

MACRO OUTLOOK 2021: intervista con Sébastien Galy, Senior Macro Strategist

La conference call è avvenuta in data 2 Dicembre 2020. Tutte le informazioni e i commenti di mercato si riferiscono al periodo antecedente a tale data.

Punti chiave

- La curva americana è sempre più ripida e il dollaro si mantiene debole – soprattutto contro i mercati emergenti
- Le tensioni in Cina si stanno allentando e la ripresa si sta diffondendo attraverso l'area Asia-Pacific
- La politica monetaria della BCE si manterrà accomodante per i prossimi tre anni mentre le trattative UE-UK potrebbero protrarsi all'anno prossimo
- Restiamo concentrati sulla ripresa cinese, sugli investimenti nelle infrastrutture, sulla regolamentazione e sullo sviluppo dei prodotti ESG e sul bisogno di soluzioni flessibili

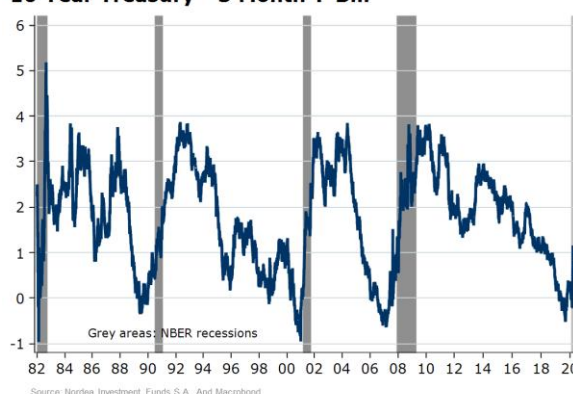
Considerando il piano di investimenti proposta dalla nuova amministrazione Biden, qual è la tua *view* sull'attuale situazione fiscale americana?

Il piano di Biden include un ampio pacchetto fiscale, di cui 700 miliardi di dollari dedicati alle infrastrutture nel *Build Back Better plan*. Avrà quindi un impatto sulle vecchie infrastrutture del Paese e su aree come la decarbonizzazione e i data center. Altri aiuti sono destinati alla classe media e la popolazione nella bassa fascia di reddito che dovrebbero alimentare i consumi. Nonostante ciò, il Senato dovrebbe configurarsi a maggioranza Repubblicana riducendo l'entità del pacchetto. Ciò che stiamo vedendo in America va comunque oltre la spesa fiscale. Gli USA sono prossimi a riunirsi alla WHO e a intavolare una nuova collaborazione con la NATO invertendo la rotta scelta dall'amministrazione Trump.

Spostandoci nel *fixed income* cosa stai vedendo nella curva dei *Treasury*?

La curva è diventata più ripida, con il tasso a 10 anni in aumento rispetto a quello *front end*. Le ragioni sono molteplici dato che l'economia si sta riprendendo bene ma il deficit USA – circa il 5% del GDP – è considerato non sostenibile. In questo scenario, gli investitori richiedono un premio al rischio di credito facendo aumentare le scadenze a lungo termine rispetto a quelle a breve. Il grafico illustra un decennale contro una scadenza a tre mesi. Cina e Russia richiederanno una curva ancora più ripida per investire in USA insieme con una valuta più debole. Questa debolezza del dollaro è una notizia buona per gli investimenti nei mercati emergenti. Genera anche *carry trade*, particolarmente nel reddito fisso cinese.

10 Year Treasury - 3 Month T-Bill



Guardando alla Cina, anche se l'economia è strutturalmente in rallentamento, vediamo una ripresa ciclica. Come consideri la ripresa cinese?

L'economia cinese è strutturalmente in rallentamento da alcuni anni. Ci sono diverse cause come l'invecchiamento della popolazione e il suo orientamento verso il settore dei servizi e anche altri fattori come l'inefficienza di alcune entità statali e la bolla del credito. In questo contesto comunque vediamo una ripresa ciclica dell'economia che potrebbe registrare un tasso di crescita dell'8% il prossimo anno. Un numero incredibilmente forte rispetto alle altre economie avanzate. I consumi non si sono indeboliti, ma non sono nemmeno stati molto solidi. Questa dinamica dovrebbe migliorare nei prossimi trimestri supportando la crescita che per ora fa affidamento su esportazioni e infrastrutture.

Qual è la tua view sul renmimbi cinese e, più in generale, sulle opportunità di investimento in questo Paese?

Il renmimbi si è apprezzato significativamente. Come accennato è in parte dovuto all'indebolimento del dollaro e in parte al fatto che si possono ottenere rendimenti più elevati in Cina con un minor livello di volatilità. Il rischio legato alla valuta è moderato rispetto a euro/dollaro e dollaro/yen. Un altro elemento importante è la solidità della crescita. Detto ciò, non è tutto oro quello che luccica. Infatti abbiamo visto dei default in alcune realtà statali. Nello spazio del corporate invece è necessario condurre molte ricerche e analisi, così come nell'*equity*. Le azioni cinesi sono costose se paragonate con i livelli storici di alcuni metriche, ma più economiche rispetto alle controparti europee e americane. Inoltre le azioni dei mercati emergenti hanno *sovrapformato* grazie anche a un dollaro debole.

The renminbi is appreciating as China outperforms



Source: Nordea Investment Funds S.A. And Macrobond

Guardando all'Europa invece, cosa ti aspetti dalla meeting della BCE della prossima settimana?

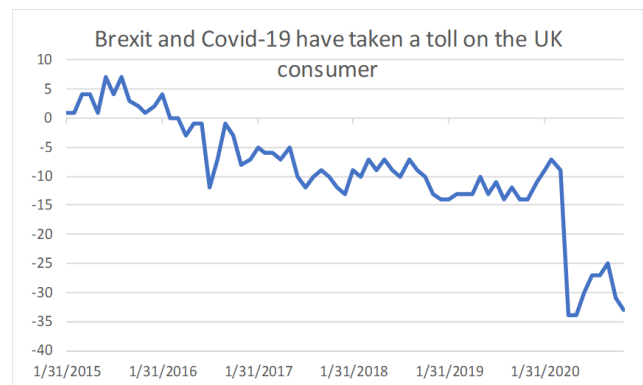
Sono attesi 500 miliardi di euro nel programma di acquisiti dedicato all'emergenza pandemica, o PEPP. Se ciò non dovesse accadere, sarebbe una sorpresa negativa per i mercati. Detto ciò i rendimenti dei periferici sono incredibilmente bassi. Potremmo vedere ulteriori annunci, come un addolcimento del TLTRO.

Le economie europee come stanno gestendo la seconda fase di lockdown?

La prima esperienza di lockdown è stata brutale, ma di durata piuttosto limitata nel caso della Germania e specialmente abbiamo visto una domanda forte dalla Cina. Questa seconda fase non è stringente come la prima perciò ci attendiamo che l'impatto sia più lieve.

In UK gli investitori temono una "no deal" Brexit?

Se si guarda la volatilità de euro/sterlina, sembra che i mercati siano orientati verso un accordo. Resta il fatto che lo shock del Covid-19 e l'incertezza generata dalla Brexit sono stati nocivi per i consumi britannici. Una volta risolti questi rischi dovremmo vedere una ripresa significativa in UK accompagnata da una maggior fiducia. Si parla comunque di contrazione fiscale che sarebbe estremamente problematica. Per quanto riguarda i negoziati della Brexit abbiamo passato gli ultimi otto mesi ad argomentare più o meno sempre le stesse tematiche – pesca e un terreno comune di concorrenza. Occorre trovare una soluzioni a queste questioni, ma non è rimasto molto tempo a disposizione.



Source: Nordea Investment Funds S.A. and Bloomberg

Nordea Asset Management è il nome funzionale delle attività di asset management svolte dalle persone giuridiche, Nordea Investment Funds S.A. e Nordea Investment Management AB ("Entità Legali") e le loro filiali, società controllate e succursale. Il presente documento ha lo scopo di fornire al lettore informazioni su specifiche capacità di Nordea. **Il presente documento (ed eventuali pareri o opinioni ivi contenute) non costituisce una consulenza d'investimento** e non costituisce una raccomandazione all'investimento in particolari prodotti, strumenti o strutture d'investimento, all'apertura o alla chiusura di qualsivoglia operazione o alla partecipazione a una particolare strategia di trading. Questo documento non costituisce un'offerta né una sollecitazione di un'offerta ad acquistare o vendere titoli o strumenti o a partecipare a tale strategia di trading. Eventuali offerte di questo tipo possono essere effettuate esclusivamente mediante un Memorandum di offerta o un analogo accordo contrattuale. Ne consegue che le informazioni qui contenute saranno sostituite nella loro interezza da tale Memorandum di offerta o accordo contrattuale nella sua forma definitiva. Qualsiasi decisione di investimento dovrebbe pertanto essere effettuata unicamente sulla base della documentazione legale definitiva, che include, senza limitazioni e ove applicabile, il Memorandum di offerta, l'accordo contrattuale, l'eventuale prospetto informativo pertinente e l'ultimo Documento di Informazioni chiave per gli investitori (ove applicabile) relativo all'investimento. L'adeguatezza di un investimento o di una strategia dipenderà dalle condizioni e dagli obiettivi dell'investitore. Nordea Investment Management AB raccomanda agli investitori di valutare in maniera indipendente i singoli investimenti e le strategie e inoltre incoraggia gli investitori a chiedere il parere di consulenti finanziari indipendenti, qualora lo ritengano necessario. Eventuali prodotti, titoli, strumenti o strategie menzionate nel presente documento potrebbero non applicarsi a tutti gli investitori. Le informazioni contenute nel presente documento provengono da svariate fonti. Sebbene le presenti informazioni siano considerate esatte, non è possibile rilasciare alcuna dichiarazione o garanzia in merito alla loro assoluta accuratezza o completezza e gli investitori possono utilizzare altre fonti in modo da operare una scelta d'investimento informata. Le controparti o gli investitori potenziali sono invitati a rivolgersi al/ai proprio/i consulente/i professionale/i in materia fiscale, legale, contabile e di altro tipo per conoscere le possibili conseguenze di un dato investimento, inclusi i suoi possibili rischi e benefici. Le controparti o gli investitori potenziali dovrebbero inoltre comprendere appieno la natura dell'eventuale investimento e accertarsi di aver effettuato una valutazione indipendente circa l'adeguatezza di tale investimento potenziale, esclusivamente sulla base delle proprie intenzioni e ambizioni. Gli investimenti in strumenti derivati e le operazioni in valuta estera possono essere soggetti a oscillazioni significative che possono influire sul valore degli investimenti stessi. **Gli investimenti nei Mercati emergenti implicano un rischio più elevato. Il valore dell'investimento può variare in misura significativa e non può essere garantito. Gli investimenti in titoli di capitale e di debito emessi dalle banche rischiano di essere soggetti al meccanismo di bail-in, come previsto dalla Direttiva europea 2014/59/UE (ciò significa che i titoli di capitale e di debito potranno essere svalutati, assicurando perdite adeguate ai creditori non-garantiti dell'ente).** Nordea Asset Management ha deciso di assorbire i costi di ricerca, pertanto tali costi saranno in futuro coperti dall'attuale struttura commissionale (commissioni di gestione e di amministrazione). Pubblicato e creato dalle Entità Legali appartenenti a Nordea Asset Management. Le Entità Legali sono debitamente riconosciute e controllate, rispettivamente, dall'Autorità di vigilanza finanziaria in Svezia e in Lussemburgo. Le filiali, le società controllate e succursale delle Entità Legali sono debitamente autorizzate e regolate dall'Autorità di vigilanza finanziaria locale nel rispettivo paese di domiciliazione. Fonte (salvo altrimenti specificato): Nordea Investment Funds SA. Se non diversamente indicato, tutti i punti di vista qui espressi sono quelli delle Entità Legali appartenenti a Nordea Asset Management e ad ogni filiale, società controllata e succursale delle Entità Legali. È vietata la riproduzione e la circolazione di questo documento senza previa autorizzazione, nonché la sua trasmissione agli investitori privati. Questo documento contiene informazioni esclusivamente riservate ad investitori professionali e consulenti finanziari e non è pensato per una divulgazione generica. I riferimenti a società o altre tipologie di investimento contenuti all'interno del presente documento non costituiscono sollecitazione alla compravendita di tali investimenti, ma hanno scopo illustrativo. Il livello di passività e benefici fiscali dipende dalle circostanze del singolo investitore e può essere soggetto a future modifiche. © Le Entità Legali appartenenti a Nordea Asset Management e ad ogni filiale, società controllata e/o succursale.