

Macro Monthly

Per investitori professionali
A scopo di marketing

UBS Asset Management | **Approfondimenti economici e attrattività delle asset class**

Novembre 2021



Evan Brown
Head of Multi-Asset Strategy
Investment Solutions



Luke Kawa
Director
Investment Solutions

Uno sguardo a lungo termine sull'aumento dei tassi a breve termine

Highlights

- Il mercato dei tassi ha scontato rialzi anticipati da parte delle banche centrali, ma si conferma pessimista sull'effettiva entità dell'inasprimento per questo ciclo.
- Questo implica pessimismo anche sulla crescita a medio termine. Non concordiamo con il pricing del mercato e consideriamo il contesto di questo ciclo strutturalmente migliore per la crescita economica rispetto al precedente.
- Con il prossimo anno, la combinazione di redditi in aumento, solidi bilanci delle famiglie e delle imprese e robusti investimenti di capitale consentirà di passare agilmente da una crescita guidata dal settore pubblico a un'economia trainata dal settore privato.
- Questo contesto suggerisce una posizione di sottopeso sui titoli governativi e un focus sulle aree più cicliche del mercato azionario globale, ovvero regioni quali Europa e Giappone e settori come energia e finanziari.

I mercati dei tassi di interesse a breve termine stanno lanciando un chiaro messaggio: l'inizio dell'inasprimento della politica monetaria globale è alle porte.

Per otto banche centrali dei mercati sviluppati il tasso ufficiale medio atteso tra un anno è raddoppiato nell'ultimo mese all'1% circa, un livello superiore al pricing pre-pandemico. (V. Figura 1).

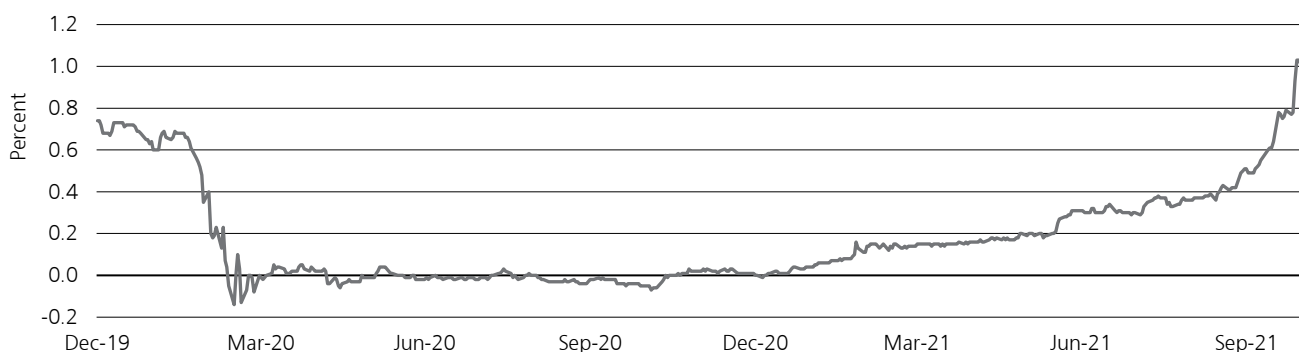
In alcuni casi, questo aumento è contrario alla guidance della banca centrale. Gli investitori stanno abbracciando l'idea che la viscosità di un'inflazione ben oltre il target spingerà i responsabili delle politiche monetarie a intervenire per evitare che le aspettative inizino ad aumentare senza freni.

Secondo la nostra view, in questo momento la domanda più importante, ai fini dell'asset allocation, non è quando le banche centrali inaspriranno la politica monetaria, bensì quale sarà l'entità della stretta. Nonostante il rapido aumento delle aspettative di un rialzo dei tassi a breve termine, il "tasso terminale" implicito nelle quotazioni del mercato, ossia il picco del tasso sui Fed Funds per questo ciclo, è ancora 50 pb al di sotto del picco dello scorso ciclo. In sostanza, i mercati stanno affermando che con qualche rialzo le banche centrali riusciranno rapidamente a sedare le pressioni inflazionistiche e torneremo a un mondo di crescita lenta e inflazione lenta. In realtà, i rendimenti statunitensi a lungo termine corretti per l'inflazione sono prossimi ai minimi record. Questa combinazione indica che gli investitori sono preoccupati per l'entità e la persistenza delle pressioni inflazionistiche a breve termine, ma esprimono anche pessimismo sulle prospettive di crescita a medio termine.

Il nostro outlook è più positivo. A nostro parere gli investitori stanno sottovalutando la solidità dei fondamentali economici, che preannunciano una crescita del PIL nominale più elevata in questo ciclo. I bilanci delle famiglie e delle imprese sono entrati nella fase espansiva in una posizione di forza, il fiscal drag non dovrebbe rappresentare una

Figura 1: Aumento dell'inasprimento delle politiche delle banche centrali atteso il prossimo anno

Tasso medio overnight atteso tra un anno per Stati Uniti, Regno Unito, Unione europea, Canada, Svezia, Norvegia, Nuova Zelanda e Australia



Fonte: UBS-AM, Bloomberg. Dati a novembre 2021.

condizione tanto avversa in questo ciclo che le diffuse carenze produttive alimentano gli incentivi per le imprese che investono nella spesa capitale. In realtà, le cause dell'elevata inflazione di oggi sono le fonti della robusta crescita di domani.

Naturalmente, alla fine solo una delle due view – la nostra o quella del mercato – si rivelerà corretta, ma in base a quanto viene attualmente scontato crediamo che essere ottimisti sulla durata dell'espansione globale sia una proposizione di rischio-rendimento più interessante. Stiamo monitorando diverse questioni macroeconomiche per valutare se le informazioni che ci arrivano corroborano la nostra tesi, oppure sostengono lo status quo. Se abbiamo ragione, gli investitori dovrebbero comunque beneficiare delle posizioni sovrappesate in azioni rispetto ai titoli governativi, ma potrebbero sovraperformare se orientati verso le aree più cicliche del mercato azionario globale e delle materie prime.

Catene di approvvigionamento

L'opinione che sembrano esprimere i mercati a reddito fisso è che le strozzature nelle catene di approvvigionamento, e le conseguenti pressioni sui prezzi, distruggeranno la domanda, anziché rinviarla. C'è anche il rischio che un certo livello di domanda rappresenti un miraggio: essendo le carenze ben note, le aziende starebbero ordinando in eccesso per assicurarsi il possibile. Il monitoraggio del sottoindice dei nuovi ordini dei PMI manifatturieri dovrebbe rivelare se il forte

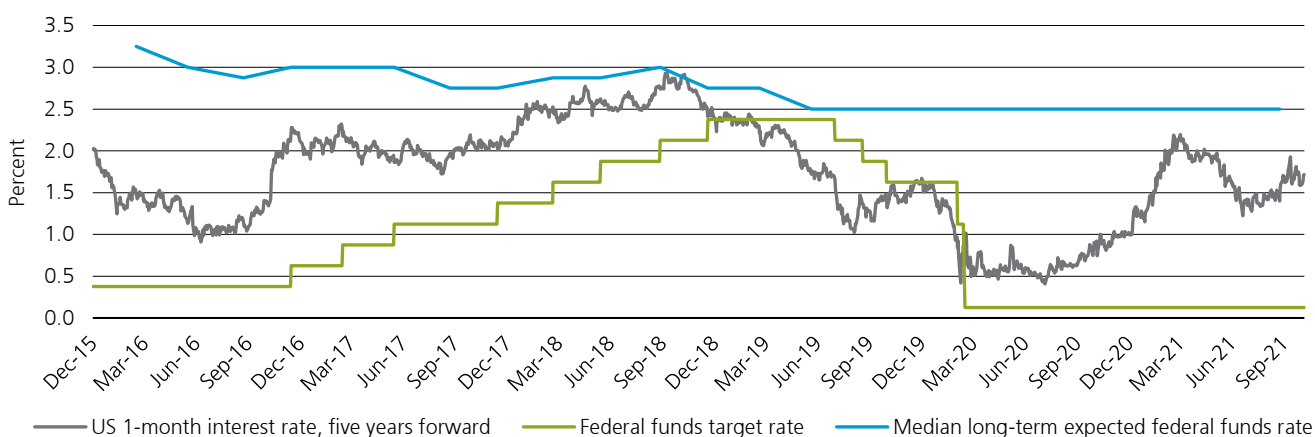
contesto di domanda persisterà, oppure incontrerà un vuoto d'aria quando la catena di approvvigionamento non sarà più sotto stress.

La pressione sui margini sarebbe un segnale chiave che la domanda finale è più debole e le società non sono in grado di trasferire gli aumenti dei costi alla produzione. L'ultima stagione degli utili ha dimostrato che non siamo ancora in questa situazione, di conseguenza lo stress della catena di approvvigionamento sta consolidando la spinta delle imprese a investire. Le aziende possono assumere prestiti a tassi storicamente bassi per migliorare la capacità e produrre maggiori volumi che possono essere venduti a prezzi superiori. Oltre ad aumentare direttamente la redditività da un punto di vista contabile, l'aumento della spesa in conto capitale contribuisce anche a migliorare la crescita e la produttività, che a loro volta sostengono gli utili a livello macro.

Mercato del lavoro

Crescita salariale e partecipazione alla forza lavoro sono due variabili chiave da considerare per valutare l'urgenza di un aumento dei tassi e la destinazione ultima dei tassi a breve. La minore partecipazione, associata negli Stati Uniti al maggiore aumento delle retribuzioni degli ultimi vent'anni, sembra suggerire che l'economia statunitense sia più vicina al massimo impiego di quanto non pensi attualmente la Federal Reserve, e che una conclusione anticipata, e forse aggressiva, della politica accomodante sia giustificata.

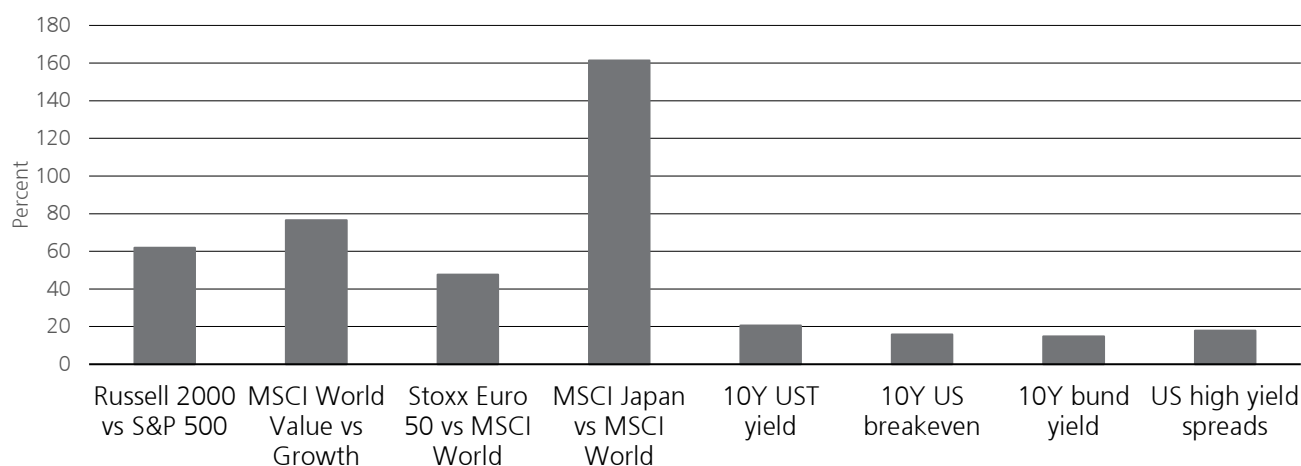
Figura 2: Gli investitori scontano un picco del tasso ufficiale inferiore a quello dell'ultimo ciclo



Fonte: UBS-AM, Bloomberg. Dati al 3 novembre 2021.

Figura 3: Rischio-rendimento interessante nei trade azionari prociclici

Ritracciamento del massimo movimento risk-on dal 6 novembre 2020



Fonte: UBS-AM, Bloomberg. Dati al 3 novembre 2021.

A nostro parere, l'attuale grado di forza della crescita salariale rappresenta un "prezzo dinamico" per il lavoro, limitato dall'offerta principalmente a causa della pandemia e probabilmente destinato a diminuire nel tempo. Le prove a sostegno di questa tesi includono la ripresa più lenta della partecipazione delle donne e i tassi di rientro insolitamente bassi tra gli americani in pensione rispetto al periodo successivo alle precedenti recessioni. Una ripresa della partecipazione alla forza lavoro implicherebbe che la crescita potenziale dell'economia statunitense non stia peggiorando e che non vi siano pressioni al ribasso sul tasso ufficiale terminale definitivo di questo ciclo.

Cina

Le prospettive della seconda economia mondiale rappresentano una sorta di jolly per l'outlook economico globale. Gli investitori sono stati condizionati ad aspettarsi che Pechino cerchi di mantenere un livello minimo elevato di attività economica, ma l'attenzione alla qualità della crescita, anziché alla quantità, potrebbe preannunciare una fase di aggiustamento più prolungata caratterizzata dalla decelerazione dell'attività. L'introduzione di maggiori restrizioni alla mobilità per controllare i focolai pandemici rappresenta inoltre un fattore negativo a breve termine per l'attività. Per tutto il 2021, la Cina ha mantenuto un consistente avanzo delle partite correnti a fronte della decelerazione della crescita del credito, sfruttando il rimbalzo della crescita globale. A nostro parere, l'impulso creditizio segnerà probabilmente il punto di minimo nel quarto trimestre. Questo, insieme alla continua resilienza della domanda esterna, dovrebbe essere sufficiente a stabilizzare l'attività cinese. La crescita tendenziale della Cina sta effettivamente rallentando, ma siamo fermamente convinti che nel 2022 questo fattore sarà ampiamente compensato dalla robusta attività sui mercati sviluppati.

COVID-19

Sembra ormai evidente che col tempo le vaccinazioni consentiranno di tornare ai livelli di mobilità pre-pandemici e le successive ondate di contagi avranno minori effetti sull'attività economica.

Il continuo miglioramento della salute pubblica e la capacità di imprese e consumatori di adattarsi in modo innovativo dovrebbero confermare questo trend. Se le nostre ipotesi sono errate, e la pandemia pone un freno deciso e persistente all'attività, i mercati saranno indotti a scontare il fatto che le banche centrali avranno un limitato spazio di manovra per aumentare i tassi a fronte di un mix di crescita/inflazione sfavorevole.

Implicazioni per l'asset allocation

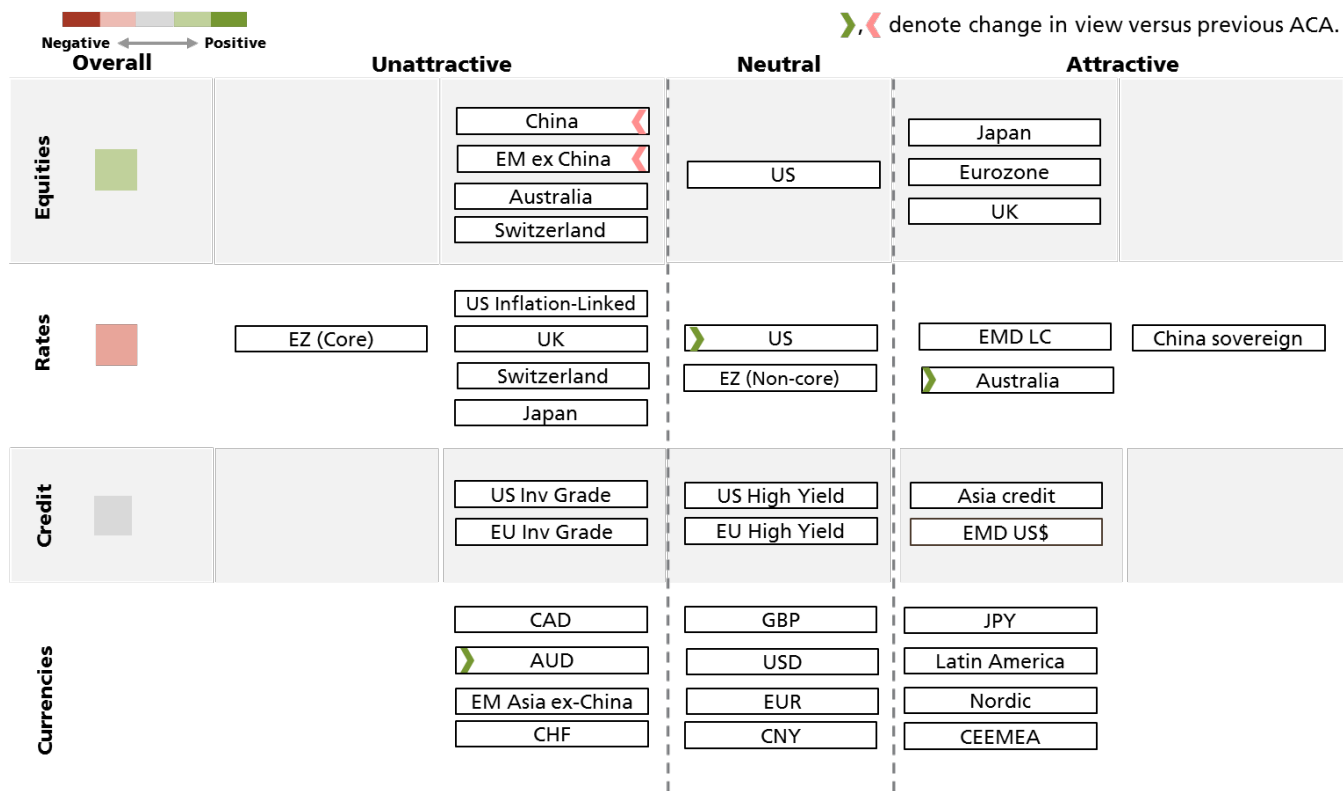
Se la visione del mercato di "tassi bassi a lungo termine" è corretta, avremo un mondo in cui la crescita della domanda aggregata subisce un notevole raffreddamento. Questo contesto potrebbe comunque essere positivo per gli asset di rischio purché la crescita non rallenti troppo, dato che i tassi di interesse più bassi contribuiscono a sostenere le valutazioni elevate. I titoli e le regioni "growth", come le azioni statunitensi, saranno probabilmente i principali beneficiari, insieme alle tradizionali strutture di portafoglio 60/40.

D'altro canto, sembra assai evidente che crescita e inflazione aumenteranno di più in questo ciclo rispetto a quanto viene attualmente scontato, in particolare per quanto riguarda i tassi reali a lungo termine. Questa espansione più robusta dovrebbe sostenere la sovraperformance dei settori con orientamento ciclico, quali finanziari ed energia, e di regioni come Europa e Giappone.

Negli ultimi 18 mesi gli investitori hanno scoperto che gli stimoli fiscali hanno il potere di colmare buchi di domanda senza precedenti. A nostro parere, la lezione appresa nel 2022 sarà un apprezzamento della capacità del settore privato di guidare una crescita superiore al trend. Le condizioni iniziali per i bilanci di famiglie e imprese sono estremamente favorevoli e la crescita del reddito sta spianando la strada per continui aumenti dei consumi, mentre le limitazioni all'offerta incentivano gli investimenti nella capacità produttiva.

Attrattività delle asset class

Il grafico di cui sotto illustra le view del nostro team di Asset Allocation sull'attrattività complessiva delle asset class, oltre che sull'attrattività relativa nell'ambito dei segmenti azionario, obbligazionario e valutario, al 3 novembre 2021.



Fonte: UBS Asset Management Investment Solutions Macro Asset Allocation Strategy team, al 3 novembre 2021. Le opinioni illustrate, fornite sulla base di un orizzonte degli investimenti di 3-12 mesi, non riflettono necessariamente il posizionamento del portafoglio reale e sono soggette a variazione.



Asset Class	Segnale complessivo	La view di UBS Asset Management
Azionario globale	■	<ul style="list-style-type: none"> – Il nostro outlook per l'azionario nei prossimi 12 mesi rimane positivo. La ripresa economica probabilmente continuerà sulla scorta di un quadro di crescita globale robusta, condizioni finanziarie ancora accomodanti e progressi nella somministrazione di massa degli efficaci vaccini anti-COVID. – Il miglioramento delle aspettative sugli utili dovrebbe sostenere i continui guadagni dell'azionario globale nonostante le valutazioni elevate. Il premio al rischio azionario è prossimo al floor del ciclo precedente, pertanto il potenziale di rialzo potrebbe essere limitato ora che i rischi legati alle politiche cominciano a diventare più bilaterali e il momentum della crescita sta raggiungendo il picco. – Ravvisiamo maggiori possibilità di rialzo nelle opportunità di relative value che offrono un'esposizione a prezzi interessanti verso la riaccelerazione dell'attività nei mercati sviluppati rispetto alle esposizioni beta.
Azionario USA	■	<ul style="list-style-type: none"> – Le azioni statunitensi continuano a presentare valutazioni a premio. A determinare questa dinamica è la composizione settoriale, con una maggiore ponderazione della tecnologia difensiva aciclica rispetto ad altri mercati. Questa caratteristica potrebbe rivelarsi tutt'altro che vantaggiosa nel caso in cui gli investitori mirino ad ampliare l'esposizione ciclica, di conseguenza preferiamo gli indici statunitensi a ponderazione equa rispetto a quelli basati sulla capitalizzazione di mercato. – La continua forza degli utili, i bilanci robusti e la politica accomodante della Federal Reserve dovrebbero continuare a sostenere le azioni statunitensi, ma i rischi legati alla politica fiscale/tributaria stanno diventando più bilaterali.
Azionario dei mercati sviluppati (escl. USA)	■	<ul style="list-style-type: none"> – Le azioni dei mercati sviluppati non statunitensi presentano valutazioni interessanti e hanno un'esposizione significativa verso la ripresa economica globale. – La crescita degli utili in Europa e Giappone è destinata a superare quella degli Stati Uniti, e queste migliori prospettive non si riflettono pienamente nella performance relativa di queste regioni nel 2021. – Nei mercati azionari sviluppati, esclusi gli Stati Uniti, sia gli utili che le valutazioni hanno più margine di crescita e i progressi nella somministrazione dei vaccini dovrebbero contribuire a migliorare il sentiment degli investitori – Le recenti elezioni giapponesi possono fungere da catalizzatore per un aumento dell'esposizione degli investitori verso la regione, che risulta sottopesata nei portafogli globali rispetto ai livelli storici
Azionario dei mercati emergenti (escl. Cina)	■	<ul style="list-style-type: none"> – Le azioni dei mercati emergenti continuano ad affrontare sfide a breve termine quali una svolta negativa nella crescita futura degli utili rispetto ai mercati sviluppati, la rinnovata forza del dollaro e una ripresa più lenta della mobilità. – La persistente debolezza valutaria, anche in un contesto di solidi prezzi delle materie prime, incide sui rendimenti totali dal punto di vista degli investitori internazionali. – La stabilizzazione della crescita cinese nel quadro di politiche di sostegno misurate è un fattore positivo per questa asset class, in particolare per i Paesi con i legami economici e finanziari più stretti. – La resilienza dei metalli industriali continua a indicare solide basi per l'attività reale. Industrial metals continues to point to a strong foundation for real activity.
Azionario cinese	■	<ul style="list-style-type: none"> – Le misure politiche volte a limitare il potere delle grandi major di internet possono rappresentare un ostacolo per quest'area del mercato azionario. – I timori per il mercato immobiliare cinese e l'incertezza sui tempi e l'entità delle politiche di sostegno rappresentano importanti rischi al ribasso per l'attività e le posizioni procicliche. – Riteniamo tuttavia che il picco della contrazione del credito sia stato superato. La svolta imminente, durante il quarto trimestre, nelle politiche di sostegno fiscale e di impulso al credito cinesi dovrebbe sostenere gli asset ciclici globali. – Abbiamo una preferenza per le azioni internazionali di Paesi dove la ripresa è meno matura e le revisioni degli utili più favorevoli.
Duration globale	■	<ul style="list-style-type: none"> – I rendimenti obbligazionari a lungo termine sono saliti ben oltre i loro minimi da inizio anno ora le banche centrali iniziano a parlare di ritiro delle politiche di sostegno. – I rischi di inflazione rimangono orientati al rialzo e l'attività economica globale è destinata a rimanere robusta anche nel 2022. – Ci aspettiamo che gli aumenti dei tassi reali, in particolare, e le misure di compensazione dell'inflazione contribuiscano a questo ulteriore rialzo dei rendimenti. – I rendimenti globali sono saliti nonostante siano aumentati i rischi macroeconomici, segnale che il pessimismo scontato in precedenza era eccessivo. – Il reddito fisso sovrano continua comunque a svolgere un importante ruolo di diversificazione nella costruzione del portafoglio e si conferma particolarmente efficace in termini di copertura al ribasso nelle posizioni azionarie di relative value procicliche



Asset Class	Segnale complessivo	La view di UBS Asset Management
Obbligazionario USA	■	<ul style="list-style-type: none"> – I Treasury USA si confermano il principale bene rifugio a livello mondiale e la prima fonte di rendimento risk-free. La reattività della Fed ai rischi di inflazione ha minato l'appeal degli steepener (obbligazioni che scommettono su un aumento dello spread tra rendimenti a lungo e breve termine) finché le pressioni sui prezzi non recederanno e l'attività economica rimarrà elevata. – L'imminente picco della crescita globale, i timori circa un potenziale errore politico della Fed, la forte domanda estera e la lunga estensione del posizionamento short hanno contribuito a un netto calo dei rendimenti dei Treasury USA e all'appiattimento delle curve dei rendimenti. – Ci aspettiamo che andando avanti questa situazione si inverta, con una combinazione di forte crescita e inflazione che determinerà l'aumento dei rendimenti dei Treasury lungo la curva. – Probabilmente la Federal Reserve definirà un piano ufficiale per la riduzione degli acquisti di titoli entro la fine dell'anno, mentre l'entità della decelerazione delle pressioni sui prezzi durante il quarto trimestre sarà determinante per stabilire se il ritiro degli stimoli dovrà essere anticipato oppure rinviato.
Obbligazionario dei mercati sviluppati (escl. USA)	■	<ul style="list-style-type: none"> – Continuiamo a ritenere poco interessanti i rendimenti sovrani dei mercati sviluppati non statunitensi. Il dominio della Bank of Japan sul mercato del debito governativo giapponese e il suo successo nel controllare la curva dei rendimenti riducono l'uso di questa asset class al di fuori delle posizioni di relative value. La potenziale integrazione fiscale dell'UE e il solido impegno a sostenere le economie durante la pandemia sono fattori che possono comprimere gli spread periferici, forse però anche a spese di un aumento dei costi di finanziamento nei Paesi core.
Debito corporate investment grade (IG) USA	■	<ul style="list-style-type: none"> – Gli spread hanno interamente ritracciato grazie al supporto delle politiche e al miglioramento delle prospettive economiche, mentre i costi di finanziamento complessivi sono ben al di sotto dei livelli pre-pandemici. L'asset class IG USA è una delle poche fonti di rendimenti positivi di qualità disponibili e quindi un probabile destinatario di ingenti risparmi globali. Tuttavia, il rischio di duration insito nel debito high-grade in fase di ripresa dell'economia e il potenziale ampliamento degli spread se l'espansione risulterà minacciata rappresentano concreti rischi bilaterali che pesano sulle aspettative di rendimento totale per questa asset class.
Obbligazionario High Yield USA	■	<ul style="list-style-type: none"> – Ci aspettiamo che andando avanti i rendimenti totali dell'HY dipendano più dal carry che dalla compressione degli spread. Le cedole disponibili continueranno ad attrarre acquirenti in un contesto caratterizzato da rendimenti ridotti. – L'asset class presenta valutazioni più interessanti e una minore sensibilità all'aumento dei tassi di interesse rispetto alle obbligazioni IG. Tuttavia la forte performance relativa di settembre, quando le azioni globali sono scese, rende meno interessante l'high yield USA su base tattica.
Debito dei mercati emergenti Dollaro USA Valuta locale	■ ■	<ul style="list-style-type: none"> – Sulle obbligazioni dei mercati emergenti denominate in dollari abbiamo una view positiva dovuta all'equilibrio tra opportunità di carry e rischio di duration. – Dopo un significativo ampliamento dello spread, il credito asiatico fornisce una remunerazione interessante per i rischi a cui è esposta questa asset class ed è destinato a realizzare buone performance in contesti di miglioramento o stabilizzazione delle aspettative di crescita, purché non si verifichino esiti economici altamente avversi. – Il range di negoziazione più delimitato del dollaro USA elimina una delle precedenti condizioni favorevoli per l'outlook dei rendimenti totali delle obbligazioni dei mercati emergenti in valuta locale.
China Sovereign	■	<ul style="list-style-type: none"> – Tra i dieci principali mercati del reddito fisso a livello mondiale, le obbligazioni governative cinesi offrono i rendimenti nominali più elevati e proprietà difensive che non si ritrovano in buona parte dell'universo dei mercati emergenti. Il raffreddamento della crescita economica interna e l'inclusione negli indici obbligazionari globali dovrebbero esercitare una pressione al ribasso sui rendimenti nei prossimi 3-12 mesi.
Currency		<ul style="list-style-type: none"> – La fine della politica accomodante della Federal Reserve stabilisce un floor più elevato per il dollaro e riduce sensibilmente la possibilità che a breve termine vengano nuovamente testati i minimi di fine maggio. – Le valute dei mercati emergenti quali RUB e BRL, sostenute dal continuo inasprimento monetario, sono ben posizionate per sovraperformare anche con il dollaro confinato in un range delimitato o in rialzo, mentre le valute asiatiche cicliche e selezionati esportatori di materie prime del G10 andranno incontro a maggiori difficoltà. <p>Fonte: UBS Asset Management. Dati al 3 novembre 2021. Le opinioni illustrate</p>

Fonte: UBS Asset Management. Dati al 3 novembre 2021. Le opinioni illustrate, fornite sulla base di un orizzonte degli investimenti di 3-12 mesi, non riflettono necessariamente il posizionamento del portafoglio reale e sono soggette a variazione.

A scopo informativo e di marketing da parte di UBS.

Solo per clienti professionali.

Prima di investire in un prodotto leggere con attenzione e integralmente l'ultimo prospetto e il documento informativo chiave per gli investitori. Le informazioni e le opinioni contenute nel presente documento si basano su dati attendibili provenienti da fonti affidabili, tuttavia non danno diritto ad alcuna pretesa riguardo alla precisione e alla completezza in relazione ai titoli, ai mercati e agli sviluppi in esso contenuti. I membri del Gruppo UBS SA hanno diritto di detenere, vendere o acquistare posizioni nei titoli o in altri strumenti finanziari menzionati nel presente documento. La vendita dei fondi UBS qui menzionati nel presente documento può non essere appropriata o permessa in alcune giurisdizioni o per determinati gruppi di investitori e non possono essere né offerte, né vendute o consegnate negli Stati Uniti. Le informazioni qui specificate non sono da intendersi come una sollecitazione o un'offerta per l'acquisto o la vendita di qualsivoglia titolo o strumento finanziario connesso. I risultati passati non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati futuri. La performance indicata non tiene conto di eventuali commissioni e costi addebitati all'atto della sottoscrizione e del riscatto di quote. Commissioni e costi incidono negativamente sulla performance. Se la valuta di un prodotto o di un servizio finanziario differisce dalla vostra moneta di riferimento, il rendimento può crescere o diminuire a seguito delle oscillazioni di cambio. Questo resoconto è stato redatto senza particolare riferimento né a obiettivi d'investimento specifici o futuri, né alla situazione finanziaria o fiscale né tantomeno alle speciali esigenze di un determinato destinatario. Le informazioni e le opinioni contenute in questo documento sono fornite da UBS senza garanzia alcuna, sono esclusivamente per uso personale e per scopi informativi. Independentemente dallo scopo, il presente documento non può essere riprodotto, distribuito o ristampato senza l'autorizzazione scritta di UBS Asset Management Switzerland AG o una locale società affiliata. Fonte di tutti i dati e di tutti i grafici (dove non diversamente indicato): UBS Asset Management.

Il presente documento contiene dichiarazioni che costituiscono «affermazioni prospettiche», che comprendono, tra l'altro, affermazioni concernenti i prossimi sviluppi della nostra attività. Benché queste affermazioni prospettiche rappresentino le nostre valutazioni e attese circa l'evoluzione della nostra attività, vari rischi, incertezze e altri importanti fattori potrebbero far sì che gli andamenti e i risultati effettivi si discostino notevolmente dalle nostre aspettative.

Una sintesi dei diritti degli investitori in inglese è disponibile sul sito internet: ubs.com/funds.

Riguardo ai termini finanziari, è possibile reperire informazioni aggiuntive al seguente indirizzo ubs.com/am-glossary

© UBS 2021. Il simbolo delle chiavi e UBS sono fra i marchi protetti di UBS. Tutti i diritti riservati.



www.ubs.com/am-linkedin

© UBS 2021. The key symbol and UBS are among the registered and unregistered trademarks of UBS. All rights reserved.

AMT-943 11/21

www.ubs.com/am

