

Monthly Outlook

Maggio 2021

L'estate sta arrivando



Indice

L'estate sta arrivando

Pagina 3 La lettera dei CIO

Pagina 5 In Evidenza

Pagina 9 Macro & Markets

Pagina 17 Asset Allocation

Pagina 24 Rubriche

La lettera dei CIO

L'estate sta arrivando

Nello scorso trimestre, l'Europa ha probabilmente superato l'ultimo minimo della crisi pandemica. All'inizio dell'anno l'economia dell'Eurozona si è nuovamente contratta in modo significativo (-0,6%) rispetto al trimestre precedente. Al contrario, il PIL negli Stati Uniti è aumentato notevolmente (+1,6%). Il quadro presenta comunque notevoli differenze regionali nell'Europa continentale. Per esempio, in Germania, il PIL reale si è contratto dell'1,7%, un calo molto più marcato che in Italia (-0,5%). Nel contempo, in Austria, l'economia è cresciuta dello 0,2%.

Eppure al momento i cieli sembrano rasserenarsi in tutta Europa. Il clima economico sta migliorando sia nel settore manifatturiero, dove gli indicatori rilevanti sono già tornati ai loro massimi ciclici pre-pandemici, sia nei servizi, che sono stati colpiti più duramente dalla crisi. Ora gli indicatori sono almeno tornati in territorio espansivo, promettendo una nuova crescita anche nel terziario.

Il miglioramento del sentiment è la diretta conseguenza della notevole accelerazione della campagna di vaccinazione. Grazie alle maggiori disponibilità dei vaccini, anche il tasso di vaccinazione è aumentato significativamente. Attualmente si attesta a circa il 5% della popolazione alla settimana. Ciò significa che l'area Euro ha ormai recuperato il divario con Stati Uniti e Regno Unito in termini di ritmo di nuove vaccinazioni. Negli Stati Uniti, il tasso di vaccinazione sta addirittura rallentando, poiché sempre meno persone sono disponibili a farsi vaccinare. Ma siamo ancora lontani da quel punto in Europa, dove le campagne di vaccinazione sono ancora in corso a pieno ritmo. I frutti dell'impegno vaccinale sono sempre più evidenti, con i tassi di infezione chiaramente in calo. L'esperienza anglosassone mostra che con l'avanzare delle vaccinazioni continua a diminuire l'incidenza dell'infezione, nonostante l'allentamento delle misure restrittive. Il piano dell'UE di vaccinare una parte sufficiente della popolazione europea entro il terzo trimestre (circa due terzi sono necessari per raggiungere la cosiddetta immunità di gregge) sembra abbastanza realistico e dà luogo a fondate speranze di normalizzazione.

La ripresa è percepita anche a livello di utili aziendali, che sono molto aumentati in tutti i settori nel primo trimestre, sia in Europa che negli Stati Uniti. Non si tratta tuttavia di sviluppi inattesi, vista l'evoluzione economica attesa. Sorprendente, invece, è stato il numero di aziende che sono state in grado di superare ampiamente le alte aspettative.

Manuela D'Onofrio



Head of Group Investment Strategy e CIO Group Wealth Management

Philip Gisdakis



Co-CIO of Group Wealth Management e CIO UniCredit Bank AG (HypoVereinsbank) (Germania)

Nonostante ciò, i prezzi delle azioni europee non sono stati in grado di realizzare ulteriori rialzi degni di nota. In aprile, i mercati azionari europei hanno evidenziato movimenti laterali, mentre i mercati statunitensi hanno recuperato terreno. Alla fine del primo trimestre gli indici europei erano in alcuni casi molto più avanti dei corrispondenti statunitensi, ma questi ultimi hanno poi recuperato il ritardo. Le quotazioni attuali includono quindi già in gran parte l'impatto degli stimoli fiscali e monetari e la conseguente ripresa. Un certo consolidamento dopo il forte rally non è sorprendente né problematico. Le valutazioni (rapporto prezzo/utili) sono abbastanza elevate. Se i mercati ora tendono a muoversi un po' lateralmente mentre le previsioni di utili continuano a salire, come si sta verificando adesso, le valutazioni tenderanno a ridursi, delineando un'evoluzione piuttosto favorevole.

Gli investitori possono quindi aspettarsi un nuovo slancio a partire dall'autunno. Importanti saranno il modo in cui verranno concepiti i programmi di investimento dei Governi, la sostenibilità del trend di crescita anche nel prossimo anno e le politiche monetarie che le banche centrali adotteranno di conseguenza. L'accelerazione della crescita si accompagnerà sicuramente ad un aumento dell'inflazione, che, tuttavia, non ci attendiamo che sia marcato nel lungo periodo. I rendimenti, seppur in moderato rialzo, dovrebbero quindi rimanere bassi anche l'anno prossimo, almeno in un raffronto storico, continuando quindi a sostenere l'azionario.

Ma anche se le azioni tenderanno a muoversi lateralmente nel prossimo futuro, la ripresa economica continuerà di pari passo con l'avanzare della campagna di vaccinazione. L'economia della zona Euro dovrebbe crescere di circa l'1,75% nel trimestre in corso – e di un buon 2% nel terzo trimestre. L'estate sta arrivando.

In Evidenza

Valore o crescita, oppure valore e crescita?

Il rally delle azioni negli ultimi mesi ha messo a fuoco un argomento su cui molti investitori discutono appassionatamente, ossia quale stile di investimento sia più attraente: valore o crescita (Value o Growth)? Lo sfondo di questo dibattito è che negli ultimi mesi i cosiddetti titoli Value sono saliti più dei titoli Growth. Per esempio, a livello globale, secondo i corrispondenti indici MSCI, i titoli Value sono saliti di circa il 12% dall'inizio dell'anno, mentre i titoli Growth sono saliti solo del 6%. Questo è particolarmente interessante alla luce del fatto che negli ultimi anni il trend è stato tendenzialmente opposto, con una sovraperformance, talvolta significativa, dei titoli Growth rispetto ai Value. Come si può spiegare questa evoluzione?

Innanzitutto è importante fare un po' di chiarezza su questi termini. L'universo delle azioni investibili è molto ampio. Ecco perché gli investitori cercano di classificare i singoli titoli in diverse categorie per semplificare le analisi e identificare tendenze comuni. In tal modo si cerca di formare gruppi il più possibile omogenei, con caratteristiche specifiche chiaramente identificabili. Una logica di classificazione molto importante è quella per settore. Un'analisi più attenta, per esempio, fa emergere che la performance di un singolo settore cambia nelle diverse fasi del ciclo economico. Gli investitori parlano in questo caso di rotazione settoriale, poiché, per esempio, settori diversi possono essere privilegiati nella fase iniziale di una ripresa economica piuttosto che nella fase matura del ciclo.

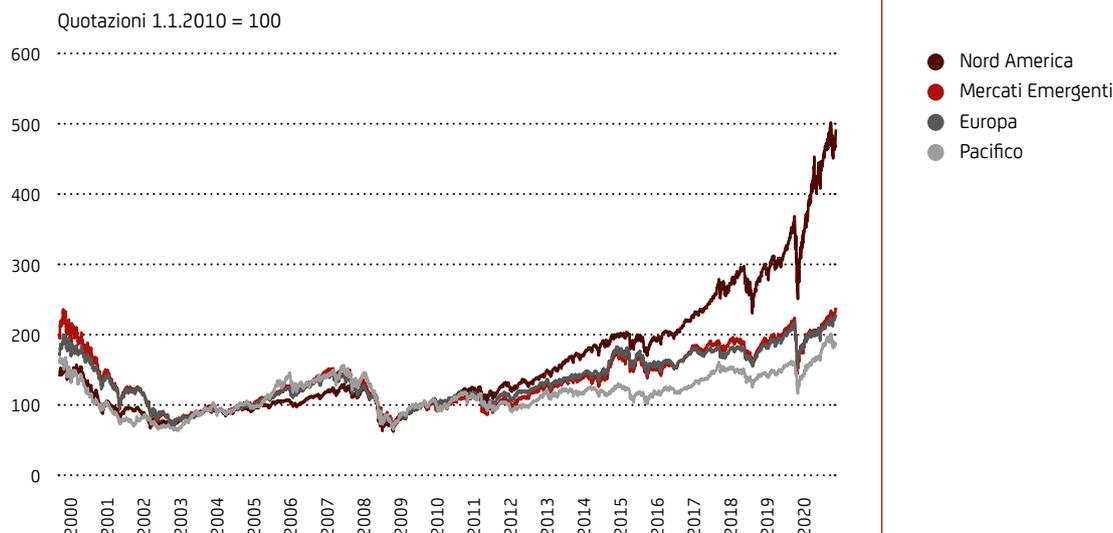
Anche la classificazione in stili d'investimento Value e Growth è un tipo di categorizzazione, che recentemente è stata oggetto di una rotazione. I titoli di crescita, che hanno fortemente sovraperformato per molto tempo, ma soprattutto durante il picco della crisi pandemica, registrano al momento, almeno temporaneamente, performance inferiori rispetto ai titoli Value.

I grafici 1 e 2 mostrano l'andamento delle quotazioni dei titoli Value e Growth dall'inizio del millennio per le quattro principali regioni: Nord America, Europa, Pacifico (Paesi sviluppati) e Mercati Emergenti. Tutti gli indici sono parametrati a 100 al 1° gennaio 2010 e gli assi delle y sono costruiti in modo che entrambi i grafici coprano la stessa gamma di valori, facilitando quindi il confronto grafico. Da questi grafici possiamo trarre alcune considerazioni. Negli ultimi dieci anni, i titoli di crescita hanno in media sovraperformato le loro controparti Value in ogni regione. Inoltre, in entrambe le tipologie di titoli, le azioni nordamericane hanno significativamente sovraperformato le altre regioni. Il gap di performance tra il Nord America e le altre regioni è più ampio rispetto alle differenze di performance

Le azioni "Growth", anche chiamate "azioni di crescita", sono titoli che mostrano un'alta crescita degli utili o del fatturato e/o un elevato rapporto prezzo/utili. I titoli di crescita sono quelli in cui il modello di business della società sottostante o il settore in cui opera presuppongono una crescita elevata. Ciò significa che la performance aziendale è di solito meno correlata all'evoluzione della crescita economica. Al contrario, i titoli "Value", o "di valore", sono titoli di società che beneficiano più della media della crescita economica e quindi di solito hanno una componente ciclica più forte. Sono tipicamente aziende mature, hanno tassi di crescita costanti e hanno entrate e utili relativamente stabili. Inoltre, i titoli Value tendono ad offrire valutazioni più favorevoli (ad esempio, rapporto prezzo/utile (P/E ratio) o prezzo/valore contabile (P/BV ratio) rispetto alle loro controparti Growth.

tra le restanti regioni. Inoltre, si può constatare che attualmente le quotazioni dei titoli di crescita si sono lasciati alle spalle i livelli pre-pandemia (riconoscibili dal forte calo). I titoli di crescita in Nord America sono infatti ben al di sopra di questo livello. I titoli Value, d'altra parte, hanno a malapena raggiunto i livelli pre-crisi o sono di poco superiori. Le quotazioni dei titoli di crescita nordamericani sono quintuplicate dal 1° gennaio 2010. I corrispondenti titoli di valore, invece, sono aumentati "solo" di 2,5 volte.

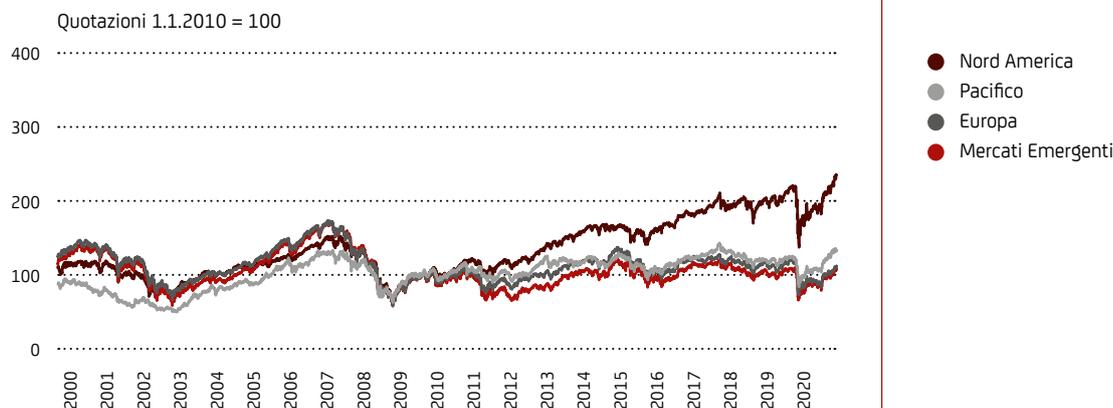
1. ANDAMENTO INDICI MSCI GROWTH PER REGIONE



Fonte: Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management. Nota: le performance e le previsioni passate non sono indicatori affidabili delle performance future. Gli indici non possono essere acquistati e quindi non includono i costi. Quando si investe in titoli, si sostengono dei costi che riducono la performance.

Tuttavia, un confronto diretto della performance tra azioni di valore e di crescita può essere fuorviante perché le due categorie hanno a volte diversi livelli di rischio. I titoli di crescita registrano spesso fluttuazioni ben più marcate. Per un confronto adeguato si dovrebbe quindi prendere in considerazione anche una rettifica in base al rischio.

2. ANDAMENTO INDICI MSCI VALUE PER REGIONE



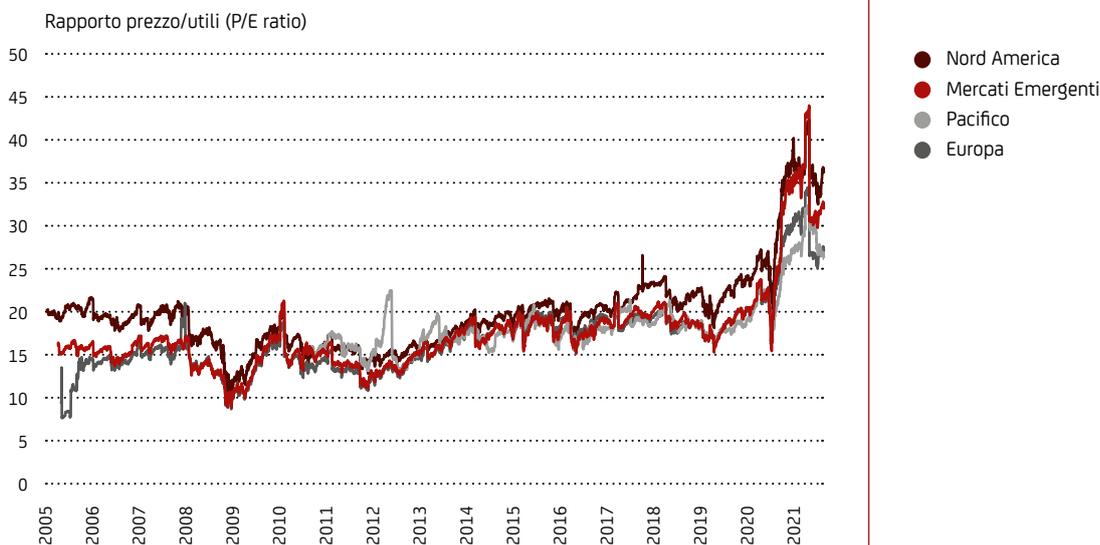
Fonte: Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management. Nota: le performance e le previsioni passate non sono indicatori affidabili delle performance future. Gli indici non possono essere acquistati e quindi non includono i costi. Quando si investe in titoli, si sostengono dei costi che riducono la performance.

Ma quali sono le differenze tra le categorie Value e Growth? I criteri di differenziazione non sono standard, quindi in questo caso faremo riferimento alla metodologia di MSCI, che considera, da un lato, criteri di valutazione come il rapporto prezzo/valore contabile (price-to-book value ratio), il rapporto prezzo/utili (price-to-earnings ratio); e il rapporto dividendo/prezzo (dividend yield ratio); dall'altro, parametri fondamentali che indicano il potenziale di crescita (come la crescita a breve e lungo termine degli utili e delle vendite). La categoria Value include le aziende con valutazioni favorevoli, mentre la categoria Growth racchiude aziende con utili e fatturati in forte crescita. La classificazione è studiata in modo che le due categorie derivanti comprendano approssimativamente la stessa capitalizzazione di mercato. A volte, però, non è possibile procedere a una ripartizione chiara, per cui è necessario ricorrere a un'allocazione pro rata.

Data l'allocazione pro rata e la forte performance di alcuni pesi massimi del mercato azionario tecnologico negli Stati Uniti, le prime 10 società dell'US Growth Index rappresentano circa il 50% della capitalizzazione di mercato dell'indice – una concentrazione notevole. A causa della classificazione basata su criteri come il basso rapporto prezzo/valore contabile per i titoli Value, non sorprende che il rapporto prezzo/utili medio dei titoli Value (vedi grafico 4) sia inferiore a quello dei titoli Growth (vedi grafico 3). Recentemente, tuttavia, le valutazioni medie dei titoli Value hanno raggiunto i nuovi massimi da 15 anni. Sulla scia della pandemia, questo può essere spiegato in parte dai rendimenti reali negativi (cfr. il nostro Monthly Outlook di marzo 2021 per approfondire). L'andamento dei rapporti P/E nel segmento Growth è stato comunque particolarmente degno di nota.

MSCI Inc. (ex Morgan Stanley Capital International e MSCI Barra) è una società di servizi finanziari con sede a New York City. I servizi finanziari offerti includono, in particolare, indici azionari internazionali, ma anche analisi di portafoglio e di rischio, nonché ricerche.

3. VALUTAZIONE DEGLI INDICI MSCI GROWTH PER REGIONE

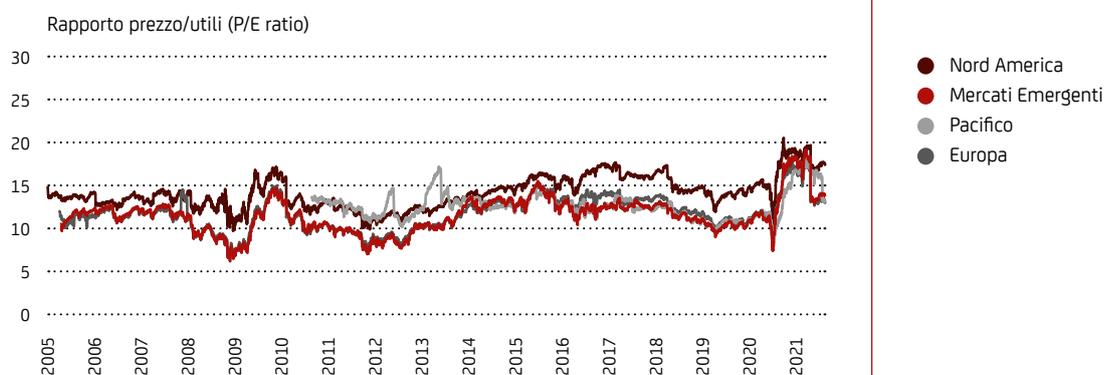


Fonte: Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management. Nota: le performance e le previsioni passate non sono indicatori affidabili delle performance future. Gli indici non possono essere acquistati e quindi non includono i costi. Quando si investe in titoli, si sostengono dei costi che riducono la performance.

Una strategia d'investimento basata esclusivamente sulla classificazione secondo la metodologia di cui sopra comporta certamente dei rischi. Al di là dei criteri sopra esposti, gli investitori dovrebbero anche farsi un'idea della qualità e della plausibilità dei rispettivi modelli di business. Per esempio, il rapporto prezzo-utili di un'azienda può subire un forte calo a causa di problemi fondamentali. In tal caso, vale la pena considerare se questa società debba essere considerata particolarmente a buon mercato, come suggerirebbe una categorizzazione come titolo Value. Al contrario, ci si può chiedere se un'azienda possa anche soddisfare le aspettative di crescita che portano alla sua inclusione nella categoria Growth.

Questi esempi dovrebbero avvalorare la tesi che ogni decisione di investimento debba contemplare non solo le regole di categorizzazione sopra esposte, ma anche considerazioni qualitative riguardanti le prospettive imprenditoriali di una società.

4. VALUTAZIONE DEGLI INDICI MSCI VALUE PER REGIONE



Fonte: Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management. Nota: le performance e le previsioni passate non sono indicatori affidabili delle performance future. Gli indici non possono essere acquistati e quindi non includono i costi. Quando si investe in titoli, si sostengono dei costi che riducono la performance.

In sintesi, la recente sovraperformance della categoria Value è considerevole e solleva il quesito che si stia affermando un nuovo trend. Non si tratta di un'evoluzione sorprendente o inaspettata sulla scia del recupero dalla pandemia. Durante la crisi, molti modelli di business che rientrano nella categoria Growth hanno tratto grandi vantaggi, mentre le aziende nella categoria Value hanno talvolta sofferto molto. Il recupero post-pandemico sta ora parzialmente invertendo tale tendenza. E gli scenari delineati dai piani pubblici di investimento in infrastrutture, che spesso hanno un impatto positivo sulle aziende della categoria Value, potranno avvalorare tale trend.

Tuttavia, gli investitori dovrebbero anche tenere in considerazione che molte aziende nella categoria Growth non sono piccole start-up con prospettive incerte, ma a volte giganti con modelli di business molto promettenti. Come spesso accade, la verità sta probabilmente nel mezzo, quindi un mix ben congeniato di titoli di entrambe le categorie dovrebbe meglio raggiungere l'obiettivo. In ogni caso, è essenziale porre la giusta attenzione sulla qualità e plausibilità delle aspettative.

Macro & Markets

Risveglio primaverile per l'economia globale

Cresce la speranza che l'economia globale si riprenda vigorosamente proprio agli albori della primavera e che questa volta, diversamente dalla scorsa estate, la ripresa sia realmente sostenibile. La crescita economica, guidata dagli Stati Uniti, dovrebbe accelerare in misura significativa nel trimestre in corso. Nel contempo, anche i tassi d'inflazione si muovono al rialzo, in direzione o addirittura al di sopra degli obiettivi delle banche centrali. I mercati azionari avevano cominciato a prezzare mesi fa uno scenario di reflazione globale, iniziando a inseguire massimi storici, senza farsi scoraggiare dalle battute d'arresto di inizio anno a causa del Covid; a ragione, come si comincia a vedere ora. Ma andiamo con ordine.

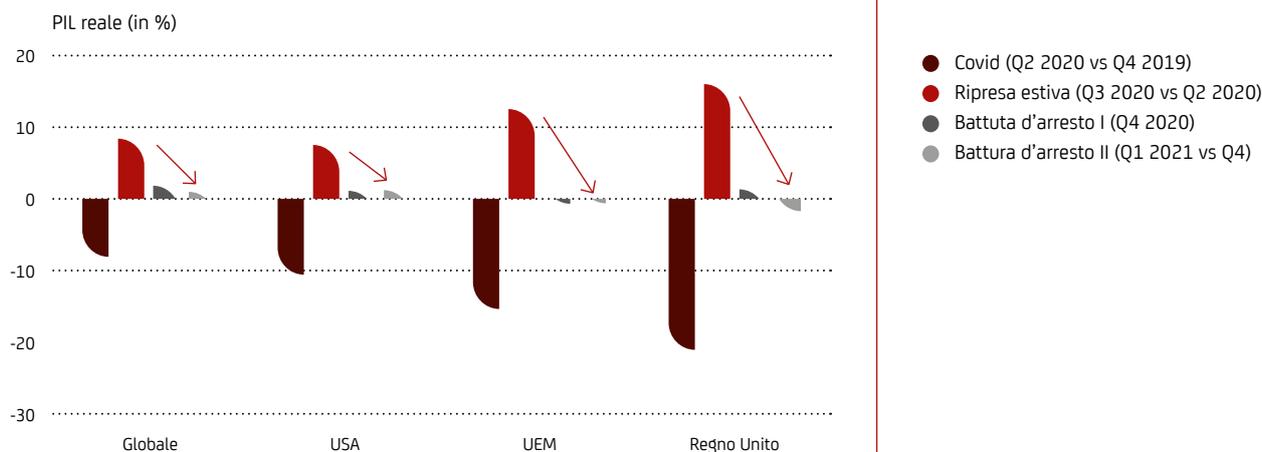
Europa: avvio d'anno accidentato

Quanto si intravedeva già nei dati economici puntuali è ora ufficiale: la crescita economica globale si è quasi dimezzata nel primo trimestre. Oltre all'Asia, è stata l'Europa la ragione principale del rallentamento. L'area Euro, che aveva già innestato la retromarcia verso la fine del 2020, è scivolata in piena recessione all'inizio dell'anno. La terza ondata di Covid, con le sue restrizioni alla mobilità e alle attività, ha avuto un forte impatto anche su servizi e consumi privati. Questo è stato sufficiente a causare una contrazione del PIL a livello di UEM dello 0,6% rispetto al trimestre precedente (-0,7% nel 4 trimestre 2020, sempre su base trimestrale). La buona tenuta del settore manifatturiero ha consentito di evitare un crollo economico simile a quello della scorsa primavera, ma non la battuta d'arresto (cfr. Grafico 5).

Per reflazione in senso stretto si intendono misure di politica monetaria e fiscale volte ad aumentare la produzione economica complessiva o a stimolare consumi e investimenti. Lo scopo è ridurre al minimo il rischio di imminente deflazione a seguito di una fase di enorme incertezza economica o di una recessione. Tuttavia, il termine descrive anche solo la ripresa economica dopo un periodo di contrazione (della crescita).

Due contrazioni trimestrali del PIL consecutive segnano una recessione. Inoltre, considerato che quella precedente risale a meno di un anno fa, il 2020/21 viene definito come una doppia recessione.

5. ECONOMIA GLOBALE – BATTUTE D'ARRESTO E RIPRESA ESTIVA



Fonte: Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management

Ciò che colpisce nei dati europei è l'insolita differenza tra regioni, dato che questa volta è stata la Germania (-1,7% trimestre su trimestre) a spingere al ribasso l'area Euro. Un andamento del genere si è rilevato di rado negli ultimi decenni. Sembra che il Paese abbia pagato pegno al lockdown relativamente tardivo e non incisivo.

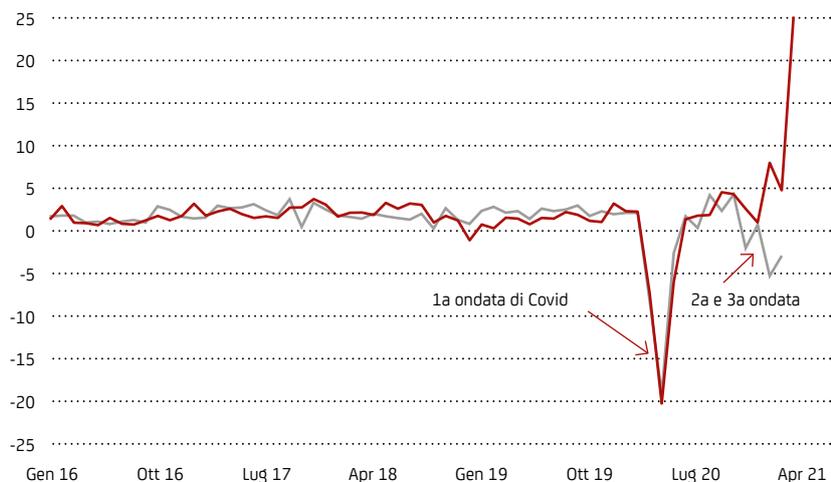
Tra l'altro, anche la Gran Bretagna ha registrato perdite di PIL addirittura superiori a quella della Germania (2,2% trimestre su trimestre, previsione). All'inizio dell'anno l'economia britannica si è trovata sotto pressione non solo per il Covid, ma anche per il crollo delle esportazioni indotto dalla Brexit. Fortunatamente, però, le vaccinazioni nel Regno Unito sono avanzate a grande velocità, evitando così il peggio, a nostro avviso.

Gli Stati Uniti, invece, sono riusciti ad evitare un'altra battuta d'arresto e, con una crescita del PIL dell'1,6% nel primo trimestre rispetto al trimestre precedente (6,4% annualizzato), sono stati in grado almeno di mantenere il loro solido tasso di crescita dalla fine dello scorso anno. Il fattore decisivo alla base della relativa sovraperformance degli Stati Uniti è stato il dinamismo dei consumi privati. Dall'altra parte dell'Atlantico le vendite al dettaglio reali sono aumentate negli ultimi mesi, mentre nell'UEM sono tornate a diminuire (cfr. Grafico 6).

Per contro, la flessione in Italia (PIL reale Q1 2021: -0,4% trimestre su trimestre) e Spagna (-0,5%) è stata relativamente contenuta. In Francia il PIL reale ha addirittura registrato un lieve incremento (+0,4%).

Tuttavia, il dato ufficiale della crescita sottovaluta la dinamica di fondo del primo trimestre. Da solo lo smaltimento delle scorte ha ridotto il PIL di 2,5 punti percentuali. Per contro, la domanda interna finale (escluse scorte ed esportazioni) è più che raddoppiata a circa il 10%.

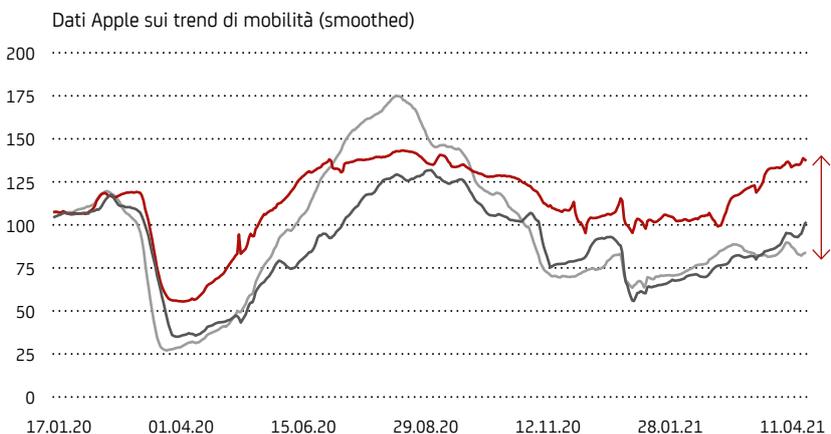
6. I CONSUMI PRIVATI SPINGONO L'ECONOMIA STATUNITENSE



Fonte: Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management

I consumatori americani hanno beneficiato soprattutto della rapida erogazione dei generosi pagamenti di stimolo (assegni Covid). Probabilmente anche il rapido avanzamento delle vaccinazioni e il continuo incremento della mobilità (cfr. Grafico 7) hanno contribuito a sostenere l'umore dei consumatori – in particolare per il fatto che gli Stati Uniti sono stati risparmiati da una terza ondata pandemica.

7. MOBILITÀ: USA AVANTI



Fonte: www.covid19.apple.com/mobility, Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management

Accelerazione della crescita abbinata a rotazione della crescita: gli Stati Uniti sostituiranno la Cina come primo motore della crescita globale

A nostro avviso, anziché guardare nello specchio retrovisore è più importante concentrarci sulla vista che ci si presenta davanti, che ci sembra promettente, perché l'economia globale sta tornando ad accelerare con decisione. Nel

All'inizio di gennaio ai redditi annui fino a 75.000 dollari (single) o 150.000 dollari (famiglie) sono stati pagati assegni Covid di 600 dollari a testa (compresi i bambini). A partire da metà marzo sono stati aggiunti altri 1.400 dollari.

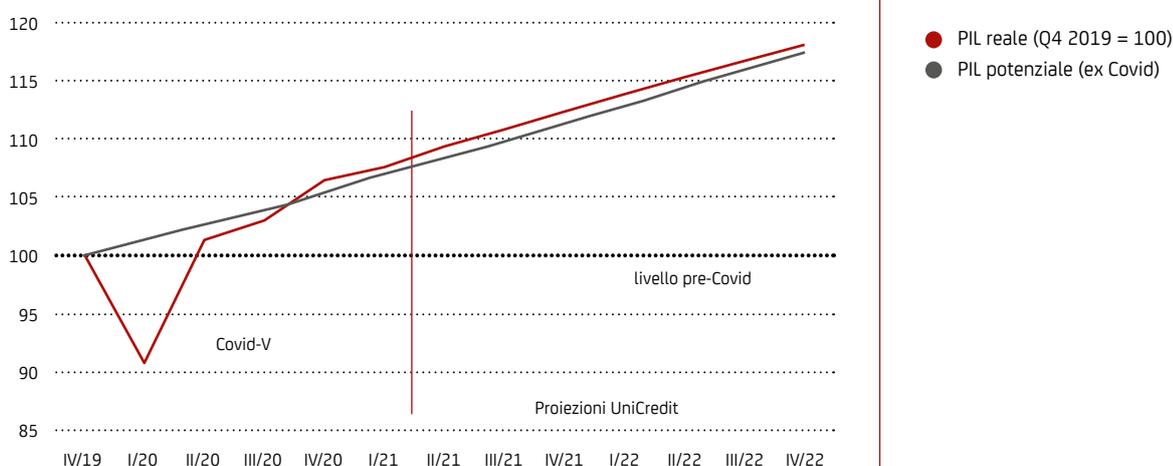
È piuttosto insolito che l'economia di un Paese Industrializzato cresca più velocemente di un'economia emergente come la Cina. Il potenziale di crescita, cioè il tasso di crescita con pieno utilizzo di manodopera e capitale, è molto più elevato nelle economie emergenti. Per la Cina la crescita potenziale è stimata al 5,5-5,75%, mentre per gli Stati Uniti è solo dell'1,25-1,5%.

contempo è in atto una rotazione della crescita. Quanto già si intravedeva nei mesi scorsi, probabilmente si concretizzerà in questo trimestre: le economie industriali consolidate stanno superando i Mercati Emergenti come principale fonte di crescita globale – con gli Stati Uniti che sembra stiano sostituendo la Cina come primo motore di crescita globale.

Eppure, il rallentamento della crescita cinese non costituisce una delusione, poiché si tratta semplicemente della normalizzazione attesa dopo la rapida ripresa dell'anno scorso. La Cina ha beneficiato del suo status di "first in, first out". L'economia cinese aveva già recuperato il crollo indotto dalla pandemia la scorsa primavera, quando il resto del mondo sprofondava in recessione. Verso la fine del 2020 il PIL reale cinese ha addirittura raggiunto il livello a cui sarebbe arrivato senza la crisi del Covid (estrapolazione trend, cfr. Grafico 8).

La rapida ripresa è da attribuire in parte al massiccio stimolo fiscale e monetario di Beijing, ma anche all'impennata della domanda estera. Nella primavera 2020, la Cina è stata di fatto l'unica grande economia in grado di soddisfare la crescente domanda globale di beni tecnologici e sanitari.

8. LA GESTIONE DELLA CRISI IN CINA: UNA V PERFETTA



Fonte: Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management

Di conseguenza, crediamo che a breve la crescita economica dovrebbe iniziare a riprendere il suo percorso potenziale – soprattutto perché quest'anno le autorità cinesi hanno iniziato a ridurre gli stimoli fiscali e monetari.

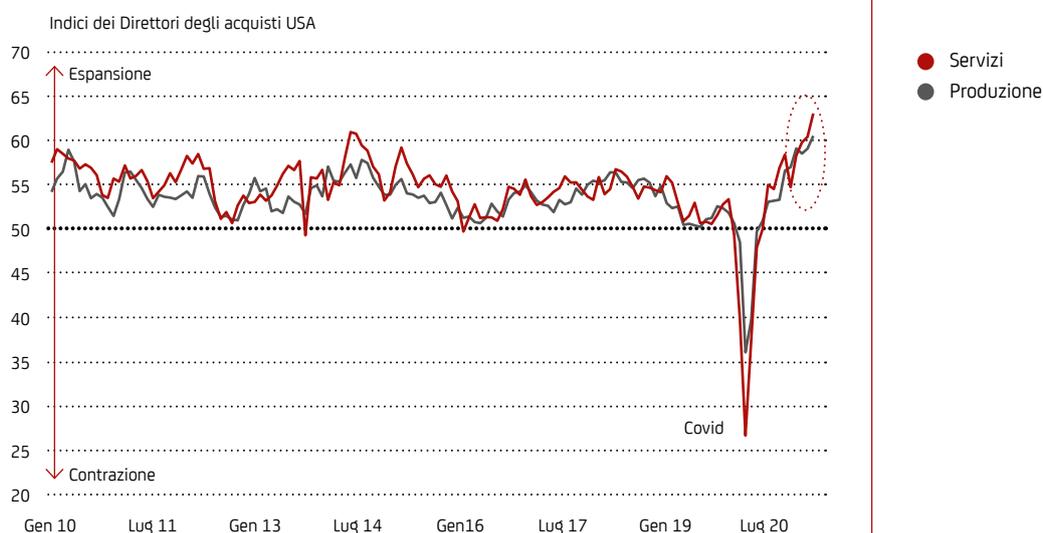
Tuttavia, non è solo a causa della Cina che i Mercati Emergenti nel loro complesso stanno perdendo la leadership della crescita globale a favore dei cosiddetti Paesi sviluppati. Il Covid è fuori controllo negli altri due pesi massimi tra gli Emergenti, India e Brasile, spingendo le rispettive economie in recessione. E non si prevede una ripresa in tempi rapidi, perché la campagna di vaccinazione sta facendo scarsi progressi.

Nel breve termine, specialmente dopo il forte trimestre precedente, la crescita potrà anche risultare inferiore alla media. È quello che probabilmente è successo alla Cina nel 1° trimestre, quando la crescita è scivolata al di sotto del potenziale al 4,5% circa annualizzato. Un motivo potrebbero essere state le massicce restrizioni ai viaggi durante le vacanze del Capodanno cinese. Normalmente, milioni di cinesi lasciano le città per tornare nelle loro regioni di origine.

Boom di primavera negli Stati Uniti

La situazione è esattamente all'opposto negli Stati Uniti. Il rapido avanzamento delle vaccinazioni – in origine, il presidente Biden aveva promesso di vaccinare un totale di 100 milioni di americani nei primi 100 giorni del suo mandato, cifra che ora è diventata 200 milioni – è solo uno dei motivi per cui gli Stati Uniti hanno preso il sopravvento come leader mondiale della crescita. L'aumento degli indici di mobilità e la progressiva riapertura dell'economia, da un lato, ma soprattutto il gigantesco impulso fiscale per quasi 3.000 miliardi di dollari quest'anno, hanno anch'essi contribuito al fatto che un numero crescente di indicatori economici statunitensi puntuali risultano in piena espansione. Per esempio, gli indici dei direttori degli acquisti, molto seguiti, hanno di recente raggiunto nuovi massimi del ciclo (cfr. Grafico 9). In aggiunta, diversamente dall'Europa, non si riscontra una divergenza rilevante tra il settore manifatturiero e quello dei servizi.

9. SENTIMENT POSITIVO NEGLI STATI UNITI IN TUTTI I SETTORI



Fonte: Refinitiv Datastream, Markit, UniCredit Wealth Management

Lo stesso vale anche per i cosiddetti dati economici “hard”, come i già citati indicatori dei consumi, la produzione industriale, il settore delle costruzioni e quello immobiliare, nonché i dati relativi al mercato del lavoro. E poiché anche i consumi pubblici sono attesi in ripresa e sarà necessario procedere alla ricostituzione delle scorte, la crescita annualizzata del PIL statunitense potrebbe arrivare a raggiungere le due cifre nel trimestre in corso. Un incremento ampiamente superiore alla media si può prevedere anche per l'estate, se gli indicatori anticipatori non perderanno di colpo la loro capacità predittiva. Di recente infatti hanno registrato anche nuovi massimi del ciclo (cfr. Grafico 10).

Sia il tasso di disoccupazione che le richieste iniziali di sussidi di disoccupazione sono recentemente scesi ai livelli più bassi dallo scoppio della pandemia. Tuttavia, trattandosi di indicatori ritardati, sono ancora al di sopra dei livelli pre-crisi.

10. GLI INDICATORI ANTICIPATORI SEGNALANO UNA CRESCITA COSTANTE DELL'ECONOMIA STATUNITENSE



Fonte: Refinitiv Datastream, Markit, UniCredit Wealth Management

Il rovescio della medaglia del boom dell'economia statunitense è l'aumento dei tassi d'inflazione, che hanno ora raggiunto non solo i settori upstream ma anche i consumatori. Tuttavia, è improbabile che arrivino a livelli tali da poter impensierire investitori e Federal Reserve. Inoltre, il rialzo dell'inflazione sarà probabilmente di natura solo temporanea (normalizzazione). Non c'è da meravigliarsi, quindi, che la Fed abbia nuovamente mostrato un atteggiamento rilassato in occasione della sua ultima riunione. La sua posizione di politica monetaria dovrebbe rimanere invariata ancora per qualche tempo. Si arriverà probabilmente all'autunno, prima che il Comitato di politica monetaria (FOMC) cominci anche solo a discutere del tapering.

Per i dettagli sulle prospettive della politica monetaria della Fed, si rinvia all'Economic Flash del nostro Chief Economist statunitense, Daniel Vernazza: Fed What would constitute "substantial further progress"? del 27 aprile 2021.

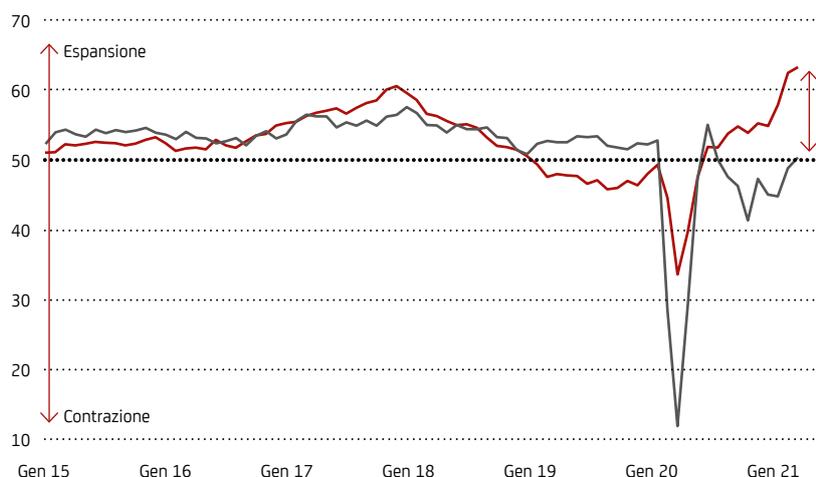
L'UEM è ancora in ritardo, ma potrebbe decollare in estate

Attualmente, l'area Euro non è in grado di tenere il passo con la dinamica di crescita degli Stati Uniti – non ancora, ad ogni modo. Ma anche qui alcuni segnali indicano già un consistente miglioramento nel secondo trimestre. L'impulso arriva soprattutto dalla notevole ripresa dell'economia globale (che avvantaggia i settori orientati all'esportazione), dalla politica monetaria (decisa crescita degli acquisti della Banca Centrale Europea nell'ambito del programma di acquisti pandemici PEPP) e, con qualche riserva, da nuove misure fiscali (compresi i bilanci supplementari).

A marzo la BCE ha aumentato gli acquisti netti nell'ambito del PEPP di un buon 22% a 73,5 miliardi di euro. È probabile che in aprile i volumi aumentino ulteriormente in misura consistente.

Per contro, la terza ondata di Covid e i relativi lockdown necessari hanno ancora un notevole impatto negativo, soprattutto sui settori dei servizi, come si rileva anche nei corrispondenti indici dei direttori acquisto. Di recente, il secondo (quello relativo ai servizi) ha evidenziato una nuova tendenza al rialzo, portandosi comunque appena alla soglia critica di 50, che separa l'espansione dalla contrazione. Inoltre, la forbice straordinariamente ampia rispetto alla sua controparte manifatturiera non si è realmente ridotta (cfr. Grafico 11).

11. SENTIMENT ANCORA SOTTOTONO PER I SERVIZI DELL'UEM



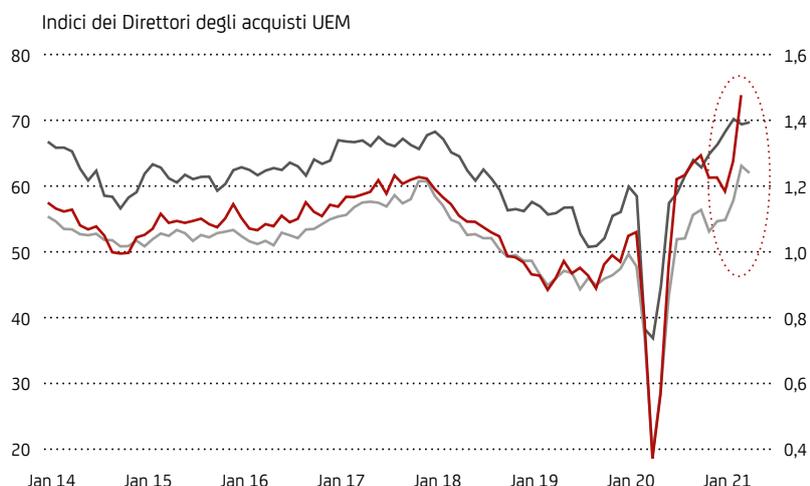
- Indice dei Direttori degli acquisti UEM, produzione manifatturiera
- Indice dei Direttori degli acquisti UEM, servizi

Fonte: Refinitiv Datastream, Markit, UniCredit Wealth Management

Nel complesso, il PIL dell'UEM dovrebbe quindi tornare a crescere con decisione nel trimestre in corso e recuperare le perdite di inizio anno. Ma sarà in estate, a nostro avviso, che l'area Euro dovrebbe davvero decollare, come si evince dagli indicatori anticipatori, saliti di recente a nuovi massimi del ciclo (cfr. Grafico 12).

Tuttavia, nel secondo trimestre la crescita del PIL, stimata all'1,25% trimestre su trimestre, o 5% annualizzato, sarà probabilmente solo la metà di quella degli Stati Uniti.

12. TRE GRAFICI, UN UNICO MESSAGGIO: IN ARRIVO UNA BUONA ESTATE



- Rapporto ordini/scorte (scala destra)
- Produzione futura
- Nuovi ordini all'esportazione

Fonte: Refinitiv Datastream, Markit, UniCredit Wealth Management

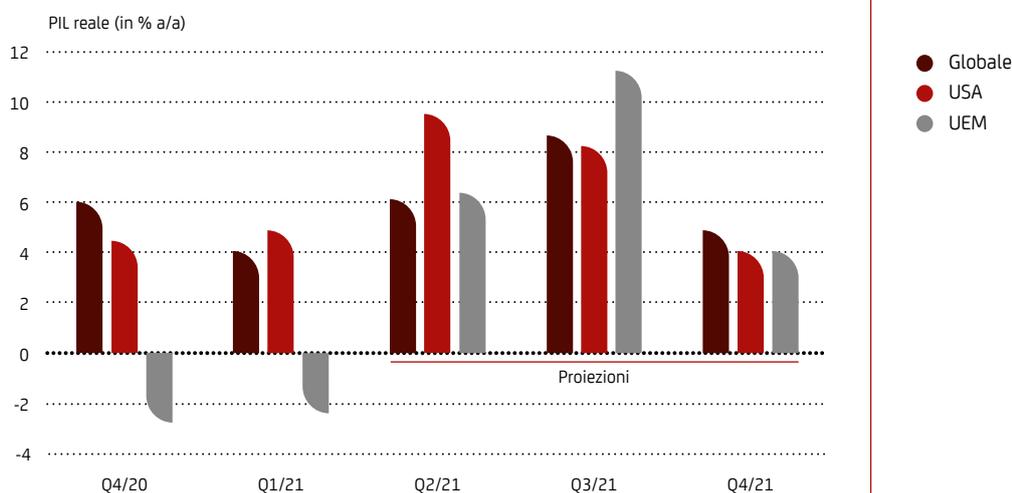
Ma, anche a livello analitico, molti fattori indicano che la crescita del PIL quest'estate potrebbe essere ampiamente a due cifre in termini annualizzati. Per esempio, la campagna di vaccinazione che, dopo un avvio a rilento, sta finalmente prendendo slancio. Recentemente, i tassi di vaccinazione sono aumentati esponenzialmente in tutta l'UE e la speranza che a tutti gli adulti venga offerta la vaccinazione entro l'estate sembra potersi concretizzare.

Insieme alle temperature più calde, questo dovrebbe consentire una riduzione delle misure di chiusura verso la fine del trimestre, il che costituirebbe il segnale di partenza anche per il definitivo allentamento dei freni ai consumi. La domanda inespresa (specialmente per servizi come quelli di alberghi/ristoranti e dei settori dell'intrattenimento), unita a un rapido miglioramento della propensione all'acquisto e al calo dei tassi di risparmio, dovrebbe far sì che le spese personali crescano notevolmente nel trimestre estivo.

Inoltre, potrà iniziare l'erogazione dei fondi, precedentemente bloccati, del Fondo europeo di ricostruzione da 750 miliardi di euro (Next Generation EU), dopo che la Corte costituzionale tedesca ha dato il via libera. Questo rappresenta un fattore (fiscale) favorevole. Pertanto, esiste una ragionevole possibilità che nel secondo semestre l'area Euro raggiunga gli Stati Uniti e addirittura li superi nel breve termine (cfr. Grafico 13). Tutto questo è di buon auspicio per un'ottima estate – anche se permangono ancora alcuni rischi al ribasso.

Per i dettagli della sentenza della Corte costituzionale tedesca e le possibili implicazioni, si rimanda al Sunday Wrap del nostro Group Chief Economist e Global Head of CIB Research, Erik F. Nielsen, del 25 aprile 2021.

13. RECUPERO DELL'EUROPA NEL SECONDO SEMESTRE 2021



Fonte: Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management

Asset Allocation

Le azioni restano sostenute dall'accelerazione della crescita globale

CLASSI D'INVESTIMENTO		UNIVERSO INVESTIBILE	POSIZIONAMENTO		
			SOTTOPESO	NEUTRALE	SOVRAPPESO
PRINCIPALI CLASSI D'INVESTIMENTO		Azioni Globali	○	○	●
		Obbligazioni Globali	○	●	○
		Mercati monetari	●	○	○
		Alternativi	○	●	○
PRINCIPALI ASSET CLASS IN DETTAGLIO	AZIONI	USA	○	●	○
		Europa	○	○	●
		Pacifico (MS) ¹	○	●	○
		Mercati Emergenti	○	○	●
	OBBLIGAZIONI	Titoli di Stato in Euro	●	○	○
		Titoli di Stato non in Euro	○	●	○
		Obbligazioni corporate IG in euro	○	○	●
		Obbligazioni corporate HY	●	○	○
	MATERIE PRIME	Obbligazioni Mercati Emergenti	○	○	●
		Petrolio	○	●	○
		Oro	○	○	●

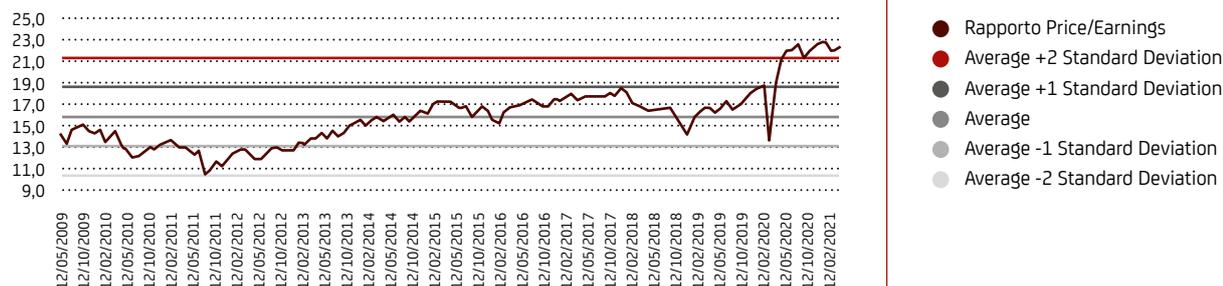
¹MS = Mercati Sviluppati (Australia, Giappone, Hong Kong, Nuova Zelanda, Singapore)

Restiamo positivi sugli asset rischiosi perchè la ripresa globale si sta rafforzando, con una crescita del PIL del 5,8% prevista per il 2021 da Bloomberg Consensus, favorita dalla crescita indotta dallo stimolo fiscale negli Stati Uniti (6,2%) e dalla robusta crescita in Cina (8,5%). Nell'Eurozona il miglioramento della situazione sanitaria alimenta la speranza di una graduale normalizzazione dell'economia, che dovrebbe probabilmente chiudere l'anno, dopo la recessione tecnica registrata nel primo trimestre, con una crescita del 4% circa (4,1% secondo Bloomberg Consensus). Il PMI preliminare composito di aprile (53,7 contro 53,2 a marzo) conferma il miglioramento dello slancio a livello macro nell'Eurozona, con i servizi tornati per la prima volta in otto mesi sopra quota 50 (50,3 contro 49,6 a marzo) e il settore manifatturiero in buona salute, specialmente in Germania, a 63,3 contro 62,5, trainato da nuovi ordini e produzione. C'è inoltre ancora spazio per un potenziamento dello stimolo fiscale, come auspicato da OCSE e FMI, visto che il ritorno ai livelli pre-COVID è previsto solo alla fine del 2022.

Di conseguenza, ci aspettiamo che la rotazione verso i settori ciclici e Value continuerà nel secondo trimestre 2021. Manteniamo la nostra posizione di sovrappeso sulle azioni europee, dove questi settori hanno un peso importante.

Al tempo stesso, la stagione dei risultati del primo trimestre 2021 sta fornendo sorprese positive sia negli Stati Uniti che in Europa. Questo andamento è molto importante, poiché le valutazioni azionarie in termini assoluti non sono economiche, con il rapporto P/E forward a 12 mesi dell'indice MSCI North America a 22,4x rispetto alla media decennale di 15,8x.

14. MSCI NORTH AMERICA FORWARD P/E 12 MESI



Fonte: MSCI, UniCredit Wealth Management

Nello specifico, al 23 aprile il 18% delle aziende statunitensi e il 16% di quelle europee hanno pubblicato i loro risultati trimestrali, prime evidenze che mostrano un aumento significativo degli utili, supportati dall'accelerazione della crescita economica e da una favorevole base di comparazione. Nonostante le attese fossero elevate, i risultati hanno sorpreso in positivo sia negli Stati Uniti che in Europa, favorendo una revisione al rialzo delle stime. Per lo S&P 500 a livello aggregato la stima degli utili per il primo trimestre si attesta ora a 42 dollari, in aumento del 27% su base annua, rispetto ad attese di +13% all'inizio dell'anno.

Negli Stati Uniti, il 73% delle aziende ha superato le attese con una crescita degli utili del 64% e una sorpresa positiva del 37%. Finanziari e Materials sono stati i principali contributori, mentre Energy e Airlines i principali detrattori. Significativa è stata anche la crescita dei ricavi che, per le società che hanno già pubblicato i risultati, si attesta al 6% con una sorpresa positiva del 5% e con 8 settori su 11 che evidenziano un aumento dei ricavi.

15. S&P 500 – SINTESI DEI RISULTATI DEL PRIMO TRIMESTRE 2021

	Società con dati pubblicati/ Totale	% risultati pubblicati	% società con EPS superiori a stime	% società con EPS inferiori a stime	Sorpresa EPS	Crescita EPS % a/a	% società con vendite superiori alle stime	% società con vendite inferiori alle stime	Sorpresa vendite	Crescita vendite % a/a
S&P 500	92 / 498	18%	73%	24%	37%	64%	77%	16%	5%	6%
Energia	4 / 22	18%	75%	25%	-	-11%	75%	0%	15%	-4%
Materiali	2 / 28	7%	100%	0%	82%	104%	100%	0%	16%	20%
Industriali	17 / 73	23%	53%	41%	-	-335%	47%	35%	-5%	-24%
Beni Discrezionali	9 / 61	15%	67%	33%	6%	70%	67%	33%	4%	22%
Beni di prima necessità	7 / 32	22%	71%	29%	10%	11%	100%	0%	2%	5%
Healthcare	11 / 63	17%	73%	18%	18%	25%	73%	27%	3%	10%
Servizi Finanziari	30 / 65	46%	83%	17%	79%	190%	93%	3%	15%	14%
IT	4 / 74	5%	75%	25%	12%	20%	75%	0%	5%	9%
Servizi comunicazione	4 / 22	18%	100%	0%	13%	11%	100%	0%	2%	5%
Utilities	2 / 28	7%	50%	0%	14%	13%	50%	50%	-12%	-19%
Real Estate	2 / 29	7%	50%	50%	-8%	10%	50%	50%	3%	10%
Escl. Servizi finanziari e Real Estate	60 / 403	15%	68%	27%	8%	6%	70%	22%	3%	3%
Escl. Energia	88 / 476	18%	73%	24%	37%	65%	77%	17%	6%	7%

Fonte: JP Morgan, UniCredit Wealth Management

In Europa, il 68% delle società dello Stoxx600 che hanno già pubblicato i risultati hanno superato le attese con una crescita dell'EPS del 47% e una sorpresa positiva del 24% e con 8 settori su 11 che evidenziano una crescita a doppia cifra. A livello di ricavi, il 67% delle società ha superato le attese con una crescita del 3% e una sorpresa positiva del 5%.

16. STOXX 600 – SINTESI DEI RISULTATI DEL PRIMO TRIMESTRE 2021

	Società con dati pubblicati/ Totale	% risultati pubblicati	% società con EPS superiori a stime	% società con EPS inferiori a stime	Sorpresa EPS	Crescita EPS % a/a	% società con vendite superiori alle stime	% società con vendite inferiori alle stime	Sorpresa vendite	Crescita vendite % a/a
Stoxx600	72 / 438	16%	68%	32%	24%	47%	67%	32%	5%	3%
Energia	1 / 15	7%	0%	100%	-19%	-10%	0%	100%	-4%	1%
Materiali	7 / 36	19%	33%	67%	18%	33%	67%	33%	2%	3%
Industriali	10 / 83	12%	33%	67%	21%	56%	60%	40%	3%	6%
Beni Discrezionali	11 / 47	23%	100%	0%	33%	79%	80%	20%	15%	9%
Beni di prima necessità	8 / 35	23%	-	-	-	79%	50%	33%	2%	-3%
Healthcare	7 / 43	16%	100%	0%	2%	70%	83%	17%	2%	-2%
Servizi Finanziari	11 / 66	17%	86%	14%	14%	44%	86%	14%	5%	-
IT	9 / 29	31%	83%	17%	40%	55%	67%	33%	-1%	4%
Servizi comunicazione	5 / 32	16%	100%	0%	6%	10%	60%	40%	0%	-1%
Utilities	1 / 26	4%	100%	0%	4%	-22%	0%	100%	-3%	-15%
Real Estate	2 / 26	8%	0%	100%	-9%	8%	50%	50%	-1%	0%
Escl. Servizi finanziari e Real Estate	59 / 346	17%	65%	35%	27%	49%	65%	33%	4%	2%
Escl. Energia	71 / 423	17%	70%	30%	24%	48%	68%	31%	5%	3%

Fonte: JP Morgan, UniCredit Wealth Management

Guardando al futuro, prevediamo che i rendimenti azionari saranno guidati più dalla crescita degli utili che dalla riduzione dei tassi d'interesse, come è successo nel 2020. Infatti, mentre le banche centrali dei Paesi Sviluppati sono pronte a rimanere accomodanti nel 2021, nei Paesi Emergenti il ciclo del rialzo dei tassi è già in corso, con le banche centrali di Russia e Brasile che hanno alzato i loro tassi ufficiali. Inoltre, la Cina, pur non perseguendo pienamente una politica monetaria restrittiva, sta gestendo con oculatezza un inasprimento del credito.

Su base storica, tuttavia, il premio per il rischio azionario, ovvero la differenza tra il rendimento delle azioni e i rendimenti delle obbligazioni societarie e governative, è ancora sufficientemente convincente da giustificare la nostra raccomandazione strategica positiva sulle azioni rispetto al credito e ai titoli di Stato.

17. I PREMI PER IL RISCHIO FAVORISCONO LE AZIONI



Fonte: Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management

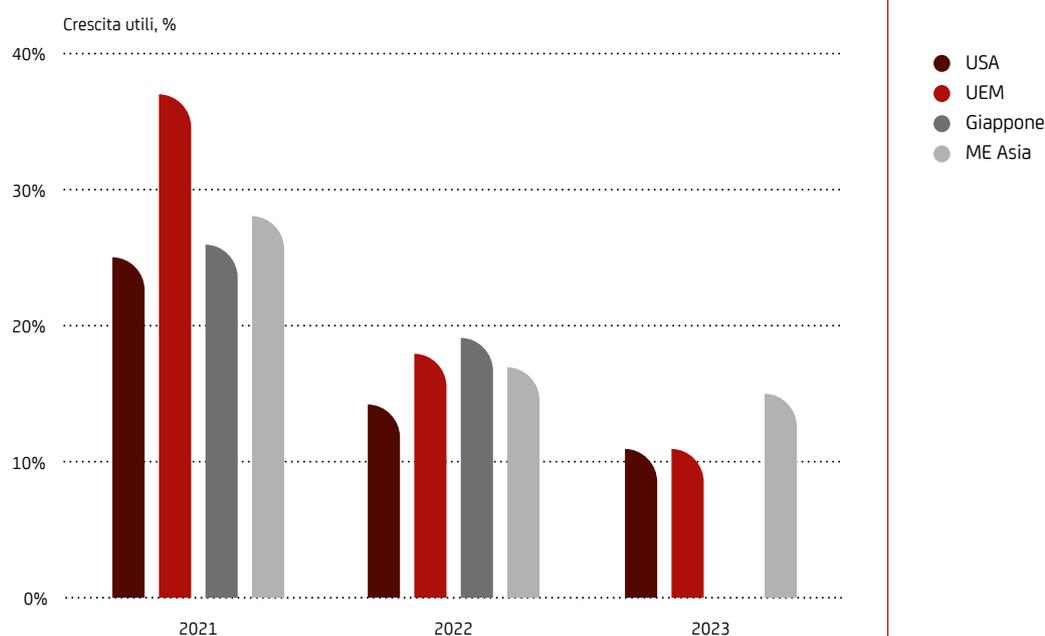
Riconfermiamo la nostra posizione prudente sulle obbligazioni globali, poiché stimiamo che i rendimenti dei portafogli obbligazionari, al netto delle commissioni, si limiteranno al più a coprire l'inflazione, con rendimenti reali pari a zero o negativi. Di conseguenza, suggeriamo di spostarsi dalle obbligazioni alle azioni. Nel complesso, i detentori di obbligazioni sembrano bloccati in una situazione in ogni caso sfavorevole, con rendimenti dei portafogli obbligazionari globali deludenti o negativi, sia in un contesto di bassi rendimenti nominali, sia nel caso di rialzo dei rendimenti obbligazionari a lungo termine a causa di aspettative di inflazione più elevate per l'accelerazione della crescita globale.

In dettaglio, rimaniamo sottopesati rispetto ai titoli di Stato core dell'UEM, riducendo la duration e preferendo i titoli di Stato periferici come i BTP italiani, che sono sostenuti dalla BCE e dal Next Generation EU. Il Parlamento italiano ha appena approvato il piano di spesa preparato dal Presidente del Consiglio Mario Draghi, che comprende 191,5 miliardi di euro di prestiti e sovvenzioni dal Next Generation EU e che finalmente affronta le riforme strutturali per risolvere i problemi di bassa produttività / bassa crescita dell'economia italiana. Ci focalizziamo anche sulle obbligazioni legate all'inflazione, poiché ci aspettiamo una ripresa di quest'ultima nei prossimi mesi. Per quanto riguarda i crediti, rimaniamo sovrappesati sulle obbligazioni societarie investment grade in euro, considerato il sostegno della BCE, ma siamo ben coscienti del loro basso livello

di spread. Riguardo alle obbligazioni EM, sebbene abbiano beneficiato nelle ultime settimane dell'indebolimento dei rendimenti dei Treasury USA e di un dollaro USA più debole, siamo sempre più selettivi sui Paesi con squilibri fiscali e ad elevato rischio politico – date le nostre aspettative che il rendimento dei Treasury USA a 10 anni possa arrivare al 2% circa a fine anno. Siamo anche più attenti alle prospettive delle obbligazioni societarie EM rispetto alle obbligazioni sovrane EM.

Le azioni invece ci appaiono chiaramente sostenute dall'impegno dei Governi a utilizzare la politica fiscale per stimolare la crescita del PIL, beneficiando dell'effetto moltiplicatore, soprattutto nell'ambito delle spese per infrastrutture. Il potenziamento della politica fiscale negli Stati Uniti, con la proposta di un nuovo pacchetto fiscale pluriennale da 2.250 miliardi di dollari, incentrato su infrastrutture ed energia pulita (American Jobs Plan), così come l'inizio delle prime erogazioni dal Next Generation EU a luglio, hanno il potenziale per aumentare strutturalmente il tasso di crescita tendenziale del PIL. Pertanto, ci aspettiamo che lo scenario di crescita degli Stati Uniti e dell'Europa, e di conseguenza il loro quadro di crescita degli utili, non rimarrà limitato a un recupero ciclico di breve periodo favorito dagli effetti di confronto, ma verrà rafforzato e prolungato dall'aggressiva azione fiscale che verrà attuata.

18. UN PROBABILE SCENARIO DI CRESCITA A DOPPIA CIFRA DEGLI UTILI SOCIETARI NEL 2021-2023



Fonte: Amundi, consensus IBES, EPS in USD per gruppo di Paesi (World AC, UEM, Emergenti). Indici MSCI al 31 marzo 2021. I dati del Giappone per il 2023 non sono disponibili.

Sintesi delle posizioni di asset allocation UniCredit GWM

Azioni globali: sovrappeso

La combinazione di una massiccia azione fiscale e monetaria e il rafforzamento della ripresa globale sostiene i mercati azionari, nonostante le continue incertezze dovute alla pandemia.

Azioni europee: sovrappeso

Le politiche monetarie e fiscali sono molto espansive. Lo slancio a livello macroeconomico si sta irrobustendo, come suggerito anche dai PMI preliminari di aprile. Maggior peso dei settori Value e ciclici rispetto al mercato azionario statunitense e rendimenti dei dividendi interessanti, ben al di sopra dei rendimenti dei titoli di Stato e delle obbligazioni societarie.

Azioni USA: neutrali

Miglioramento delle prospettive di crescita grazie alla politica fiscale molto espansiva di Biden e alle migliori condizioni sanitarie, ma valutazione meno interessante rispetto ad aree non americane.

Azioni Mercati Emergenti: sovrappeso

Scommessa sulla crescita, preferiamo la Cina e più in generale i Paesi asiatici, dove il tasso di crescita è più alto. Tra i Mercati Emergenti si raccomanda caldamente selettività di Paesi e settori. La recrudescenza del Covid in Brasile e in India è fonte di preoccupazione.

Azioni Pacifico: neutrali

Il Giappone è sostenuto dalla ripresa globale, dall'alto peso dei settori Value/ciclici e dalla buona gestione generale della crisi pandemica.

Obbligazioni globali: neutrali

Le obbligazioni globali sono sostenute dall'azione monetaria espansiva delle banche centrali, ma la valutazione, soprattutto dei titoli di Stato dei mercati sviluppati, non è interessante.

Obbligazioni corporate Investment Grade in euro: sovrappeso

Ancora sostenute dagli acquisti della BCE, ma il loro buffer di spread più ridotto le rende più vulnerabili al rialzo dei tassi. Preferiamo il debito subordinato nel settore finanziario, alla luce dell'aumento della riserva di capitale delle banche europee.

Obbligazioni corporate High Yield: sottopeso

Tra gli asset rischiosi al momento la nostra preferenza va alle azioni, perché la mancanza di liquidità del mercato resta un problema per le obbligazioni ad alto rendimento (HY).

Titoli di Stato UEM: sottopeso

La politica monetaria della BCE è fortemente espansiva, ma le valutazioni dei titoli di Stato core al momento non sono interessanti. Preferiamo i titoli di Stato periferici, come i BTP italiani, che sono sostenuti dalla BCE e dal Recovery Fund. Preferire una duration breve e aumentare selettivamente il posizionamento su obbligazioni legate all'inflazione può rivelarsi utile per affrontare lo scenario base di un rialzo dell'inflazione temporaneo e moderato.

Titoli di Stato non UEM: neutrali

Una mossa tattica visto il livello elevato raggiunto in precedenza dai rendimenti del Tesoro USA.

Obbligazioni dei Mercati Emergenti: sovrappeso

La ricerca di rendimento supporta opportunità di acquisto selettive, ma ora siamo più difensivi e selettivi, date le aspettative di rendimenti dei titoli del Tesoro USA a lungo termine ancora in crescita.

Mercati monetari: sottopeso

Non sono interessanti, a nostro avviso, e dovrebbero essere utilizzati soprattutto come copertura per l'incertezza.

Alternativi: neutrali

Offrono opportunità di diversificazione dei portafogli.

Materie prime

Oro: positivo

Il prezzo dell'oro è sostenuto dalle politiche monetarie accomodanti delle banche centrali e, guardando al futuro, dall'eventuale ruolo di copertura del rischio inflazione.

Valute

EUR / USD

Il dollaro USA si è recentemente indebolito nei confronti dell'euro per effetto delle prospettive di ripresa economica nell'Eurozona in seguito all'accelerazione delle campagne di vaccinazione, con relativo impatto sul differenziale dei tassi di interesse. A lungo termine, l'USD dovrebbe rimanere debole a causa dei cosiddetti "deficit gemelli", commerciale e soprattutto fiscale, degli Stati Uniti.

Rubriche

I CIO locali dialogano con i clienti

Risposte dall'Italia

“Il sottopeso di USD contro euro da inizio anno non sta pagando. State pensando di cambiare view?”



Dopo un buon inizio d'anno, dove il dollaro USA ha guadagnato circa il 4% contro l'euro nel primo trimestre, nelle scorse settimane il biglietto verde ha ripreso il precedente trend di indebolimento in essere da maggio 2020. Il rafforzamento del primo trimestre è stato guidato dal sostanziale aumento dei rendimenti della parte lunga dei titoli di stato USA, che ha determinato sia un irripidimento della curva che un aumento dello spread tra i rendimenti USA e dell'area Euro.

Una volta che il movimento al rialzo si è esaurito (per lo meno temporaneamente), altre forze di lungo periodo sono emerse, nello specifico il deficit della bilancia commerciale e il deficit del bilancio federale. La combinazione di questi due indicatori è nota come “Twin Deficits” (deficit gemelli) e sta rapidamente aumentando al 20% del PIL, soprattutto a causa dell'espansione fiscale negli USA. Siamo convinti che l'approccio di Biden in questo momento sia la giusta risposta alle grandi sfide che l'economia statunitense sta affrontando, sia internamente che esternamente. Infatti, da una parte, c'è l'assoluta necessità di riassorbire nel minor tempo possibile i posti di lavoro persi a causa della pandemia. Stimiamo che manchino 11 milioni di posti per tornare ad assestarsi sulle proiezioni pre-Covid. Anche al ritmo di 1 milione di nuovi posti di lavoro creati ogni mese, mancano ancora 11 mesi.

D'altro canto, la competizione con la Cina è ancora la minaccia più forte alla leadership globale degli USA. In questo contesto, il valore del dollaro USA potrebbe far parte degli aggiustamenti macroeconomici necessari

I nostri esperti:

Alessandro Caviglia



CIO
Cordusio Sim (Italia)

per mantenere l'equilibrio. Il deficit della bilancia commerciale genera automaticamente pressione in vendita sui mercati valutari. Infatti, i beni esteri comprati dagli USA sono pagati in dollari agli esportatori stranieri, che a loro volta possono decidere di comprare titoli di stato USA o le azioni americane. Ma devono anche consumare e per fare ciò devono vendere i dollari contro la propria valuta.

Passando all'altro "gemello", è vero che lo stimolo fiscale aggiuntivo sarà assorbito internamente, ma questo avverrà solo in parte. Infatti, in un'economia globale, parte degli oltre 4.000 miliardi di dollari che verranno spesi per l'"American Jobs and Family plans" arriveranno per esempio ai Paesi esportatori di materie prime e di nuovo, i consumatori esteri dovranno decidere cosa fare dei dollari che guadagneranno. È vero che l'aumento delle tasse potrebbe bilanciare queste fuoriuscite di dollari. Ma l'aumento programmato è pari soltanto alla metà della spesa e per di più su un orizzonte temporale doppio (15 anni contro 8). E poi, più importante, la spesa è già iniziata, l'aumento delle tasse è ancora sulla carta.

Queste sono le ragioni che ci hanno portato a mantenere la nostra posizione di sottopeso sul dollaro nonostante nel primo trimestre ciò abbia determinato un contributo relativo negativo. Non abbiamo in mente un movimento improvviso e violento ma piuttosto una tendenza di lungo periodo di progressivo indebolimento.

Vorrei anche evidenziare alcuni elementi che storicamente hanno accompagnato i periodi di debolezza della valuta USA. Ovviamente, quei settori statunitensi con la più alta percentuale di ricavi esteri beneficerebbero di tale contesto. Nello specifico, oggi Technology e Materials hanno questa caratteristica. Inoltre, i mercati azionari europei e dei paesi emergenti tendono ad avere ritorni migliori nelle fasi di deprezzamento del dollaro. Questo può essere spiegato con il fatto che la debolezza del dollaro è un segnale di riduzione di avversione al rischio da parte degli investitori globali. Ciò facilita i flussi dei capitali internazionali verso i mercati con più alto rischio. Di converso, il dollaro si rafforza durante i periodi di turbolenza di mercato, dato che in fin dei conti, è ancora la valuta del campione in carica (attuale).

Risposte dall'Austria

“Con la crescita dell’inflazione e il rafforzamento dell’economia USA, è probabile aspettarsi un tapering a breve?”



Nella sua ultima riunione, il Federal Open Market Committee (FOMC), i cui membri decidono la politica monetaria degli Stati Uniti, ha lasciato invariati i tassi d’interesse, il ritmo e i volumi degli acquisti di asset, e anche la guidance, come previsto. Il Comitato ha migliorato la propria valutazione della situazione economica rispetto all’ultimo comunicato, dichiarando che gli indicatori dell’attività economica e dell’occupazione si sono “rafforzati”.

Nella conferenza stampa il presidente della Fed, Jerome Powell, si è impegnato per classificare il recente aumento dell’inflazione come un fenomeno temporaneo, motivato da strozzature temporanee a livello produttivo. Infine, elemento fondamentale per gli investitori, né il comunicato post-riunione né le dichiarazioni di Powell in conferenza stampa hanno minimamente accennato all’approssimarsi di condizioni che la Fed possa considerare idonee per il tapering. Il comunicato ribadisce che la Fed avrà bisogno di “ulteriori progressi sostanziali” verso i suoi obiettivi per poter ridurre il ritmo degli acquisti di titoli e questo probabilmente richiederà “un certo periodo di tempo”, secondo quanto dichiarato da Powell.

Perché questa analisi delle comunicazioni della Fed è così importante? Gli enormi pacchetti di stimolo di molti Paesi, così come le massicce misure di supporto monetario delle banche centrali, hanno spinto al rialzo le quotazioni azionarie globali dopo lo shock pandemico del 2020 e si prevede che ulteriori programmi fiscali negli Stati Uniti imprimeranno un forte slancio all’economia. Oltre al pacchetto di investimenti in infrastrutture per 2.250 miliardi di dollari in programma, alla fine di aprile è stato presentato un altro piano da 1.800 miliardi di dollari, imperniato su istruzione e sanità. Tutte queste misure dovrebbero rafforzare l’occupazione negli Stati Uniti e far salire l’inflazione. Uno sguardo all’andamento dei rendimenti statunitensi suggerisce che il convinto proseguimento di una politica monetaria espansiva non può essere considerato come un principio immutabile. Nell’agosto 2020 i titoli di Stato americani a 10 anni hanno toccato il minimo storico dello 0,50%. Da allora, i rendimenti sono saliti a oltre l’1,5%, per effetto del vento contrario delle aspettative di crescita dell’inflazione, e il trend prosegue al rialzo.

Non sono solo gli investitori in obbligazioni ad essere preoccupati, ma sempre più anche i detentori di azioni, perché un fattore significativo che ha contribuito

Oliver Prinz



Co-CIO Bank Austria and Schoellerbank (Austria)

all'impressionante risalita dei mercati azionari, dopo il crollo indotto dalla pandemia, è stato indubbiamente il contesto di tassi estremamente bassi. Dato il livello storicamente contenuto dei tassi d'interesse, molti investitori sono costretti a comprare azioni, al fine di avere la possibilità di un rendimento reale positivo. Questi spostamenti di capitale dal mercato obbligazionario verso quello azionario si registrano da anni in misura crescente e creano le condizioni per ulteriori rialzi dei prezzi.

Ma cosa succederà quando questo relativo vantaggio delle azioni rispetto alle obbligazioni verrà meno? Un timore del genere sembra ancora infondato, dato che i mercati hanno fiducia nella "forward guidance" della Fed. Tuttavia, una riduzione degli acquisti di obbligazioni equivale a camminare sul filo del rasoio. Al momento, non si può ipotizzare la cessazione a breve dei programmi di acquisto di obbligazioni negli Stati Uniti. Ma la storia ha dimostrato che anche la semplice prospettiva di misure meno espansive può provocare brusche oscillazioni dei mercati del reddito fisso.

Fortunatamente, la Fed è riuscita finora a guidare le aspettative del mercato con un'abile strategia di comunicazione. Gli investitori in azioni dovrebbero prestare particolare attenzione alla qualità e alla diversificazione del portafoglio in uno scenario di crescita dei rendimenti. Sui mercati obbligazionari potrebbero presentarsi opportunità quando i tassi d'interesse saranno già in qualche misura aumentati. Fino a quel momento, si consiglia la massima prudenza con focus sulle scadenze più brevi e l'aggiunta di obbligazioni protette dall'inflazione.

Risposte dalla Germania

"Il 30 aprile ha segnato la fine dei primi 100 giorni di Joe Biden come presidente degli Stati Uniti. Come possiamo considerare il suo operato dal punto di vista del mercato dei capitali?"



Joe Biden, almeno secondo il metro di giudizio che il suo predecessore Donald Trump ha usato per se stesso, ossia la performance del mercato azionario, ha certamente messo a segno importanti risultati nei suoi primi 100 giorni in carica. Dal 20 gennaio al 30 aprile 2021, lo S&P 500 è salito dell'8,6%. Dal secondo dopoguerra solo due presidenti hanno fatto meglio: John F. Kennedy (8,7%) e Lyndon B. Johnson (12,0%). George Bush (8,0%) e Barack Obama (8,4%) ci sono andati vicino. Durante i primi 100 giorni di Donald Trump, i mercati sono saliti invece "solo" del 5,2%.

Philip Gisdakis



Co-CIO of Group Wealth Management and CIO
UniCredit Bank AG
(HypoVereinsbank) (Germany)

Anche la situazione dell'economia reale sotto la presidenza Biden registra un'evoluzione positiva. Nel primo trimestre del 2021, l'economia statunitense è cresciuta dell'1,6% trimestre su trimestre (in termini reali) un dato decisamente più alto rispetto alla zona euro, per esempio, dove si è assistito a una contrazione dello 0,6%. Anche i dati relativi al mercato del lavoro sono molto positivi. Nei primi quattro mesi del 2021, sono stati creati 1,8 milioni di nuovi posti di lavoro. Nel 2020 i posti di lavoro persi sono stati oltre 9 milioni.

L'amministrazione Biden ha proposto piani ambiziosi, varandone già alcuni. Il programma di stimolo da 1.900 miliardi di dollari ("American Rescue Act") ha senza dubbio giocato un ruolo significativo. Sono in discussione altri programmi, come un pacchetto per le infrastrutture da 2.300 miliardi di dollari ("American Jobs Plan") e un altro piano a sostegno di istruzione e salute da 1.800 miliardi ("American Families Plan"). Tuttavia, gli ultimi due piani non sono ancora stati approvati dal Congresso e possiamo attenderci qualche modifica. Inoltre, gli Stati Uniti hanno attuato uno straordinario programma di vaccinazione sotto la presidenza Biden. Il 43% degli americani è stato vaccinato almeno con una dose, e quasi un terzo è stato completamente vaccinato (i rispettivi dati della zona Euro sono 25% e poco meno del 10%). I tassi di infezione stanno nel contempo diminuendo notevolmente nonostante le riaperture.

Pur in un contesto di euforia dei mercati, ci sono anche fattori non particolarmente graditi, come i previsti aumenti delle imposte per finanziare gli investimenti proposti per infrastrutture, istruzione e salute. Inoltre, i rischi d'inflazione dovuti ai giganteschi programmi di stimolo finanziati dal debito preoccupano sempre più alcuni osservatori. I mercati potrebbero quindi essere ancora gravati da qualche minaccia. Tuttavia, un aumento massiccio e sostenuto dell'inflazione è piuttosto improbabile, e la riforma fiscale non dovrebbe necessariamente essere vista come economicamente negativa. Dipenderà da come verranno utilizzati i fondi. Non si può comunque negare che l'economia statunitense abbia beneficiato dei tagli fiscali di Trump, almeno nel breve termine.

Non c'è da stupirsi, quindi, che gli indici di consenso politico di Joe Biden siano abbastanza buoni. Ciò nonostante, le profonde divisioni nella società sono lungi dall'essere superate e rimangono un ostacolo. Presto l'attenzione si sposterà sulle elezioni di metà mandato. Non sarebbe insolito che il partito del presidente in carica perdesse seggi in parlamento. La maggioranza democratica in entrambe le camere del Congresso non è ampia e una perdita della maggioranza limiterebbe significativamente lo spazio di manovra del presidente.

Anche per questo motivo, il tempo che i democratici hanno per attuare la loro agenda e approvare le leggi alla Camera non è molto, ed è importante non perdere questa occasione.

A livello internazionale, la svolta dell'amministrazione Biden in politica estera – con il riavvicinamento agli alleati storici e il ritorno all'accordo di Parigi sul clima – costituisce un segnale importante e positivo. Il commercio globale sta crescendo e beneficia della prevedibile fine della pandemia, ma il conflitto con la Cina rimane irrisolto e sarà probabilmente un elemento determinante dei prossimi anni. Gli impulsi nazionalisti e populistici rimangono quindi un fattore da non sottovalutare, anche sotto il nuovo Governo. La strategia restrittiva sulle esportazioni di vaccini da parte di Stati Uniti e Regno Unito verso l'UE è un fattore che non può essere trascurato – soprattutto alla luce del fatto che anche per i paesi più ricchi del mondo la pandemia potrà essere considerata sotto controllo solo con un successo della campagna di vaccinazione su scala globale.

Disclaimer

La presente pubblicazione di UniCredit S.p.A., Cordusio SIM S.p.A., UniCredit Bank Austria AG, Schoellerbank AG e UniCredit Bank AG (di seguito congiuntamente “Gruppo UniCredit”) è indirizzata ad un pubblico indistinto di investitori e viene fornita gratuitamente a titolo meramente informativo. Essa non costituisce raccomandazione personalizzata o attività di consulenza da parte del Gruppo UniCredit né, tantomeno, offerta al pubblico di alcun genere né un invito ad acquistare o vendere strumenti finanziari. UniCredit S.p.A., Cordusio SIM S.p.A., UniCredit Bank Austria AG, Schoellerbank AG, UniCredit Bank AG e le altre società del Gruppo UniCredit possono avere uno specifico interesse riguardo agli emittenti, agli strumenti finanziari o alle operazioni eventualmente oggetto della pubblicazione, od intrattenere rapporti di natura bancaria con gli emittenti stessi. Eventuali stime e/o valutazioni contenute nella presente pubblicazione rappresentano l’opinione autonoma e indipendente del Gruppo UniCredit e, al pari di tutte le informazioni in essa riportate, sono date in buona fede sulla base dei dati disponibili alla data della pubblicazione, tratte da fonti attendibili, ma aventi valore puramente indicativo e suscettibili di variazioni in qualsiasi momento dopo la pubblicazione, sulla cui completezza, correttezza e veridicità il Gruppo UniCredit non rilascia alcuna garanzia e non assume alcuna responsabilità. Gli interessati dovranno pertanto effettuare le proprie valutazioni di investimento in modo del tutto autonomo e indipendente, facendo affidamento esclusivamente sulle proprie considerazioni delle condizioni di mercato e delle informazioni complessivamente disponibili, anche in coerenza con il proprio profilo di rischio e la propria situazione economica.

Si evidenzia inoltre che:

1. Le informazioni relative ai risultati passati di uno strumento finanziario, di un indice o di un servizio di investimento non sono indicative di risultati futuri.
2. Se l’investimento è denominato in una divisa diversa dalla divisa dell’investitore il valore dell’investimento può subire delle forti oscillazioni in funzione delle variazioni dei tassi di cambio e avere un effetto indesiderato sulla redditività dell’investimento.
3. Investimenti che offrono alti rendimenti possono subire delle forti oscillazioni in termini di prezzo a seguito di eventuali declassamenti del merito di credito. In caso di fallimento dell’emittente l’investitore può perdere l’intero capitale.
4. Investimenti ad alta volatilità possono essere soggetti ad improvvise e notevoli diminuzioni di valore, potendo generare rilevanti perdite al momento della vendita fino all’intero capitale investito.
5. In presenza di eventi straordinari può essere difficile per l’investitore vendere o liquidare taluni investimenti o ottenere informazioni attendibili sul loro valore.
6. Se le informazioni si riferiscono a uno specifico trattamento fiscale, si evidenzia che il trattamento fiscale dipende dalla situazione individuale del cliente e può essere soggetto a modifiche in futuro.
7. Se le informazioni si riferiscono a risultati futuri, si evidenzia che esse non costituiscono un indicatore affidabile di tali risultati.

Il Gruppo UniCredit non potrà in alcun modo essere ritenuto responsabile per fatti e/o danni che possano derivare a chiunque dall’utilizzo del presente documento, tra cui, a mero titolo esemplificativo, danni per perdite, mancato guadagno o risparmio non realizzato.

I contenuti della pubblicazione – comprensivi di dati, notizie, informazioni, immagini, grafici, disegni, marchi e nomi a dominio – sono di proprietà rispettivamente di UniCredit S.p.A., Cordusio SIM S.p.A., UniCredit Bank Austria AG, Schoellerbank AG e UniCredit Bank AG se non diversamente indicato, coperti da copyright e dalla normativa in materia di proprietà industriale. Non è concessa alcuna licenza né diritto d’uso e pertanto non è consentito riprodurre i contenuti, in tutto o in parte, su alcun supporto, copiarli, pubblicarli e utilizzarli a scopo commerciale senza preventiva autorizzazione scritta di rispettivamente di UniCredit S.p.A., Cordusio SIM S.p.A., UniCredit Bank Austria AG, Schoellerbank AG e UniCredit Bank AG salva la possibilità di farne copia per uso esclusivamente personale.