

# La Bussola dei Mercati

## Maggio 2022



### LA SITUAZIONE MACROECONOMICA

- L'escalation dei rischi creati dalla guerra russa contro l'Ucraina, i tagli alle forniture energetiche che pesano sull'Unione Europea e le ricadute della strategia zero Covid della Cina continuano a fare pressione sull'economia e gli asset rischiosi.
- Dopo aver ignorato l'inflazione troppo a lungo, ora la Fed cerca di rincorrerla con rialzi dei tassi sostanziosi, mentre i funzionari della BCE stanno considerando un avvio rapido della contrazione già a luglio.
- Lo spazio per un ulteriore incremento dei rendimenti è più limitato visto che l'inflazione globale si avvicina al picco e i mercati scontano già una serie (troppo) lunga di rialzi aggressivi dei tassi.
- Conserviamo un modesto sottopeso delle azioni. Il credito offre un carry appetibile, ma preferiamo i segmenti più sicuri nell'Investment Grade (IG).

A cura del  
**TEAM DI RICERCA  
 FINANZIARIA & MACRO**



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

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

#### STATI UNITI

- + Le esportazioni nette hanno trascinato verso il basso il Pil del primo trim., ma la domanda interna resta in salute...
- + ...con il reddito da lavoro che bilancia l'impatto dell'inflazione sui consumi
- L'inflazione probabilmente è vicina al picco, scenderà molto lentamente
- ! La Fed è pronta a innalzare i tassi rapidamente nei prossimi mesi, il che intensifica i rischi per la crescita nel 2023

#### REGNO UNITO

- Atteso un incremento dell'1% del tasso di riferimento da parte della BoE
- I consumi risentono della crisi da «caro vita»
- L'inflazione è schizzata al 7% a/a

#### EUROZONA

- La guerra in Ucraina pesa sul sentiment e sulle aspettative, alimentando l'inflazione
- È aumentato il rischio che la BCE sia costretta ad anticipare la contrazione dei tassi
- + In aprile, l'indice PMI è avanzato
- + Misure politiche per mitigare i rincari dell'energia

#### CINA

- Sulla Cina pesano i lockdown anti-Covid
- Gli indici PMI si sono addentrati in territorio di contrazione
- + Si profila un'azione più decisa sul fronte della politica monetaria e fiscale

#### MERCATI EMERGENTI

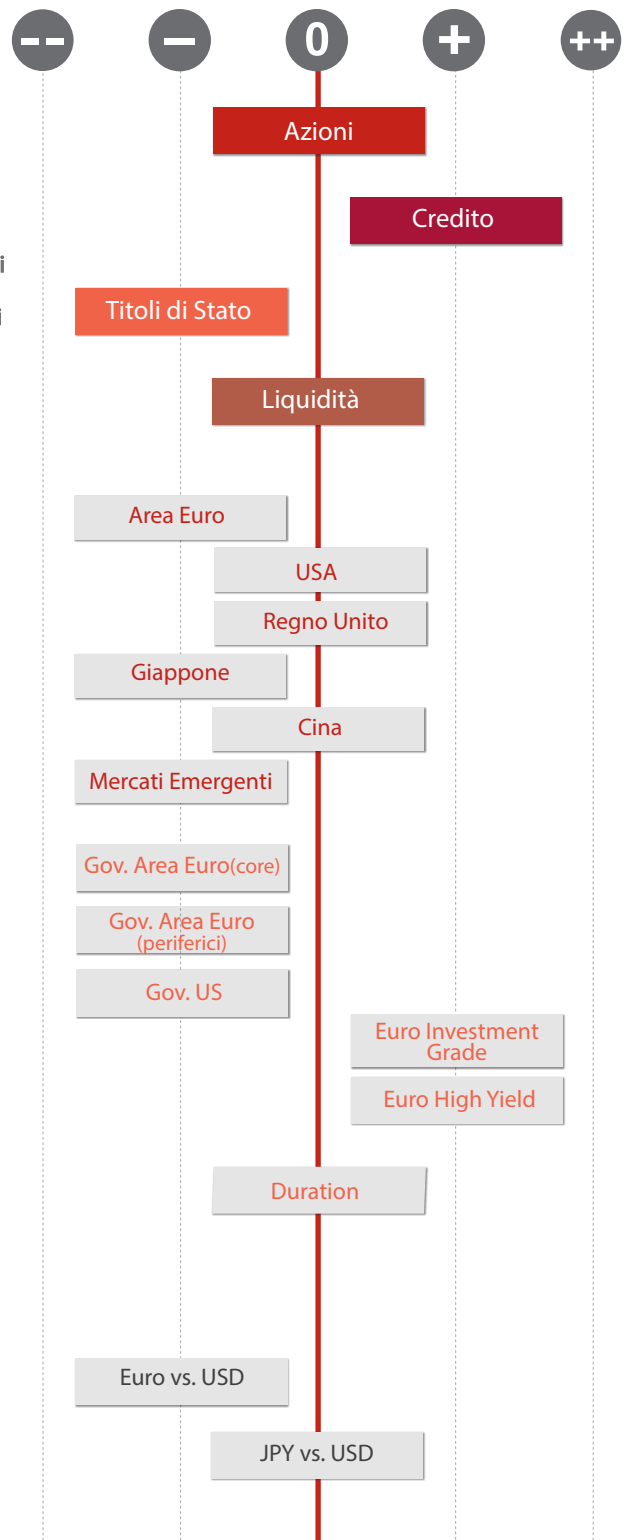
- Gli attivi dei Mercati Emergenti hanno sottoperformato in risposta ad una Fed più aggressiva e alle ansie per la crescita
- ! Finora l'America Latina è la regione meno vulnerabile, ma sta per attraversare un periodo fitto di appuntamenti elettorali
- La crescita dei Mercati Emergenti si prospetta in linea con quella del mondo sviluppato nel secondo trimestre
- + La Russia sta continuando a rimborsare il debito esterno, ma resta all'orizzonte lo spettro di un default tecnico

- + Positivo
- Negativo
- ! Attenzione a...

# COME ORIENTARSI NEGLI INVESTIMENTI?

- Mantenere il sottopeso dei titoli sovrani, soprattutto a lunga scadenza
- Moderato sottopeso delle azioni, considerando che comprare al ribasso è troppo rischioso
- Ampio sovrappeso del credito, enfasi su Investment Grade e settori difensivi
- All'interno del credito, preferire i finanziari ai non finanziari e le obbligazioni subordinate a ibridi e High Yield puro
- Modesto sovrappeso del cash

<b>Azioni</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Pressione su P/E e revisioni negative degli utili a causa dei timori di rallentamento del Pil e delle banche centrali aggressive.</li> <li>• Nel breve termine, manteniamo una posizione di lieve sottopeso nelle azioni, ma vediamo la possibilità di un ritorno totale positivo di circa il 6% da qui a 6-12 mesi.</li> <li>• Preferiamo gli USA e il Regno Unito all'EMU in virtù delle maggiori proprietà difensive e di protezione in caso di rallentamento.</li> </ul>
<b>Obbligazioni</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La correzione sui mercati dei titoli governativi probabilmente si attenuerà da qui in avanti.</li> <li>• Lo spread di rendimento transatlantico dovrebbe ridursi visto che i mercati hanno già ampiamente scontato i futuri rialzi della Fed.</li> <li>• Si annunciano ulteriori pressioni sugli spread delle obbligazioni dell'Area Euro non core, con il ritiro del sostegno da parte della BCE e le prospettive di crescita più deboli.</li> <li>• Confermiamo la preferenza per i titoli societari Investment Grade, in particolare finanziari.</li> </ul>
<b>Duration</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Duration moderatamente breve.</li> </ul>
<b>Valute</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Le preoccupazioni sul fronte geopolitico e l'incertezza sui tassi continueranno a supportare il dollaro nel breve termine.</li> <li>• L'EUR/USD però quota a uno sconto notevole, pertanto c'è un ampio margine di recupero quando le tensioni dovute alla guerra cominceranno ad attenuarsi.</li> <li>• La BoJ continua a muoversi in senso opposto alla tendenza globale di contrazione monetaria, lasciando le sorti dello yen alla mercé dei rendimenti USA.</li> </ul>



## ATTENZIONE A...

- L'escalation militare della Russia e le sanzioni innescano interruzioni delle forniture di gas in Europa
- Il ritiro più rapido delle misure di sostegno intacca la propensione al rischio e innesca un rallentamento
- Le mutazioni mettono alla prova l'efficacia dei vaccini imponendo nuove chiusure
- Ulteriori fonti di tensioni geopolitiche (Cina/Taiwan, Corea del Nord)

Probabilità:	Impatto:

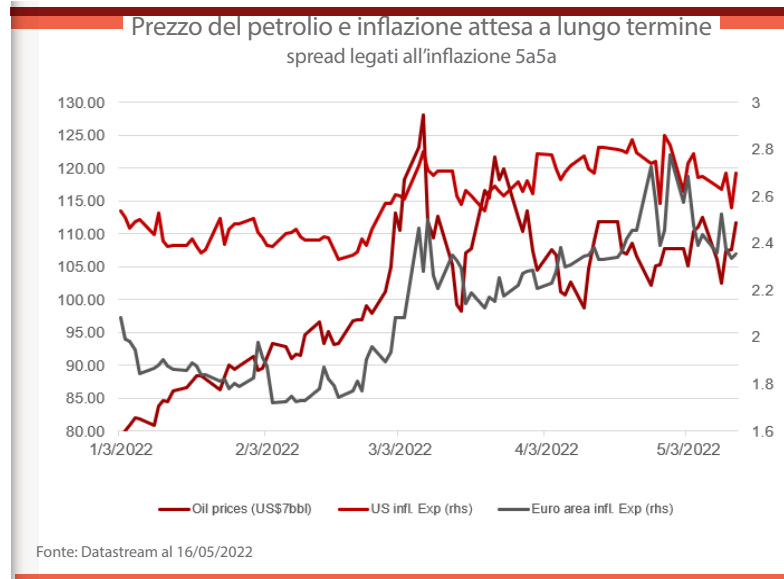
Probabilità: Alta ← → Bassa  
 Impatto: Alto ← → Basso

## FOCUS SPECIALE

Per ora le banche centrali danno priorità al contrasto dell'inflazione, in secondo piano i rischi per la crescita

In un mese difficile per le obbligazioni come per le azioni, l'inflazione in rialzo e le banche centrali aggressive hanno fatto impennare i rendimenti, mentre i premi al rischio sono stati spinti verso l'alto dalle preoccupazioni per la crescita e il contesto geopolitico. L'azionario globale ha subito la battuta d'arresto mensile più pesante dalla correzione di marzo 2020 innescata dalla pandemia. Tra gli investitori dovrebbe prevalere la cautela. Con la trasformazione del conflitto in una guerra di logoramento, tramontano le speranze di una soluzione negoziata in tempi rapidi. Le sanzioni sulle esportazioni russe di energia saranno estese al petrolio, mentre la Russia potrebbe tagliare le forniture di gas all'UE; tutto questo continuerà ad alimentare i rischi di rincari energetici. I lockdown dovuti alla strategia zero Covid sempre più disperata della Cina pesano sulla crescita mondiale e rischiano di accentuare di nuovo le strozzature lungo le catene logistiche e gli aumenti dei prezzi. L'inflazione ostinatamente superiore ai livelli auspicati mantiene i falchi ai posti di comando nelle banche centrali, almeno per adesso, visto che la crisi inflativa è considerata prioritaria rispetto ai timori per la crescita. La Fed sembra orientata a concentrare

rialzi all'inizio del ciclo, con un altro incremento di 50 pb probabile a giugno dopo quello appena effettuato a maggio. Vediamo anche rischi sempre più concreti che la BCE anticipi l'avvio della contrazione con un primo intervento già a luglio. Più avanti, però, la fragilità della ripresa e dei mercati dovrebbe indurre la Fed e la BCE a muoversi con maggiore cautela. I mercati sembrano ignorare i rischi per la crescita: le nostre previsioni sono inferiori a quelle di consenso. Le aspettative di rialzo dei tassi negli Stati Uniti da qui all'estate 2023 ci sembrano eccessive, dato che da ora l'ulteriore progresso dei rendimenti dovrebbe essere moderato. Nonostante l'umore cupo, il posizionamento azionario non è molto difensivo, considerato che uno spostamento verso le obbligazioni risulta poco allettante nel clima di persistenti timori di inflazione. Questo spiega il sottopeso tattico mantenuto soprattutto nei settori ciclici e nell'Area Euro. Vediamo un valore residuo nel credito legato al carry e agli spread attraenti, ma privilegiamo i segmenti difensivi. La quotazione del dollaro USA appare tirata, ma potrebbe resistere nel breve periodo visto il clima di preoccupazione per la guerra in Europa e la BoJ sorprendentemente espansiva che toglie forza allo yen.



## GLOSSARIO

### OBBLIGAZIONI LEGATE ALL'INFLAZIONE

Le obbligazioni legate all'inflazione, o ILB da inflation-linked bonds, sono titoli concepiti per tutelare gli investitori dall'inflazione. Emessi principalmente dai governi di paesi sovrani, come gli Stati Uniti e il Regno Unito, questi strumenti sono indicizzati all'inflazione cosicché il capitale e gli interessi aumentano o diminuiscono insieme al tasso di inflazione. L'inflazione può erodere in misura significativa il potere d'acquisto degli investitori e questi titoli hanno il potenziale di mitigare gli effetti di un ambiente inflativo. Le obbligazioni legate all'inflazione sono concepite per proteggere gli investitori dall'impatto negativo dell'inflazione, legando per contratto il capitale e gli interessi corrisposti a un parametro di inflazione riconosciuto a livello nazionale, come l'indice dei prezzi al dettaglio (RPI) nel Regno Unito, l'indice armonizzato europeo dei prezzi al consumo (IPCA), tabacco escluso, in Europa e l'indice dei prezzi al consumo (IPC) negli Stati Uniti.



[www.generali-investments.com](http://www.generali-investments.com)

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