovrappeso dei portafogli quindi si concentra sull'Europa e sui Paesi Emergenti, nell'idea che i miglioramenti sul fronte della crescita globale sostengano aree più cicliche caratterizzate da valutazioni e posizionamento degli investitori inferiori.

Mercati Obbligazionari

Il rialzo dei tassi governativi Usa testa la Fed nella previsione di mantenere il tasso sul Fed Funds invariato per tutto il 2023, con un rialzo prezzato nella curva OIS già per la prima metà del 2023.

Gli aumenti nei prezzi delle commodity e problemi nelle catene di approvvigionamento di alcuni settori aumentano le pressioni sui prezzi.

I piani vaccinali procedono sebbene in maniera disomogenea, mentre si attende il passaggio al Senato del pacchetto fiscale Biden.

Dopo lungo tempo **riportiamo a neutrale la valutazione sul segmento corporate IG** mantenendo un sottopeso sui titoli governativi.

Confermiamo la preferenza per il debito emergente e per il comparto dei subordinati finanziari.

Scenario macroeconomico

USA: Supporto fiscale senza precedenti

Abbiamo rivisto ulteriormente al rialzo le nostre stime di crescita per tenere conto sia dell'approvazione da parte del Congresso di un piano di supporto fiscale decisamente più ampio rispetto alle nostre attese sia per incorporare l'imprevista accelerazione dei consumi in gennaio.

La crescita del PIL nel 2021 è ora prevista al 7% e quella del 2022 al 4.8%. L'impatto dello stimolo fiscale dovrebbe pertanto amplificare la spinta sulla domanda dovuta al processo di riapertura dell'economia, con una notevole accelerazione dei ritmi di crescita nei due trimestri centrali dell'anno.

Nonostante la decisa revisione al rialzo delle stime di crescita, il profilo d'inflazione è stato modificato in maniera molto più contenuta (ma prevediamo che l'obiettivo d'inflazione sia stabilmente raggiunto entro fine 2022).

Confermiamo che la Fed rimarrà accomodante nel breve periodo e che il "tapering" sarà avviato a inizio 2022.

Area Euro: Un vaccino non fa primavera

La lentezza nel somministrare i vaccini rispetto ad altri paesi avanzati, a causa di problemi di approvvigionamento dalle case farmaceutiche (solo il 5% della popolazione ha ricevuto almeno una dose di vaccino, contro il 20% negli USA ed il 30% in UK), rende necessario mantenere o inasprire le misure restrittive, al fine di evitare una terza ondata

causata dall'aumentata trasmissibilità della variante UK.

Dopo un primo trimestre ancora negativo, la crescita dovrebbe accelerare dal secondo (nell'ipotesi di una graduale riapertura dopo Pasqua), con l'espansione più forte nel terzo trimestre.

L'inflazione a gennaio ha sorpreso al rialzo significativamente, ma per effetto di fattori distorsivi: a febbraio l'inflazione core è infatti scesa, all'1.1% dal precedente 1.4%.

Ci aspettiamo che la BCE sottolinei la natura temporanea dell'aumento dell'inflazione e che continui a mantenere una politica monetaria molto accomodante.

Cina: Comunque vada sarà un successo

In attesa dei principali dati macroeconomici che saranno pubblicati a metà marzo, l'indice di fiducia delle imprese di febbraio, pur essendo sceso a 50.6 (minimo da marzo 2020), continua a mostrare un'espansione dell'attività economica, nonostante le restrizioni attuate a seguito dell'insorgere di nuovi focolai di contagio.

Gli indicatori ad alta frequenza suggeriscono poi che i consumi, durante il periodo del Capodanno cinese (12 febbraio), sono rimasti solidi. Inoltre, l'obbligo imposto ai lavoratori migranti di rimanere sul posto di lavoro durante le festività del Capodanno ha permesso una ripresa più rapida dell'attività produttiva.

Dal fronte della politica monetaria si procederà con una normalizzazione graduale, prestando attenzione al mercato immobiliare.

Mercati Azionari

L'aumento dei tassi US a lunga preoccupa i mercati

Il forte movimento al rialzo del decennale statunitense, per quanto in una certa misura atteso, ha stupito i mercati per la sua velocità, arrivando a crescere, nel corso del mese di febbraio, di 50 *basis point* e a superare la soglia psicologica dell'1.5%.

Il mantenimento di un'impostazione di politica monetaria accomodante da parte delle principali banche centrali, l'attesa dell'approvazione del pacchetto fiscale della nuova amministrazione Biden e la campagna vaccinale che sta procedendo secondo le previsioni, a parte la temporanea battuta di arresto causata dall'ondata di gelo in Texas, e che fa ben sperare per una decisa riapertura delle attività economiche in primavera, sono tutti elementi che spingono a che il mercato sconti una crescita dell'inflazione e un aumento dei tassi reali.

È, quindi, verosimile attendersi un prosieguo nella rotazione settoriale a favore di componenti più cicliche e con valutazioni più basse a discapito di quelle a più alta qualità e *duration*. **Riduciamo a neutrale il nostro giudizio sull'azionario USA** per riflettere maggior cautela sul fronte tassi, mentre **manteniamo il giudizio positivo sull'azionario europeo ed emergente** in considerazione dell'impostazione più ciclica e a più bassa valutazione di queste due aree.

Nel dettaglio:

- **in USA** al momento i tassi si mantengono al di sotto del livello che determina un impatto negativo sui fondamentali aziendali, ma la forza dell'economia americana e la velocità del rialzo suggeriscono cautela nel breve. I fondamentali si confermano, però, molto solidi e stimiamo una crescita degli utili un po' superiore al consenso

per l'impatto sulla crescita economica della politica fiscale nei trimestri centrali dell'anno. Il posizionamento è tornato a livelli pre-Covid, per quanto non risulti ancora estremo.

Riduciamo a neutrale il giudizio sulle azioni americane per riflettere un elemento di cautela legato al veloce rialzo dei tassi di interesse;

- **manteniamo a positiva la valutazione sull'Europa** perché la sua connotazione la fa inserire in un contesto di crescita attesa, sia geografica sia settoriale, di utili e fatturato che spinge per un ampliamento della leadership di mercato a fattori più ciclici e *value*.

Continuano a permanere elementi di incertezza dovuti al lento dispiegarsi della campagna vaccinale e alle ripetute chiusure di attività in alcune aree europee a seguito del diffondersi di varianti più contagiose del virus ma la tendenza di fondo rimane confermata;

- per quel che riguarda il **Giappone**, la sensibilità al recupero congiunturale e le valutazioni rispetto al resto del mondo giocano a favore, ma la natura difensiva della valuta in fasi di incertezza ne attenua l'attrattività del mercato e ritarda la revisione delle stime sugli utili. Con copertura del rischio di cambio, il Giappone potrebbe rappresentare un'opportunità nelle fasi di risalita dei tassi reali. **Rimaniamo neutrali sull'area;**

- I **paesi emergenti** possono beneficiare di una riduzione del premio per il rischio sulle divise e gli asset locali in un contesto di crescita globale maggiormente sincronizzata. Le valutazioni sono inferiori ad altre aree geografiche e ci attendiamo che i profitti possano recuperare velocemente, anche grazie alla ripresa dell'attività in Cina. **Confermiamo il giudizio abbastanza positivo sui paesi emergenti.**

Mercati Obbligazionari

Il mercato punta ad un rialzo anticipato dei tassi da parte della Fed

L'anticipazione di una riapertura dell'economia e il probabile passaggio del pacchetto fiscale in Usa da 1.9 mld mettono pressione sui rendimenti dei titoli treasury, con **il mercato che prezza il primo rialzo Fed già nella prima metà del 2023, ben in anticipo rispetto alle previsioni dei DOTS della Fed.**

La reazione dei mercati appare contenuta in quanto al momento il rialzo dei tassi valida lo scenario di ripresa ciclica ma già alcune banche centrali stanno monitorando da vicino i movimenti, si vuole evitare che un rialzo repentino metta a repentaglio la fase in atto portando ad un'eccessiva restrizione nelle condizioni finanziarie.

Titoli governativi

Manteniamo il sottopeso sui Treasury: l'aspettativa di un forte recupero dell'attività economica spinge al rialzo i tassi a medio lungo termine, che al livello attuale pari a 1.4% sulla scadenza decennale sono ancora inferiori a quelli che riflettono la nostra previsione di evoluzione ciclica nei prossimi trimestri (intorno a 1.5-1.6%). Le aspettative di inflazione hanno già subito una decisa revisione al rialzo ma la **componente reale dei tassi potrebbe a tendere esprimere maggiore volatilità.**

I rendimenti negativi offerti dalle obbligazioni core europee e la difficoltà di ulteriori significative compressioni dei tassi a medio-lungo termine in presenza di una curva storicamente poco inclinata ci portano a **confermare la sottoesposizione**, anche se non ci aspettiamo nell'immediato decisi rialzi da questi livelli, raggiunti anche per effetto della sorpresa di inflazione (legata a fattori temporanei) e alla trazione dei tassi USA, verso i quali il Bund ha perso attrattività anche con copertura del rischio di cambio.

Continuiamo a vedere **con maggiore favore l'esposizione ai titoli di stato periferici** anche se il restringimento dello spread italiano a seguito della nomina di Draghi alla Presidenza del Consiglio limita sensibilmente gli spazi di ulteriore apprezzamento del BTP.

Prodotti a spread

Dopo aver ridotto l'esposizione lo scorso mese, **riportiamo a neutrale il giudizio sul segmento corporate IG** sul quale siamo rimasti a lungo sovrappeso. Lo spazio ridotto per ulteriori compressioni degli spread e la significativa sensibilità ai tassi ci portano a prediligere in questa fase altre settori del credito, sul quale rimaniamo nel complesso sovrappesati e, in particolare, debito emergente e subordinati finanziari.

Sulle **obbligazioni emergenti confermiamo il giudizio positivo con una preferenza per la componente in valuta locale.** Il posizionamento del mercato sull'asset class non appare elevato, il rialzo dei rendimenti sui treasury americani rappresenta a breve un elemento di cautela ma le condizioni finanziarie nel complesso rimangono espansive e le valutazioni attraenti rispetto ad altri settori del credito.

Confermiamo la preferenza verso le obbligazioni finanziarie subordinate e COCO, per le quali vediamo ancora spazio per una compressione degli spread. Riteniamo che la combinazione di rendimenti ancora interessanti, fondamentali più solidi ed una minore vulnerabilità al rialzo dei tassi ne supportino le valutazioni nella fase attuale.

Confermiamo, infine, il sottopeso sul comparto HY per le ragioni già evidenziate in passato che ci inducono a privilegiare rispetto a questa asset class da un lato l'esposizione equity e, nel settore del credito, i due sopra citati.

**Fideuram Intesa Sanpaolo Asset
Management SGR SpA**

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

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

DISCLAIMER:

Il presente documento, è pubblicato da Fideuram Intesa Sanpaolo Asset Management 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.