

3 febbraio 2021

View

Fideuram Asset Management

Scenario macroeconomico

Tra la fine dello scorso anno e l'inizio del 2021 l'attività economica nelle principali economie avanzate ha risentito in misura marcata dell'ampia diffusione della pandemia, ma **l'accelerazione della campagna vaccinale dovrebbe riflettersi in una notevole accelerazione della crescita a partire dalla primavera.**

Negli USA il maggiore supporto della politica fiscale derivante dal controllo da parte dei Democratici di entrambi i rami del Congresso (grazie all'esito dei ballottaggi per il Senato in Georgia a inizio gennaio) fornirà probabilmente un'ulteriore rilevante spinta alla crescita.

La politica monetaria rimarrà ultra-espansiva per favorire la ripresa sia negli USA sia in Europa e, in particolare, non prevediamo una riduzione del QE della Fed prima di inizio 2022.

Mercati Azionari

I mercati azionari a cavallo della fine dell'anno hanno continuato a salire, accompagnando l'insediamento di Joe Biden alla presidenza degli USA. Di aiuto è certamente stata la proposta democratica di uno stimolo fiscale aggiuntivo di 1.9 miliardi, anche se di difficile approvazione nella sua interezza.

Sul finire di gennaio i mercati hanno però parzialmente corretto da un lato per prese di profitto e dall'altro per la difficoltà, soprattutto in Europa continentale, da parte delle aziende farmaceutiche, di consegnare le dosi programmate di vaccino. L'effetto di tale rallentamento si è concretizzato in un'inversione nella rotazione settoriale che aveva premiato nell'ultima parte dell'anno settori più ciclici.

Manteniamo comunque un giudizio positivo sulle azioni in base a valutazioni ancora attraenti rispetto ai bond e alla crescita degli utili a supporto.

L'esposizione dei portafogli è di sovrappeso in Europa e Paesi Emergenti, oltre che in USA, nell'idea che i miglioramenti sul fronte della crescita globale sostengano, oltre la tecnologia, anche aree più cicliche caratterizzate da valutazioni e posizionamento degli investitori inferiori.

Mercati Obbligazionari

Manteniamo l'impostazione pro-ciclica dei portafogli; malgrado alcuni ritardi nelle campagne vaccinali e le difficoltà legate alle nuove varianti la direzione rimane quella segnata di progressiva normalizzazione dell'attività economica, supportata da politiche monetarie accomodanti.

Riduciamo al margine l'allocazione su titoli *inflation linked*, nella componente americana, e sulle obbligazioni *corporate*, sui quali rimaniamo comunque costruttivi, **per incrementare l'allocazione su mercati emergenti** nelle due componenti in dollari e valuta locale.

Scenario macroeconomico

USA: La politica fiscale torna protagonista

Come largamente atteso, nel trimestre finale del 2020 si è registrato un notevole rallentamento dei ritmi di crescita, dovuto principalmente alla flessione dei consumi in novembre e dicembre.

Le prospettive di crescita per il 2021 risultano però supportate sia dall'avvio della campagna vaccinale sia soprattutto dal rinnovato stimolo fiscale che dovrebbe aggiungersi a quello approvato dal Congresso (circa 900 miliardi di dollari) a fine dicembre.

La vittoria dei ballottaggi per il Senato ha infatti garantito ai Democratici il controllo (anche se risicato) di entrambi i rami del Congresso e la nuova Amministrazione ha già proposto un nuovo pacchetto fiscale da 1900 miliardi.

Alla luce della nuova impostazione della politica fiscale abbiamo pertanto **rivisto al rialzo in misura significativa la stima di crescita per il 2021**, mentre confermiamo l'attesa che la riduzione degli acquisti di titoli da parte della Fed inizierà solo nel 2022.

Area Euro: Tra vaccini e varianti

La contrazione del PIL nel quarto trimestre è stata del -2.8% annualizzato e quindi molto meno pesante delle attese: il settore manifatturiero e le esportazioni hanno infatti compensato le perdite nei servizi.

Il 2021 è però iniziato con un nuovo rallentamento dell'attività: il controllo della

pandemia rende ancora necessario mantenere misure restrittive e la campagna vaccinale è partita in ritardo e con qualche problema. Il PIL dovrebbe pertanto contrarsi ancora nel primo trimestre, ma **rimane valido lo scenario di una ripresa significativa a partire dalla primavera.**

L'inflazione ha sorpreso al rialzo a gennaio risalendo allo 0.9% dal -0.3% di dicembre: parte dell'aumento è legato a fattori "tecnici" (la risalita dell'IVA in Germania e le modifiche ai pesi nel paniere di consumo causate dalla pandemia). La BCE utilizzerà appieno il PEPP e varerà nuove misure solo se l'uscita dalla crisi sanitaria dovesse essere ritardata.

Cina: Rush finale

Nell'anno della pandemia **la crescita del PIL in Cina ha comunque realizzato un'espansione media del 2.3%, ritornando sulla traiettoria di crescita precedente la crisi sanitaria già entro fine anno**, grazie anche all'accelerazione del 16.8% annualizzato nel quarto trimestre.

Favorito anche da un effetto base positivo, il 2021 dovrebbe vedere un'espansione del PIL pari al 9%, nonostante la revisione al ribasso della crescita nel trimestre in corso (al 4.7% ann.) per l'adozione di nuove misure di contenimento del virus.

Un minore sostegno giungerà dalla politica monetaria e fiscale che dovrebbero gradualmente normalizzarsi, mentre la crescita del credito concesso al sistema economico scenderà gradualmente.

Mercati Azionari

Notizie positive dalle trimestrali US

L'impostazione positiva che i mercati azionari hanno avuto in chiusura d'anno si è mantenuta anche per tutta la prima parte di gennaio accompagnando l'insediamento del nuovo presidente degli Stati Uniti.

Sul finire del mese però gli indici azionari hanno parzialmente corretto sui timori di un rallentamento delle consegne dei vaccini, soprattutto in Europa continentale, e per un fenomeno del tutto nuovo nel mercato retail che, organizzatosi su piattaforme social, ha sincronizzato gli acquisti sulle azioni più "shortate" e ha obbligato alcuni hedge fund a ricoprirsi vendendo la parte lunga dei loro portafogli, deprimendo così i listini.

Le preoccupazioni, per ora comunque rientrate, sono di un effetto contagio di questo tipo di trading. Il mercato però si è rifocalizzato sui risultati trimestrali in corso di pubblicazione in US e che hanno battuto decisamente le stime degli analisti sia per utili sia per fatturato.

Anche le *guidance* di molte aziende per il resto dell'anno sono state riviste al rialzo. Manteniamo per questo motivo da un lato e per un continuo sostegno monetario delle banche centrali dall'altro un'esposizione azionaria superiore al benchmark con giudizio positivo **sull'azionario europeo, emergente e statunitense**.

Nel dettaglio:

- nonostante le valutazioni meno attraenti, **le azioni USA** ed in particolare il settore tecnologico sono caratterizzate da una crescita degli utili superiore, come confermato dalla pubblicazione delle prime trimestrali relative al IV trimestre '21 che hanno decisamente sorpreso al rialzo, e meno volatile rispetto alle altre aree geografiche e per questo

rappresentano l'opzione più difensiva e di maggiore qualità. **Manteniamo quindi una posizione di sovrappeso**, diversificando l'allocazione settoriale verso componenti più cicliche e *value*;

- **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*. Elementi di incertezza di breve si scorgono nelle ricadute su particolari segmenti di attività dei recenti provvedimenti di confinamento e nel rallentamento dei programmi vaccinali, ma la tendenza di fondo rimane confermata;

- per quel che riguarda il **Giappone**, la possibile ripresa dell'attività economica mondiale e le valutazioni attraenti sono favorevoli, ma la natura difensiva della valuta in fasi di incertezza ne attenuano l'interesse da parte degli investitori. **Rimaniamo quindi neutrali sull'area**;

- **I paesi emergenti** godono di una migliore combinazione prospettica del quadro macroeconomico mondiale e del quadro politico USA.

Sotto l'amministrazione Biden, infatti, è presumibile assistere ad una riduzione dell'incertezza politica anche in ambito commerciale con un minore ricorso all'uso di tariffe.

C'è quindi da attendersi un ridimensionamento del premio per il rischio sulle divise e gli asset locali. Inoltre, le valutazioni sono favorevoli e la dinamica degli utili è su una traiettoria ascendente con l'*earnings momentum* positivo. **Confermiamo a leggero sovrappeso l'esposizione sui paesi emergenti**.

Mercati Obbligazionari

Il percorso verso la riapertura economica prosegue malgrado i ritardi e le incertezze

I ritardi sui piani vaccinali europei e le nuove varianti del virus non modificano il **percorso di fondo che punta verso la graduale riapertura dell'attività economica** mentre nuovi vaccini si affacciano sul mercato. L'impostazione rimane pertanto pro-ciclica benché alcune metriche valutative appaiano meno interessanti.

Titoli governativi

Rimaniamo nel complesso sottopeso sui titoli di stato e **riduciamo in parte l'esposizione al segmento *inflation linked***; sebbene lo scenario macro continui a farci preferire i titoli indicizzati all'inflazione rispetto a quelli nominali, riduciamo l'esposizione alla componente americana dove le aspettative di inflazione prezzate dal mercato si sono riportate in un'area di ragionevole valutazione.

I **Treasury** sono sostanzialmente allineati ai fondamentali che ne guidano tipicamente l'andamento e l'azione della Fed limita il potenziale di rialzo dei tassi reali e delle parti a breve della curva, ma le condizioni prospettiche, in assenza di interventi da parte della Fed (curve control) e in ipotesi che sia approvato il pacchetto fiscale aggiuntivo negli USA, **puntano a tassi un po' più alti degli attuali**.

Anche il **bund** appare correttamente valutato in base al quadro di riferimento, ma i rendimenti negativi offerti e la **difficoltà di ulteriori significative compressioni dei tassi ci portano a confermare la sottoesposizione**.

Ribadiamo la preferenza per i titoli periferici europei, una conferma di Draghi alla presidenza del Consiglio avallerebbe tale posizione riducendo l'attuale livello di incertezza.

Prodotti a spread

Data la *duration* storicamente elevata e gli *spread* compressi, **il ritorno atteso delle obbligazioni societarie *investment grade* appare più esposto ad un eventuale rialzo dei tassi governativi rispetto ai mesi passati**.

Riteniamo tuttavia improbabile che si verifichi un significativo allargamento degli spread in concomitanza con un rialzo dei tassi, se questo è guidato da un miglioramento ciclico. **Pur mantenendo un giudizio positivo sul comparto riduciamo quindi l'esposizione a favore delle obbligazioni emergenti**.

Per il **segmento *high yield*** continuiamo a preferire assumere il rischio ciclico attraverso il mercato azionario, per via di valutazioni e liquidità. Riteniamo inoltre che con la scadenza progressiva dei piani di sostegno pubblico al comparto corporate, si possa assistere ad una **maggiore differenziazione nel credito, con minore supporto per alcuni settori**.

Aumentiamo a sovrappeso l'esposizione sull'obbligazionario emergente per motivi ciclici, legati all'attesa fase di ri-accelerazione economica, e di **valutazione relativa** rispetto alle altre *asset class* a *spread*. Le condizioni finanziarie rimangono molto accomodanti e questo tendenzialmente supporta l'*asset class*. La nuova amministrazione USA dovrebbe inoltre al margine ridurre la rischiosità politica nell'ambito del confronto Cina – USA.

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.