



## Raiffeisen Capital Management: uno sguardo ai mercati alla fine del terzo 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.

Il rapporto tra corsi azionari e utili aziendali, in breve il rapporto P/E, di un paniere azionario globale attualmente è pari a 24. Nel contesto storico questo è un dato relativamente alto perché solo il 15% circa delle osservazioni degli ultimi cinquant'anni mostra una valutazione di almeno quest'ordine di grandezza. In altre parole: nell'85% del tempo le azioni erano più convenienti di adesso. Se si neutralizzano le fluttuazioni degli utili aziendali, il risultato non migliora. Al contrario: questo approccio di valutazione più stabile suggerisce addirittura che le azioni sono ancora più "care" nel confronto storico. Ma perché noi investitori ci preoccupiamo di queste cosiddette valutazioni, di queste chiacchiere che ci dicono che le azioni sono già (troppo) care? Questo interesse è estremamente rilevante, soprattutto se si adotta una visione di lungo termine. Perché il livello della valutazione al momento dell'investimento è indirettamente legato ai rendimenti attesi dell'investimento. Per essere chiari: più basso sarà il prezzo d'acquisto, migliore sarà la performance - e viceversa.

**1. Le recenti proiezioni vedono dati macroeconomici prospettici in assestamento dopo gli ottimi risultati delle principali economie sviluppate. Si evidenziano difficoltà in Cina, condizionata in parte dalla strategia politica della 'prosperità comune', soprattutto per il suo impatto globale. Qual è la vostra view per il 2021 e 2022 rispetto ai dati di crescita economica, ma anche all'inflazione nelle diverse aree?**

La crescita del **PIL statunitense** dovrebbe rallentare da quasi il 6% nel 2021 a circa il 4% nel 2022. Mentre gli investimenti privati rimarranno solidi, il consumo privato dovrebbe rallentare notevolmente, poiché la domanda "repressa" a causa della pandemia verrà presto soddisfatta, soprattutto per quanto riguarda i beni di consumo. Tuttavia, la domanda di servizi continuerà a recuperare, sostenendo così la crescita. Una politica fiscale meno favorevole dovrebbe essere

compensata da un mercato del lavoro più solido e da un tasso di risparmio privato ancora elevato.

L'**inflazione USA** è aumentata in modo deciso quest'anno, principalmente a causa degli effetti di base e dei prezzi più alti delle materie prime. La maggior parte di essa sembra essere di natura transitoria ed è causata dalla riapertura dell'economia dopo la revoca dei vari "lockdowns". Di conseguenza, la media dell'anno solare scenderà dal 4,3% nel 2021 al 3,3% nel 2022. Tuttavia, questo rappresenterebbe un livello tuttora più elevato rispetto ai livelli pre-pandemici, dato che alcuni problemi di approvvigionamento probabilmente si protrarranno per un periodo di tempo un po' più lungo.

La crescita del **PIL cinese** rallenterà da oltre l'8% nel 2021 a circa il 5% nel 2022. Dopo la ri-accelerazione post-pandemica nella seconda metà



del 2020 e nella prima metà del 2021, sostenuta dalla forte domanda globale di beni di consumo cinesi e da dati di produzione stellari, gli investimenti privati e i consumi hanno sottoperformato nel resto del 2021. La riapertura delle economie occidentali e il cambiamento della dinamica dei consumi dai beni ai servizi ha indebolito la domanda di esportazioni cinesi. L'implementazione di restrizioni per il mercato immobiliare per ridurre le oscillazioni dei prezzi degli immobili, limitando i prestiti bancari ai "developers" immobiliari e applicando regole di indebitamento anche per questi soggetti, ha portato alla diminuzione degli investimenti immobiliari e ai problemi di finanziamento. Inoltre, l'inevitabile bancarotta di **Evergrande** porta ulteriori incertezze quali il nuovo quadro normativo in altre industrie come nel settore tecnologico o in quello del "gaming". Inoltre, gli obiettivi di decarbonizzazione cinesi, che stanno già causando carenze energetiche, minacciano le prospettive di crescita. Tuttavia, le autorità cinesi non permetteranno alla crescita di scendere sotto il livello del 2022 grazie a un ulteriore allentamento mirato della politica monetaria da parte della PBOC e a una politica fiscale più favorevole fino alla fine dell'anno. Inoltre, ci si aspetta una gestione della bancarotta di Evergrande che non influisca sul mercato e sulla crescita.

Per l'**Eurozona** ci aspettiamo che la crescita del PIL nel 2022 rallenti al 4,5%, dal 5,0% di quest'anno. Mentre il 2021 è stato caratterizzato da una forte spesa pubblica e da un rimbalzo dei consumi, il 2022 vedrà un'ulteriore accelerazione della spesa dei consumatori per i servizi. Inoltre, ci aspettiamo che la crescita si riequilibri verso gli investimenti nella seconda metà del 2022.

L'**inflazione UE** sarà in media del 2,4% nel 2021, poiché gli effetti di base e una forte accelerazione

dei prezzi dell'energia spingeranno i tassi annuali verso l'alto. La maggior parte di questi effetti sono transitori e l'inflazione dovrebbe scendere all'1,9% nel 2022. Tuttavia, le "strozzature" dell'offerta in corso suggeriscono che le pressioni inflazionistiche potrebbero richiedere più tempo per dissiparsi. Nel medio termine ci aspettiamo che la crescita moderata dei salari si riaffermi come determinante di medio termine dell'inflazione sottostante.

## 2. Quali sono le vostre indicazioni sui credit spreads alla luce del ciclo economico nelle diverse economie sviluppate ed emergenti, anche rispetto al caso cinese Evergrande? Come gestire a proprio vantaggio i movimenti sulle valute?

I mercati del credito mostreranno ancora una volta una significativa sovraperformance rispetto ai mercati dei tassi nel 2021. **Il modello è molto simile per i mercati del credito statunitensi ed europei:** le categorie di rating più basse e le classi di attivo con duration più breve ne beneficeranno maggiormente. Ci aspettiamo che queste tendenze continuino nei prossimi mesi. Vanno comunque sottolineate alcune avvertenze: il credito è prezzato quasi alla perfezione. I credit spreads delle società euro-investment grade a +85 bps rispetto ai bund sono scambiati solo a poco più del 10% sopra il livello minimo degli ultimi 10 anni. All'interno del comparto europeo HighYield il premium spread di 300 bps rispetto ai Bund è di circa il 30% sopra il livello minimo dello stesso periodo. Questo significa che il margine di errore è relativamente piccolo, specialmente con le società investment grade.

I livelli di spread creditizio relativamente "stretti" implicano anche che **la sensibilità del credito ai tassi è aumentata.** Dato che ci aspettiamo rendimenti negativi per i tassi d'interesse (Bund e Treasuries) nei



prossimi 12 mesi, questo implica anche “venti contrari” per le obbligazioni societarie.

Le **banche centrali** diventeranno più restrittive. Un minore sostegno da parte delle banche centrali porterà a una maggiore volatilità degli asset rischiosi. Questo implicherà un aumento di volatilità anche per le obbligazioni societarie.

La visione complessivamente costruttiva sul credito è sostenuta dai fondamentali positivi (sia micro che macro) e dalla mancanza di alternative, soprattutto nei mercati a reddito fisso in euro.

Per quanto riguarda la situazione di **Evergrande**, una ristrutturazione del debito è già scontata dai mercati. A causa delle dimensioni del potenziale default, della distribuzione dei creditori e della struttura delle attività in default, non ci aspettiamo che questo porti a un significativo “repricing” del credito nei prossimi mesi.

Per quanto riguarda la gestione valutaria, le nostre opinioni sul mercato dipendono da valutazioni qualitative fondamentali e da modelli quantitativi. **Nel complesso ci aspettiamo un euro più forte rispetto al dollaro USA nel medio termine.**

Nella prima metà del 2021 gli spread dei **mercati emergenti** sono diminuiti e hanno “ovattato” la performance negativa derivante dal graduale aumento dei rendimenti del dollaro. Con la FED che si concentra maggiormente sulle pressioni inflazionistiche transitorie, gli spread dei mercati emergenti si sono ampliati fino a raggiungere i livelli di inizio anno dopo il fallimento di Evergrande. Non ci aspettiamo quasi nessun ulteriore effetto sugli spread globali dei mercati emergenti da Evergrande. Ciononostante, ci immaginiamo un ulteriore aumento degli spread societari cinesi high yield in USD per il 2022 a causa delle incertezze nelle prospettive di

crescita e nel mercato immobiliare. Tuttavia, **l'imminente inizio del già annunciato “tapering” da parte della FED potrebbe aumentare la pressione sul debito in valuta forte dei mercati emergenti.** I tassi di cambio delle valute emergenti sono finiti sotto pressione a causa dell'inflazione globale e delle discussioni sui “colli di bottiglia” dal lato dell’offerta all'inizio dell'anno, che potrebbero essere recuperati fino all'inizio dell'estate 2022. La svolta della FED a giugno ha nuovamente messo sotto pressione le valute emergenti, così come il caso Evergrande e le aspettative di tapering. Le valute emergenti hanno prevalentemente perso terreno contro l'euro negli ultimi anni e possono essere considerate come sottovalutate a lungo termine. Un ulteriore stimolo della Cina nei prossimi mesi e l'aumento dei tassi d'interesse da parte delle banche centrali dei paesi emergenti, a causa delle pressioni inflazionistiche, potrebbero essere di supporto nel breve periodo.

**3. Si sta parlando di ‘Power Crunch’ a seguito del rialzo generalizzato di materie prime ed energia. Sono intanto aumentati i flussi di investimento sugli asset finanziari correlati a commodities e petrolio. Quali sono i vostri suggerimenti per il portafoglio di investimento? Oro e metalli preziosi?**

Dopo i disagi dovuti alla pandemia del COVID-19, le materie prime erano scese a livelli di prezzo stracciati che hanno attirato molti investitori verso queste asset class. Guardando al livello del settore delle materie prime, è fondamentale capire che **ci sono diversi “drivers” di prezzo per ogni materia prima.** Il grande eccesso di offerta di petrolio durante il primo semestre 2020 ha portato a una **massiccia riduzione degli impianti di perforazione** che non può essere riportata ai livelli pre-crisi con la stessa velocità con cui l'attività economica si sta riprendendo. **Un'estate calda** e l'implicito uso estensivo dell'aria condizionata è stato un ulteriore



fattore che ha impedito ai fornitori di energia di rifornirsi a piena capacità, mentre le **condizioni meteorologiche globali** non erano ottimali per le fonti di energia rinnovabile, come i parchi eolici nel Mare del Nord o le centrali idroelettriche in Brasile. Le fabbriche di diverse industrie ad alta intensità energetica hanno già ridotto o chiuso la propria attività a causa dell'**impennata dei prezzi**. Finché la paura stagionale di un inverno freddo si combinerà con il calo delle scorte, i prezzi dell'energia potranno ancora salire un po'. D'altra parte, la motivazione a ridurre lo spreco di energia e a sostituirla con alternative più economiche o rinnovabili, dove possibile, allevierà un po' l'attuale carenza. **I metalli industriali e specialmente il rame sono stati fortemente richiesti** a causa delle aspettative sulle riaperture dei partecipanti al mercato. Inoltre, **il rame e altri metalli come il nichel, lo stagno e il piombo avranno un ruolo importante nella transizione verso infrastrutture più verdi** in tutto il mondo. I metalli preziosi e specialmente l'oro rappresentano ancora beni-rifugio sicuri che gli investitori amano durante gli stress del mercato. Guardando più da vicino i metalli preziosi vediamo anche che l'argento, il platino e il palladio hanno caratteristiche di metalli industriali che giocano un ruolo importante per le innovazioni verdi come la riduzione delle emissioni e i pannelli solari. Nel contesto di portafoglio multi-asset diversificato, un'allocazione percentuale a una sola cifra nelle materie prime fornisce un buon punto di partenza, combinato con un'allocazione nei metalli preziosi leggermente più alta rispetto agli indici standard, ciò in quanto le proprietà di diversificazione si sono rivelate storicamente vantaggiose.

**4. La stagione estiva, indicata tradizionalmente come la più volatile, si è dimostrata positiva, sebbene selettiva; quali sono le vostre prospettive sulle borse azionarie per la parte finale del 2021? Quali sono le**

**vostre previsioni sulle valutazioni P/E fwd dei maggiori indici di borsa per i prossimi dodici mesi?**

Abbiamo ancora una **visione generalmente costruttiva sulle azioni nel medio termine**. In effetti, negli ultimi mesi del 2021, la combinazione di un atteggiamento probabilmente più da "falco" delle banche centrali in risposta alla ripresa dell'economia e a tassi d'inflazione più elevati, da un lato, e il calo del ritmo di crescita degli utili, dall'altro, potrebbero essere più impegnativi per i mercati azionari, che quest'anno hanno fatto registrare una corsa enorme. Anche se gli utili sono migliorati notevolmente, l'impressionante performance del mercato, partendo dal punto più basso registrato nel 2020, ha già scontato questa ripresa degli utili e quindi la valutazione si è mantenuta al di sopra della media storica, soprattutto per gli Stati Uniti con la loro grande porzione di titoli "growth" giudicati come costosi. Rispetto al mercato azionario statunitense, la zona euro sembra essere molto più attraente dal punto di vista delle valutazioni e anche a causa della struttura settoriale molto più ciclica. Anche i mercati emergenti sembrano attraenti per le valutazioni a termine dell'indice P/E, ma queste sono accompagnate da fattori di rischio e volatilità più elevati.

**5. Asset Allocation: da inizio anno le obbligazioni hanno pesato ancora negativamente sulle performance. Quali sono le vostre strategie di portafoglio tra Bonds, Equities e Cash? In un portafoglio ben diversificato quali sono le raccomandazioni sull'obbligazionario e sull'azionario? Se doveste giocarvi un'idea di investimento nei mesi a venire su quale sareste più fiduciosi e perché?**

Siamo stati **sovrappesati nelle azioni per quasi un anno** e abbiamo beneficiato bene di questa



posizione. Dopo la forte performance dell'anno in corso, in cui molti mercati sono aumentati di oltre il 20%, **riduciamo ora la nostra allocazione** al livello neutrale. Lo stesso vale per le materie prime, dove chiudiamo la nostra sovrapponderazione. Il mercato si sta surriscaldando e, a nostro avviso, è ora di prendere profitto. **Per quanto riguarda i titoli di Stato, manteniamo per il momento la nostra posizione sottoponderata.** Le obbligazioni risentono dell'aumento dei tassi d'inflazione e di una politica monetaria un po' più restrittiva. La liquidità è stata sovrappesata. A brevissimo termine è un po' difficile

trovare idee d'investimento convincenti, per cui vogliamo aspettare opportunità migliori per attingere nuovamente al mercato

**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: 4 Ottobre 2021; Raiffeisen Kapitalanlage GmbH, Mooslackengasse 12, 1190 Vienna

Per favore pensa all'ambiente  
prima di stampare.

