



## Raiffeisen Capital Management: uno sguardo ai mercati alla fine del primo trimestre 2021

Le valutazioni e i posizionamenti seguenti rappresentano la situazione in un dato momento e possono cambiare in qualsiasi momento e senza preavviso. Non costituiscono alcuna previsione per l'andamento futuro dei mercati finanziari o dei fondi di Raiffeisen Capital Management.

Dopo una prima fase caratterizzata da buoni rialzi a gennaio, le classi di attivo hanno reagito in modo eterogeneo alle prospettive di una normalizzazione conseguenti all'attuazione di una concreta campagna vaccinale che, ad oggi, rimane in fase di rodaggio. La reazione delle banche centrali alla crisi sanitaria dovuta alla pandemia del Covid-19 aveva modificato la decorrelazione tra asset class. Oggi, il recente scenario guidato dalla risalita dei rendimenti dei "Treasury" decennali statunitensi, ha posto un nuovo interrogativo sui rendimenti attesi, non solo sulla parte obbligazionaria del portafoglio, ma soprattutto sull'azionario. Ti questi ed altri temi discutiamo con il team di gestione azionario, obbligazionario e multi-asset strategies di Raiffeisen Capital Management.

### 1. I dati macroeconomici prospettici si mantengono su livelli di ripresa molto positivi nelle principali economie, sebbene permangano marcate differenze e una certa prudenza sulle stime, in particolare nella zona euro. Qual è la vostra visione di mercato per il 2021 relativamente ai dati di crescita economica ed inflazione nelle diverse aree?

Negli **Stati Uniti** l'economia ha iniziato l'anno con più slancio di quanto i mercati pensassero solo un paio di mesi fa. L'enorme accelerazione del tasso di vaccinazione, il grande rallentamento delle nuove infezioni, il calo del tasso di ospedalizzazione e la diminuzione del tasso di mortalità stanno permettendo a molti Stati di togliere le restrizioni alla mobilità e di riaprire settori dell'economia duramente colpiti. Inoltre, il pacchetto fiscale approvato il giorno di Natale dal Congresso sta già avendo un impatto positivo sui consumi privati. Con il nuovo pacchetto, di dimensioni doppie rispetto all'ultimo, il sostegno all'economia sarà ancora maggiore in futuro. L'economia statunitense crescerà probabilmente di almeno il 6% in media quest'anno. In **Europa** la

pandemia sta ancora avendo un enorme impatto deprimente sulla crescita economica, ma questo dovrebbe cambiare in futuro, dato che il tasso delle vaccinazioni dovrebbe migliorare enormemente da aprile in poi. Questo implica una sostanziale accelerazione della crescita economica a partire dal secondo trimestre, con un'enorme domanda "repressa" dal lato dei consumatori. Il PIL europeo dovrebbe crescere di quasi il 5% nel 2021, sostenuto dai consumi e dalla domanda esterna, oltre che da politiche monetarie e fiscali espansive.

Le **aspettative di inflazione** sono aumentate di recente sul mercato, con prezzi più alti per le materie prime e la politica fiscale espansiva degli Stati Uniti come ragioni principali alla base di questo sviluppo. A causa degli effetti di base, i tassi d'inflazione salteranno più in alto a partire dalla primavera, ma probabilmente si attenueranno in seguito negli Stati Uniti. In Europa l'effetto base si protrarrà nella seconda metà dell'anno. Quindi, temporaneamente, sia negli Stati Uniti che in Europa i tassi d'inflazione saranno un po' più alti degli obiettivi delle banche centrali per qualche tempo quest'anno. Tuttavia, in



Europa è molto probabile che l'inflazione scenda di nuovo in modo sostanziale nel 2022. Un aumento sostenuto dell'inflazione non è possibile senza un mercato del lavoro rigido, il che è improbabile nel 2021. In media, l'inflazione statunitense dovrebbe essere del 2,5% quest'anno, mentre l'Europa dovrebbe registrare un 1,4% molto più basso.

**2. Nonostante la conferma di un posizionamento espansivo della FED e della BCE gli investitori prendono profitti sui governativi, spostandosi su una strategia di cautela in attesa di una verifica sulla crescita economica e di un possibile aumento indesiderato dell'inflazione. Questo atteggiamento quanto può incidere ancora sui titoli obbligazionari sovrani? Come vedete i rendimenti governativi da qui a fine anno?**

Con le campagne di vaccinazione in corso in tutto il mondo, i mercati stanno scontando la fine della pandemia e la fine delle restrizioni economiche causate da essa. Le prospettive economiche si stanno illuminando con una politica monetaria e fiscale molto allentata. Se i divari di produzione economica sono ancora grandi, questi verranno chiusi molto presto, in particolare negli Stati Uniti. E questo porta sul tavolo le questioni dell'inflazione più alta e il percorso verso la fine del sostegno monetario "estremo". I mercati si muovono prima delle banche centrali, con queste ultime che molto spesso cercano di calmare quello che ai loro occhi sembra un comportamento irragionevole del mercato. In questo senso **la BCE interverrà probabilmente - con parole e acquisti di obbligazioni - in modo molto più aggressivo della Federal Reserve** se i rendimenti salissero troppo e troppo presto. La BCE ha infatti una strada molto più lunga da percorrere per raggiungere i suoi obiettivi monetari rispetto alla Fed. Quindi, nel complesso, i rendimenti obbligazionari saranno più alti alla fine dell'anno, ma solo

leggermente in Europa, mentre negli Stati Uniti - dopo una certa stabilizzazione come conseguenza della ripresa dei rendimenti già vista dall'inizio dell'anno - i rendimenti continueranno probabilmente la loro marcia verso l'alto, con una certa volatilità, fino alla fine dell'anno. E la Fed non si metterà davvero di traverso, con una discussione sulla riduzione degli acquisti di asset che si svilupperà probabilmente all'interno della banca centrale americana solo nella seconda metà dell'anno.

**3. L'estensione della volatilità sul mercato obbligazionario ha investito l'intero mondo del reddito fisso. Quali sono le vostre indicazioni alla luce dei posizionamenti del ciclo economico nelle diverse economie? Come gestire a proprio vantaggio i movimenti sulle valute per ottimizzare il portafoglio: acquisto di fondi in dollari Usa, Euro-Hedged o valute locali emergenti?**

Quest'anno è stato caratterizzato da una volatilità crescente sui mercati dei tassi dei Paesi sviluppati che si è riversata in parte anche sui mercati emergenti, mentre i mercati del credito si sono dimostrati finora resilienti. Lo stesso vale per i mercati azionari. Il **dollaro statunitense** - dopo essersi indebolito per la maggior parte del 2020 - ha mostrato una certa resilienza all'inizio di quest'anno e si è apprezzato del 3% rispetto all'euro. Le **valute dei mercati emergenti** si sono deprezzate rispetto al dollaro e sono rimaste sostanzialmente stabili rispetto all'euro. Nonostante la correzione relativamente pronunciata dei titoli di Stato statunitensi, riteniamo che il contesto per l'aumento dei rendimenti dei "Treasury" sia ancora presente nel 2021. L'ulteriore aumento dei rendimenti sarà guidato sia da un forte rimbalzo dell'economia che dai timori di un "overshoot" dell'inflazione. Mentre questa non è di per sé una cattiva notizia per le imprese, è un po' contrastante per i mercati emergenti. L'aumento dei rendimenti



reali statunitensi tende a mettere sotto pressione le valute emergenti, poiché l'ambiente monetario diventa più restrittivo e si verificano deflussi verso il dollaro. L'aumento dei rendimenti dei Treasury significa "vento contrario" per la performance assoluta degli investimenti nei mercati emergenti in valuta forte, ma con l'opportunità di spread più stretti a causa della ripresa economica a livello globale per il resto dell'anno.

Tenendo conto di tutto questo, il posizionamento relativamente più sicuro potrebbe attualmente essere rappresentato dalle **obbligazioni societarie in euro**. I fondamentali sono migliorati di recente, il che si è concretizzato in un miglioramento delle "migrazioni dei rating" e in tassi di default relativamente bassi. Ci aspettiamo che la sovraperformance di questa classe di attivo continui rispetto ai titoli di Stato. Rispetto alle obbligazioni dei mercati emergenti, le imprese "investment grade" in euro beneficiano dei programmi di acquisto della BCE, mentre rispetto ai titoli di stato in euro un chiaro vantaggio è rappresentato dalla durata significativamente più breve di questi ultimi.

Le aspettative di rendimento delle **obbligazioni dei mercati emergenti** dipendono in gran parte dall'andamento dei rendimenti nel 2021. Tuttavia, i fondamentali non si sono rivelati così scarsi come ci si aspettava durante la fase iniziale della pandemia, i tassi di default sono stati e rimarranno relativamente bassi grazie al supporto del FMI sullo sfondo per tutto il 2021. Inoltre, le politiche monetarie e fiscali globali molto allentate aiuteranno le prospettive di crescita nei mercati emergenti e nelle materie prime. La ripresa della crescita globale potrebbe sostenere gli spread delle obbligazioni dei mercati emergenti in valuta forte e delle valute locali, anche se i rendimenti del dollaro USA sono in crescita costante ma non erratica.

In un contesto di portafoglio globale, sarebbe consigliabile coprire la valuta in attività in USD. Le

obbligazioni dei mercati emergenti in valuta locale dovrebbero continuare a sovraperformare i titoli di Stato in euro nel 2021.

#### 4. L'attesa di una pressione inflazionistica ha portato un'ondata di flussi di investimento sugli asset finanziari correlati a commodity e petrolio. Che posizionamento suggerite per i prossimi mesi e quali materie prime ritenete più utili per un portafoglio di investimento? Una posizione sui metalli preziosi?

Durante questo primo trimestre, che sta per concludersi, abbiamo potuto osservare delle dislocazioni record dei prezzi a causa di un enorme eccesso di offerta che incontra la mancanza di domanda. Il miglior esempio è il **petrolio greggio, che è tuttora in territorio negativo**. Questo ci ricorda che le materie prime non sono solo uno specchio delle aspettative di crescita globale, ma anche dei beni fisici che devono essere conservati da qualche parte. Dopo una prima fase di panico, gli investitori hanno capito che ci sarà un mondo oltre il flusso di notizie negative relative al COVID-19 e hanno iniziato a comprare selettivamente a prezzi d'occasione. Un mondo senza rame è attualmente impensabile. Questo vale anche per l'alluminio, lo stagno, il nichel, il piombo, ecc. Pertanto, i prezzi dei metalli industriali hanno registrato un "vento di coda" conseguentemente alle fantasie di immediate riaperture a livello globale in combinazione con il concretizzarsi in tutto il mondo dei piani innovativi sulle infrastrutture verdi. **I metalli preziosi, e specialmente l'oro, sono ancora dei beni rifugio** che gli investitori amano durante le fasi di stress del mercato. Tuttavia, quando l'attività economica è in ripresa, il metallo brilla meno per molti investitori a causa della mancanza di rendimenti. Le materie prime e specialmente i metalli preziosi possono giocare un ruolo importante in un robusto portafoglio multi-asset grazie alle loro proprietà di



diversificazione. I metalli industriali e l'energia sono più correlati al ciclo, mentre i metalli preziosi possono agire come un vero e proprio "diversificatore" per gli asset rischiosi nel lungo periodo. È anche importante scegliere lo strumento giusto per questi investimenti e quindi minimizzare i costi di rollaggio dei futures.

**5. Dopo la salita di inizio anno, le borse sono state oggetto di rotazione e volatilità; quali sono le vostre prospettive sulle borse azionarie per l'intero 2021? Quanto pensate possa ancora incidere l'impatto della ripresa post Covid-19? Quali sono le vostre previsioni sulle valutazioni P/E e sull'andamento degli utili societari dei maggiori indici di borsa?**

**Il nostro outlook complessivo sui mercati azionari per il 2021 è abbastanza positivo** in quanto la combinazione delle prospettive di ripresa economica e degli utili, da un lato, e dei tassi di interesse e dei rendimenti obbligazionari storicamente bassi come conseguenza delle politiche ancora espansive delle banche centrali, dall'altro, appare attraente per le azioni soprattutto in relazione alle obbligazioni. Al momento ci aspettiamo una buona prima metà dell'anno e una seconda metà più "consolidata", dato che i discorsi del mercato sulla riduzione dei programmi di acquisto di obbligazioni ("tapering") e sui primi rialzi dei tassi aumenteranno come "vento contrario" per gli asset rischiosi quanto migliore e sostenibile sarà la ripresa economica nei prossimi mesi.

La ripresa post-Covid-19, sostenuta da programmi di stimolo dei governi, si tradurrà in tassi di crescita molto più alti rispetto ad altri periodi di recupero e soprattutto agli anni di bassa crescita prima della crisi del Covid-19. Questo avrà come conseguenza, almeno temporaneamente, un significativo aumento dei tassi d'inflazione, pari o forse superiori agli obiettivi delle banche centrali del 2%. Perciò

vedremo un ulteriore irripidimento ("steepening") della curva dei rendimenti che dovrebbe essere visto come una conferma della ripresa economica, dato che le banche centrali eserciteranno ancora un controllo sul livello dei rendimenti dei mercati.

Per quanto riguarda le **valutazioni**, il mercato azionario nel suo complesso, con le tipiche differenze regionali, è prezzato abbastanza oltre la media su base assoluta e solo la successiva conferma di una convincente ripresa della crescita degli utili potrà sostenere l'ulteriore sviluppo del mercato. All'interno del mercato azionario, i settori ciclici - che dovrebbero beneficiare maggiormente della ripresa economica e di quella degli utili - dovrebbero continuare la propria sovraperformance, poiché le loro valutazioni sono relativamente a buon mercato. Di conseguenza, il 2021 dovrebbe essere un anno di performance nettamente migliori per i titoli "value" rispetto a quelli "growth".

**6. Quali sono le vostre strategie di portafoglio tra azioni, obbligazioni e liquidità? In un portafoglio ben diversificato quali sono le raccomandazioni sull'obbligazionario e sull'azionario? Se doveste giocare un'idea di investimento per i prossimi mesi su quale sareste più fiduciosi e perché?**

Per il momento è consigliabile una sovrapponderazione azionaria, soprattutto rispetto alle obbligazioni. Il contesto è ancora solidamente favorevole alle azioni, mentre le obbligazioni sono continuamente sotto assedio. All'interno delle azioni, l'Europa, i mercati emergenti, i titoli ciclici, i "value" e le small-cap dovrebbero venir sovrapponderati a scapito degli Stati Uniti, dei titoli difensivi, dei "growth" e delle large-cap.

Un'idea d'investimento interessante è quella di posizionarsi in maniera "long" sulle small-cap americane (misurate dal Russel 2000) contro le large-cap "growth" americane (misurate dal Nasdaq 100).



Le small-cap saranno beneficiarie della ripresa economica e beneficeranno in particolare dello stimolo fiscale in corso. I titoli "growth", in generale, e i grandi titoli tecnologici, in particolare, sono costosi, eccessivamente posseduti ("overowned") e influenzati negativamente dall'aumento dei rendimenti dei "Treasuries" americani.

**Gli investimenti in fondi sono esposti al rischio di oscillazioni dei corsi o di perdita del capitale.**

#### **Documento per uso interno del consulente**

Questo è un documento ad uso interno del consulente. Il presente documento di consulenza potrebbe talvolta contenere una rappresentazione favorevole delle caratteristiche di un prodotto o mercato. In questo contesto, desideriamo sottolineare che al cliente devono essere fornite informazioni equilibrate sul rispettivo prodotto o mercato. Il profilo di rischio-rendimento dei fondi non è paragonabile a quello di un libretto di risparmio tradizionale. Gli investimenti in fondi sono associati a rischi più elevati, che potrebbero anche portare alla perdita del capitale investito. Informazioni più dettagliate sui prodotti (prospetto informativo, KID, ecc.) sono disponibili sul sito [www.rcm-international.com](http://www.rcm-international.com)

Data di aggiornamento: 16 Marzo 2021; Raiffeisen Kapitalanlage GmbH, Mooslackengasse 12, 1190 Vienna

Per favore pensa all'ambiente  
prima di stampare.

