

La Bussola dei Mercati

Aprile 2021



LA SITUAZIONE MACROECONOMICA

- La lentezza della campagna vaccinale in Europa rappresenta un problema, ma i temi dominanti sui mercati da qui all'estate saranno ancora la vigorosa svolta ciclica e le impennate dell'inflazione.
- Il picco inflazionistico sarà transitorio, ma è aumentata l'incertezza. La disciplina fiscale si è indebolita e le banche centrali vogliono spingere fortemente l'economia e uscire da un regime d'inflazione inferiore al target.
- In prospettiva, ciò implica spinte al rialzo sui rendimenti obbligazionari anche se per adesso le banche centrali vogliono contenerne l'ascesa e hanno i mezzi per farlo. Ci aspettiamo che gli asset rischiosi mostrino una certa resilienza (meglio il segmento value di quello growth).
- Manteniamo la sovrapponderazione di azioni e credito e il sottopeso dei titoli governativi. Le curve dei rendimenti sono orientate verso il tapering. Abbiamo ridotto il sovrappeso delle azioni emergenti considerato l'impatto del tapering in Cina, i rendimenti in rialzo e le vaccinazioni lente.

A cura del

TEAM DI RICERCA FINANZIARIA & MACRO



Un team di 13 analisti, basati a Parigi, Colonia, Milano, Trieste e Praga conduce analisi qualitative e quantitative su tematiche macroeconomiche e finanziarie.

Le analisi vengono tradotte in idee d'investimento ed utilizzate per alimentare il processo di gestione e selezione titoli.

REGNO UNITO

- + Il Regno Unito allenterà gradualmente le restrizioni a partire da metà aprile
- + Netto rimbalzo delle vendite al dettaglio
- + Buoni progressi della campagna vaccinale

EUROZONA

- + Gli indici PMI di marzo segnalano di nuovo espansione
- + Le esportazioni attutiscono in parte l'impatto delle chiusure
- Misure restrittive più rigide a causa della terza ondata
- Campagna vaccinale a ostacoli

GIAPPONE

- + In calo i nuovi casi di Covid-19
- + Attesa un'inversione della disinflazione dovuta ai prezzi del petrolio
- + L'economia dovrebbe rimbalzare a partire dal 2° trim.

CINA

- + I recenti focolai di Covid-19 sembrano sotto controllo
- + Il governo confermerà la normalizzazione della politica
- Lieve rallentamento degli indici PMI più recenti
- ! L'offerta di moneta è normalizzata; ipotizzabile un primo rialzo dei tassi entro fine anno



STATI UNITI

- + Il buon risultato del 1° trim. e l'impulso fiscale puntano ad una crescita del 7,5% nel 2021
- + Stimoli aggiuntivi entro fine anno col piano infrastrutturale
- + La Fed ha confermato l'atteggiamento accomodante: nessun rialzo dei tassi prima di fine 2023. Il tapering non è nei piani
- ! L'inflazione IPC toccherà momentaneamente il 3% a fine primavera

MONDO

- + L'OPEC+ riduce i tagli di produzione scommettendo su una domanda di petrolio più robusta

COME ORIENTARSI NEGLI INVESTIMENTI?

- Moderare il sovrappeso delle azioni e del credito High Yield (HY).
- Mantenere il sovrappeso del credito Investment Grade (IG) in Euro.
- Mantenere il sottopeso delle obbligazioni core.
- Mercati Emergenti: limare il sovrappeso delle azioni e, in maniera contenuta, il sottopeso delle obbligazioni.
- Per proteggersi dal rischio di inflazione, sovrappesare i titoli indicizzati e, leggermente, la liquidità.

Azioni

- Le azioni possono affrontare una risalita ordinata dei rendimenti obbligazionari.
- Il rimbalzo degli utili compenserà i P/E in calo, generando ritorni nel complesso positivi anche grazie alle misure di sostegno ancora vigenti.
- Preferiamo EMU, Giappone e in misura minore i Mercati Emergenti.

Obbligazioni

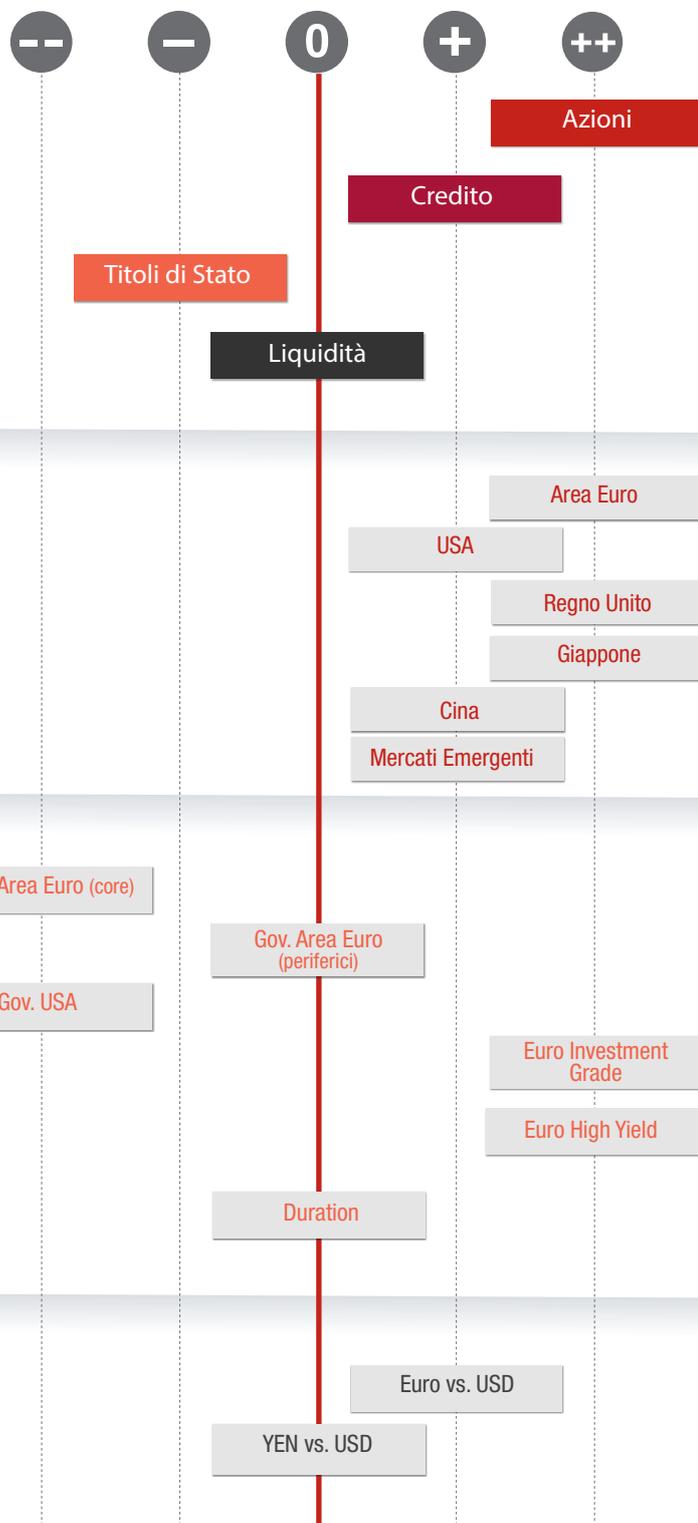
- Ulteriori incrementi dei rendimenti USA potrebbero innescare un moderato rialzo anche nell'Area Euro.
- L'aumento degli acquisti della BCE e cash flow più favorevoli nel 2° trim. destinati a puntellare gli spread nell'Area Euro non core.

Duration

- Raccomandata una duration moderatamente breve.

Valute

- I rendimenti in rialzo e il forte stimolo fiscale in USA, insieme al ridimensionamento delle posizioni speculative, offrono sostegno al dollaro USA nel breve termine.
- Tuttavia, ci aspettiamo un indebolimento della valuta statunitense in estate, con la riapertura dell'economia globale e la Fed ancora accomodante.
- Un rimbalzo sostenuto del cambio EUR/USD richiederà un'accelerazione dei vaccini e la fine dei lockdown.



ATTENZIONE A...

- Inasprimento delle tensioni USA/Cina su Taiwan
- La lentezza delle vaccinazioni nell'Unione Europea ritarda la riapertura dell'economia
- Il rimbalzo sorprendentemente deciso dell'inflazione accentua la crescita dei rendimenti
- Correzione delle posizioni affollate in asset rischiosi

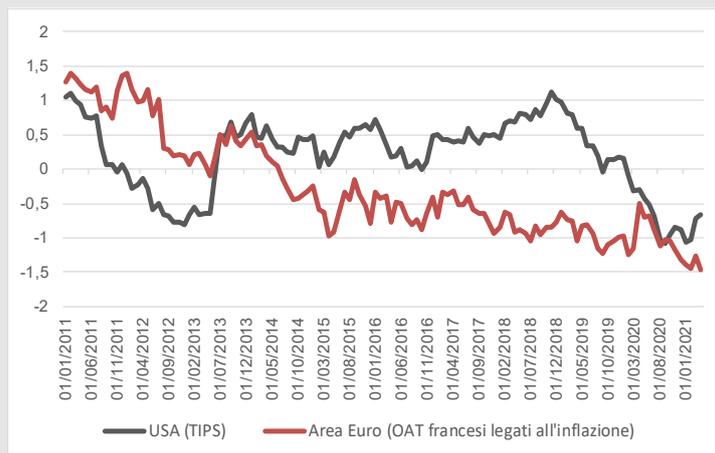


SOLO UN MODESTO RIALZO PER I TASSI DI INTERESSE

Il contesto di crescita modesta instauratosi dopo il 2008, definito stagnazione secolare, ha diverse spiegazioni tra cui il crollo della produttività e l'eccesso di risparmio. Il declino dei rendimenti nominali è imputabile in larga misura a questi fattori, che comprimono sia i tassi reali che l'inflazione. Il nuovo atteggiamento fiscale molto più espansivo, unito agli sforzi delle banche centrali per riscaldare l'economia, riuscirà a sconfiggere la stagnazione? Un cambio di percezione a riguardo potrebbe spingere verso l'alto i tassi reali a lungo termine che, in base ad alcuni parametri, sembrano troppo bassi considerati i rischi di un cambio di regime. Per adesso, le banche centrali faranno tutto il possibile per mantenerli bassi al fine di proteggere le condizioni finanziarie e la ripresa economica. Ci aspettiamo un ulteriore rialzo dei rendimenti nominali sulle obbligazioni nei prossimi mesi e trimestri, ma dovrebbe essere un processo ordinato senza effetti troppo dirompenti per gli asset rischiosi, almeno per il momento, anche se alcuni settori (tecnologia) e stili (growth) sono più esposti.

I mercati azionari possono sopravvivere a una lenta normalizzazione dei rendimenti, soprattutto considerando le aspettative di crescita rapida degli utili societari. Questo vale in particolare per l'Europa, dove il premio al rischio azionario resta a nostro avviso troppo alto; i rendimenti obbligazionari possono aumentare e il premio al rischio scendere senza creare particolari danni per le azioni. È rassicurante notare che la risalita dei rendimenti reali a lungo termine a fine febbraio negli Stati Uniti non ha destabilizzato i mercati globali del credito. Il rischio per il credito è che i ritorni negativi sul reddito fisso provochino deflussi dai fondi. In ogni modo, il rialzo ciclico aiuterà gli spread a rimanere contenuti, se non a contrarsi ancora di più verso l'estate. Il rischio che i rendimenti aumentino è minore in Europa rispetto agli Stati Uniti, se non altro perché la ripresa è più lenta, servirà più tempo per colmare il divario di produzione e la BCE è ossessivamente determinata a tenere bassi i rendimenti.

Tassi di interesse reali a 10 anni



Fonte: Datastream, dati al 06.04.2021

GLOSSARIO

PREMIO AL RISCHIO AZIONARIO (ERP, Equity, Risk Premium):

Con premio al rischio azionario si intende l'extrarendimento offerto a chi investe nel mercato azionario rispetto al tasso esente da rischio. Questa differenza compensa il rischio relativamente maggiore assunto con l'investimento in azioni. L'entità del premio varia a seconda del livello di rischio in un determinato portafoglio.

DIVARIO DI PRODUZIONE:

Indica la differenza tra la produzione effettiva di un'economia e il livello compatibile con inflazione e crescita stabili, come percentuale del prodotto interno lordo (PIL). Il divario di produzione di un paese può essere positivo o negativo. Se è negativo vuol dire che la produzione effettiva dell'economia è inferiore al pieno potenziale, mentre se è positivo indica che si stanno sviluppando rischi di pressioni inflazionistiche e rialzo dei tassi d'interesse.



www.generali-investments.com

Il presente documento si basa su informazioni e opinioni che Generali Insurance Asset Management S.p.A. Società di gestione del risparmio considera affidabili. Tuttavia, non viene fornita alcuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, che tali informazioni o opinioni siano accurate o complete. Generali Investments Partners S.p.A. Società di gestione del risparmio, distributore di questo documento, che ne aggiorna periodicamente il contenuto, si libera da ogni responsabilità relativa a errori o omissioni e non sarà considerato responsabile in caso di eventuali modifiche o perdite relative all'uso improprio delle informazioni qui fornite. Le opinioni espresse in questo documento rappresentano solo il parere di Generali Insurance Asset Management S.p.A. Società di gestione del risparmio e possono essere soggette a modifiche senza preavviso. Non rappresentano la valutazione di alcuna strategia o investimento in strumenti finanziari. Questo documento non costituisce un'offerta, una sollecitazione o una raccomandazione all'acquisto o alla vendita di strumenti finanziari. Generali Investments Partners S.p.A. Società di gestione del risparmio e Generali Insurance Asset Management S.p.A. Società di gestione del risparmio non sono responsabili per alcuna decisione di investimento basata su questo documento. Generali Investments può aver preso, e potrebbe in futuro assumere, decisioni di investimento per i portafogli gestiti che sono contrari alle opinioni espresse nel presente documento. Qualsiasi riproduzione, totale o parziale, di questo documento è vietata senza previo consenso di Generali Investments Partners S.p.A. Società di gestione del risparmio. Generali Investments fa parte del Gruppo Generali istituito nel 1831 a Trieste come Assicurazioni Generali Austro-Italiache. Generali Investments è un marchio commerciale di Generali Investments Partners S.p.A. Società di gestione del risparmio, Generali Insurance Asset Management S.p.A. Società di gestione del risparmio, Generali Investments Luxembourg S.A. e Generali Investments Holding S.p.A.