



LA VIEW DI FIDEURAM ASSET MANAGEMENT

EDIZIONE 01.2023

SCENARIO MACROECONOMICO

Nel corso delle ultime settimane si è registrato un notevole miglioramento delle prospettive di crescita a livello globale, grazie in particolare al repentino abbandono da parte delle autorità cinesi della strategia di “tolleranza zero” al Covid (che dovrebbe riflettersi in una sensibile accelerazione della domanda interna, in particolare nei consumi di servizi, nei prossimi mesi) e alla notevole discesa del prezzo del gas in Europa, che dovrebbe largamente ridimensionare i timori sulle forniture energetiche anche nel prossimo inverno, con un significativo impatto positivo sulla crescita nel 2023.

L’andamento dell’attività economica a livello globale nel trimestre finale dello scorso anno è stato inoltre più robusto delle attese. D’altro lato, a fine 2022 si è registrata una riduzione dell’inflazione sia negli USA sia in Europa e il massimo ciclico appare ormai superato anche nell’Area Euro. Anche la fine del ciclo restrittivo della politica monetaria risulta ora più vicino, ma confermiamo l’attesa di ulteriori 75 pb di rialzi per la Fed e di 125 pb per la BCE (con due rialzi di 50 pb nelle riunioni di febbraio e marzo).

MERCATI AZIONARI



Pensiamo che le valutazioni trovino un supporto dalla stabilizzazione dei tassi di interesse, ma che il percorso di revisione al ribasso degli utili non sia terminato. Rimaniamo però dell’opinione che la contrazione degli utili sarà relativamente limitata e inferiore a situazioni recessive precedenti. Aumentiamo a sovrappeso i mercati emergenti, perché la riapertura dell’economia cinese migliora il percorso atteso per i profitti di questo mercato e quello delle economie più legate alla Cina, in un contesto in cui le valutazioni sono più attraenti dopo la sottoperformance degli anni precedenti.

Inoltre, il mix di tassi di interesse in stabilizzazione e dollaro più debole favorisce l’area dal punto di vista macro. Manteniamo un limitato sottopeso in Europa e una sostanziale neutralità in USA e Giappone. Sul fronte settoriale e tematico manteniamo un approccio bilanciato tra settori *growth*, tra cui la tecnologia, e settori più *value*, come le banche, che beneficiano di tassi più alti, e temi legati alle risorse, tra i quali favoriamo il settore energetico e dell’agribusiness. All’interno del mondo tecnologico le nostre scelte si indirizzano principalmente nel settore dei semiconduttori, mentre il *software* ci appare ancora un po’ caro e con margini meno difendibili.



MERCATI OBBLIGAZIONARI



I portafogli sono sovrappesati di *duration* e di rischio di credito, sebbene non in misura troppo aggressiva. Entrambi i sovrappesi sono conseguenza della maggiore esposizione rispetto al *benchmark* di obbligazioni societarie *investment grade*, con inclusione delle emissioni del settore finanziario, e di paesi emergenti sia in valuta forte che in valuta locale. Il favore che in questa fase abbiamo nei confronti del rischio di credito di più elevata qualità dipende dal fatto che i tassi di rendimento sono

attraenti, gli *spread* meno vulnerabili di altri asset al rischio ciclico (per esempio rispetto ad azioni e *high yield*) e ci attendiamo una minore correlazione tra tasso e *spread*, con conseguente maggiore stabilità dell’*yield* totale. In ambito emergente riduciamo a neutrale la visione nei confronti dei titoli di stato cinesi, che diminuiamo a favore di esposizioni più diversificate emergenti in valuta locale. Pur nell’ambito di una complessiva neutralità della componente governativa USA ed Euro, riduciamo marginalmente l’esposizione nelle due aree perché i tassi sono nella parte bassa del nostro range valutativo e, nel caso degli USA, l’inclinazione negativa della curva detrae dal rendimento atteso.



USA: SEGNALI CONTRASTANTI

La crescita del PIL nel trimestre finale del 2022 si è mantenuta sui ritmi piuttosto robusti del trimestre precedente, ma in novembre e dicembre si sono però **registrati evidenti segnali di frenata in alcuni indicatori dell'attività economica**, come i consumi privati e la produzione industriale. Il mercato del lavoro è però rimasto piuttosto robusto, pur se con segnali di rallentamento della crescita salariale. Il nostro scenario continua a prospettare **una recessione a partire dal prossimo trimestre**, ma l'incertezza al riguardo è piuttosto elevata. Alla luce della discesa dell'inflazione a fine 2022 (che dovrebbe proseguire nei prossimi mesi) e delle sorprese positive sui salari, appare scontato che **la Fed decida di moderare ulteriormente l'entità dei rialzi dei tassi nella riunione di inizio febbraio**, passando ad un aumento di 25 pb. Prevediamo poi due ulteriori rialzi di 25 pb nelle riunioni di marzo e maggio.

AREA EURO: RECESSIONE MENO PROBABILE

L'inverno mite, l'abbondanza di gas naturale liquefatto sui mercati internazionali e la riduzione dei consumi interni hanno determinato **una notevole discesa dei prezzi attesi del gas per tutto il 2023**. La ripresa della fiducia delle imprese a dicembre è stata confermata anche a gennaio e si riducono pertanto i rischi di una recessione (pur blanda) tra fine 2022 e inizio 2023: abbiamo pertanto rivisto al rialzo la previsione di crescita del PIL nel 2023 dal -0.2% al +0.4%. **La discesa dei prezzi del gas migliora anche le prospettive di inflazione**, anche se l'inflazione *core* potrebbe sorprendere ancora al rialzo. Dopo il picco di ottobre (al 10.6%) l'inflazione dovrebbe scendere gradualmente e arrivare al 5% a giugno. **La BCE, pertanto, proseguirà il ciclo restrittivo**: dopo il rialzo dei tassi di 50pb atteso a febbraio, dovrebbero essere decisi altri 50 pb a marzo e 25 ad aprile, ma vi è il rischio che la stretta monetaria prosegua ancora fino a giugno.

CINA: LIBERI TUTTI

Dopo tre anni di rigida applicazione della strategia di "tolleranza zero" verso il Covid-19, a fine 2022 le autorità hanno deciso, ben prima di quanto fosse atteso, di **eliminare tutte le restrizioni ed imboccare la via della convivenza con il virus**, nonostante l'aumento dei contagi e un'insufficiente copertura vaccinale tra la popolazione fragile. Questa decisione dovrebbe pertanto consentire una ripresa dell'attività economica e dei consumi prima di quanto fosse stimato. Inoltre, i dati di dicembre e la crescita del PIL dell'ultimo trimestre dello scorso anno sono risultati più forti delle attese suggerendo che l'economia sarebbe già sulla via della ripresa. Alla luce del sorprendente dato sulla crescita e a seguito dell'eliminazione delle restrizioni, **la nostra stima di crescita per il 2023, già sopra consenso, è stata ulteriormente rivista al rialzo e si attesta ora al 6.2%**.

MERCATI AZIONARI

Rimaniamo sottopesati in Europa. La dimensione del sottopeso è limitata, in parte per il supporto dato dalle valutazioni, ma anche per un posizionamento ancora basso da parte degli investitori e un miglioramento del quadro macro a seguito della riapertura dell'economia cinese. Tra i settori europei siamo favorevoli a quello finanziario con i profitti delle banche che trovano sostegno dall'andamento dei tassi di interesse.

Nonostante il favore che abbiamo riguardo ai fondamentali del mercato USA, non siamo sovrappeso sopra 4000 punti di S&P500. Il posizionamento degli investitori ha ancora spazio per ricostituirsi e gli utili tengono nel complesso, ma sono in una fase di rallentamento che proseguirà nei prossimi trimestri per arrivare ad un contesto di crescita negativa per il 2023. Preferiamo aumentare l'esposizione in fasi di eventuale debolezza perché la stabilizzazione dei multipli limita il potenziale di correzione sopra i minimi raggiunti nei mesi scorsi.

Il mercato giapponese tratta a valutazioni attraenti e inferiori ad altre aree geografiche ma la crescita degli utili non è particolarmente robusta, nonostante la debolezza dello yen nei mesi scorsi. Prospettivamente, un limite alla crescita degli utili viene proprio dal sostegno allo yen dato dalla BoJ che ha intrapreso un graduale percorso di allentamento del controllo della curva dei tassi di interesse.

Aumentiamo a sovrappeso l'area azionaria emergente perché in aggiunta ad un contesto macro che vede i tassi di interesse USA stabilizzarsi insieme al dollaro, la recente riapertura dell'economia cinese rafforza l'attesa di un miglioramento degli utili aziendali. Inoltre, dopo anni di sottoperformance, le valutazioni relative di Cina ed emergenti trattano ad un buono sconto rispetto a quelle dei paesi sviluppati.



MERCATI OBBLIGAZIONARI



I tassi di interesse decennali sono, sia in Europa che in USA, nella parte bassa del nostro range di valutazione. Vediamo spazio per un ritorno del Bund intorno al 2,5% e una stabilizzazione del Treasury decennale tra 3,5% e 4%. Tra gli spread periferici il BTP appare relativamente caro, in particolare nelle scadenze brevi ed intermedie, ed in particolare rispetto alla curva corporate.

I portafogli sono sovrappeso di obbligazioni societarie *investment grade* perché i rendimenti attesi sono attraenti, le curve corporate offrono un *rolldown* positivo a differenza di quelle governative, gli spread sono meno vulnerabili di altri segmenti del reddito fisso al rischio ciclico (soprattutto in Europa), e ci attendiamo una riduzione della correlazione tra tasso e spread con conseguente minore volatilità dei tassi di rendimento totali.

I rendimenti attesi del segmento *high yield* sono attraenti su base storica, e i tassi di default sono ancora contenuti. Tuttavia, a differenza della componente *investment grade* ed emergente, non abbiamo aumentato l'esposizione perché gli spread scontano meno il deterioramento macro in corso e preferiamo sovrappesare le asset class caratterizzate da un minore rischio ciclico.

Una maggiore stabilità dei tassi di interesse e del dollaro definisce un contesto più favorevole per il debito dei paesi emergenti. Abbiamo aumentato a sovrappeso sia il comparto in valuta forte che quello in valuta locale. Questa maggiore esposizione è stata accompagnata da una parziale riduzione dei titoli di stato cinesi, che continuano ad essere un elemento di diversificazione dei portafogli, ma sui quali ritorniamo neutrali perché altre componenti del reddito fisso e del mondo emergente offrono un vantaggio di rendimento apprezzabile.

LA RIAPERTURA CINESE ED UN CONTESTO PIÙ FAVOREVOLE PER I MERCATI EMERGENTI

Archiviato uno degli anni storicamente più negativi in termini di performance, l'inizio del 2023 al contrario è stato molto positivo, in quanto alcuni dei fattori che avevano gravato sui mercati azionari possono aver raggiunto un certo grado di stabilizzazione.

In primo luogo, da un punto di vista della politica monetaria, l'idea è che le Banche Centrali siano nella fase terminale del percorso restrittivo e **le valutazioni sono tornate in linea con le medie di lungo periodo.**

L'altro elemento particolarmente rilevante quanto inatteso è rappresentato dalla **totale rimozione delle restrizioni da parte delle autorità cinesi**, dopo tre anni di rigida attuazione della strategia di tolleranza zero verso i contagi da Covid.

L'evoluzione di questi elementi, insieme ad una minore forza del dollaro, è alla base dell'incremento a sovrappeso dell'esposizione azionaria nell'area emergente, pur all'interno di una complessiva neutralità verso l'azionario.

In un contesto globale che vede le economie occidentali in marginale rallentamento, **la riapertura cinese prospetta un'accelerazione della crescita attraverso la domanda domestica, che dovrebbe sostenere gli utili in molti settori dell'economia locale e delle aree geografiche collegate.** Al momento è in corso una riduzione del tasso di revisione al ribasso degli utili sia per la Cina che per i paesi emergenti, che prevediamo possa continuare a rafforzarsi ed estendersi a diversi paesi, anche grazie alla stabilizzazione del tasso USA e del dollaro. Questa prospettiva di crescita degli utili si innesta in un contesto di sconto valutativo che negli ultimi anni si è ampliato in concomitanza alla sottoperformance rispetto alle principali economie avanzate.

Nonostante nel medio termine persistano le incertezze legate alla politica dirigistica e centralista, nel breve l'allentamento della rigidità sulla gestione del Covid e il conseguente miglioramento delle aspettative macroeconomiche offrono spazi di miglioramento della dinamica degli utili in Cina e nei paesi ad essa collegati.

MANTENIAMO IL SOVRAPPESO SUL CREDITO DI QUALITÀ E VERSO IL DEBITO EMERGENTE

Nel comparto obbligazionario manteniamo il sovrappeso nei segmenti del rischio di credito societario di maggiore qualità, con inclusione delle emissioni del settore finanziario, e nelle obbligazioni dei paesi emergenti sia nel segmento in valuta forte che in valuta locale. Agli attuali livelli dei tassi di riferimento, nelle parti bassi del nostro range di valutazione, abbiamo leggermente ridotto l'esposizione al segmento governativo, pur in un ambito di sostanziale neutralità.

In termini di allocazione viene modificata al margine la modalità di implementazione del sovrappeso verso l'obbligazionario emergente, che **viene realizzato riducendo l'esposizione governativa cinese da sovrappeso a neutrale in favore di un'esposizione emergente più diversificata.**

Questo perché fino ad ora i titoli di stato cinesi offrivano due vantaggi rispetto ai titoli di stato delle economie sviluppate: il primo un vantaggio in termini di rendimento, il secondo in termini di diversificazione e funzione di una dinamica economica e monetaria cinese diversa rispetto al mondo occidentale.

Se da un lato quest'ultimo vantaggio di diversificazione si mantiene, **il vantaggio di rendimento viene meno per via di rendimenti più attraenti sia all'interno dello stesso segmento governativo emergente che in quello governativo dei paesi sviluppati.**

In questo senso anche la riapertura e l'abbandono della politica di tolleranza zero nei confronti del Covid ed una probabile conseguente accelerazione dell'economia cinese potrebbe essere compatibile con un graduale rialzo dei tassi di interesse governativi locali.

Al contrario, **dall'osservazione delle previsioni di consenso sull'andamento dei tassi di politica monetaria dei paesi emergenti rileviamo la possibilità che alcune banche centrali locali, che hanno avuto un atteggiamento più aggressivo nella restrizione monetaria nel corso del 2022, possano procedere ad invertire la propria politica monetaria.**

DISCLAIMER:

Il presente documento, è pubblicato da Fideuram Intesa Sanpaolo Private Banking Asset Management SGR S.p.A. ("Fideuram Asset Management SGR" o "SGR"), società iscritta all'albo delle Società di Gestione del Risparmio tenuto dalla Banca d'Italia ai sensi dell'articolo 35 del d.lgs. 58/1998 (TUF), al n. 12 nella sezione gestori di OICVM e al numero 144 della sezione gestori di FIA e sottoposta alla direzione e coordinamento di Intesa Sanpaolo S.p.A. e appartenente al Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, iscritto all'Albo dei Gruppi Bancari ed è destinato alla distribuzione al pubblico.

Il presente documento è stato predisposto sulla base di dati elaborati da Fideuram Asset Management SGR (ed eventualmente da altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo) e sulla base delle informazioni pubblicamente disponibili o di altre fonti di terze parti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, esplicita o implicita, è fornita dalla SGR relativamente all'accuratezza, completezza, affidabilità e correttezza delle stesse. Le informazioni, le opinioni e i dati contenuti in questo documento o in eventuali documenti allegati non costituiscono in alcun modo ricerca in materia di investimenti o comunicazione di marketing, raccomandazione o suggerimento, implicito o esplicito, né sollecitazione o offerta, né consiglio di investimento, consulenza in materia di investimenti, consulenza legale, fiscale o di altra natura.

Se non diversamente specificato, tutte le informazioni contenute nel presente documento sono aggiornate alla data che appare sulla prima pagina e non vi è alcuna garanzia che i risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni e le previsioni qui contenute.

Le informazioni sono soggette a modifiche. Tali informazioni non intendono sostituire in alcun modo le autonome e personali valutazioni che il destinatario è tenuto a svolgere prima della conclusione di una qualsiasi operazione attinente a strumenti e prodotti finanziari. Prima di qualunque investimento, è necessario prendere attenta visione della documentazione relativa allo strumento finanziario oggetto dell'operazione.

I dati, ove non diversamente specificato, non tengono conto del regime fiscale applicabile.

Questo documento non costituisce un'offerta di acquisto o vendita, né una sollecitazione all'investimento in alcun prodotto finanziario citato e non costituisce un messaggio promozionale o sollecitazione all'investimento rivolto a persone residenti negli USA, in Canada o a soggetti residenti in paesi in cui i prodotti non sono autorizzati o registrati per la distribuzione o in cui Prospetto non è stato depositato presso le competenti autorità locali.

Si declina qualsiasi responsabilità in caso di qualsivoglia perdita diretta o indiretta, derivante dall'affidamento alle opinioni o dall'uso delle informazioni ivi contenute; la SGR e i propri dipendenti non sono altresì responsabili per qualsiasi errore e/o omissione contenuti in tali informazioni.

La presente comunicazione e i relativi contenuti (ivi compresi quelli di eventuali documenti allegati) non potranno essere riprodotti, ridistribuiti, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicati, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso scritto da parte della SGR.



FIDEURAM
INTESA SANPAOLO
PRIVATE BANKING
Asset Management

Fideuram Intesa Sanpaolo Private Banking Asset Management SGR S.p.A.

Via Montebello 18, 20121 Milano
Telefono +39 02 725071 – Fax 02 72507626
www.fideuramispbsgr.it

Società del gruppo **INTESA**  **SANPAOLO**

