



LA VIEW DI FIDEURAM ASSET MANAGEMENT

EDIZIONE 02.2023

SCENARIO MACROECONOMICO

Le prospettive di crescita di breve periodo dell'economia globale risultano ora decisamente più favorevoli rispetto alle attese di fine 2022 e nel corso delle ultime settimane abbiamo rivisto significativamente al rialzo le nostre stime di crescita non solo per la Cina (alla luce del rapido processo di riapertura post-Covid), ma anche per Area Euro (che ha evitato la recessione a cavallo del nuovo anno ampiamente attesa fino a qualche mese fa) e USA (dove i dati relativi a gennaio sono stati particolarmente forti). Il nostro scenario centrale continua a prospettare una recessione negli USA, che abbiamo però spostato al secondo semestre dell'anno, ma va riconosciuto che è aumentata la probabilità che il processo di disinflazione negli USA possa proseguire senza una recessione. D'altro lato, la migliore tenuta dell'economia a livello globale e la conferma della gradualità del rientro dell'inflazione, che rimane ancora piuttosto elevata segnalano il rischio che la fine del ciclo restrittivo delle banche centrali possa avvenire con tassi "terminali" lievemente più elevati di quanto atteso in precedenza.

MERCATI AZIONARI



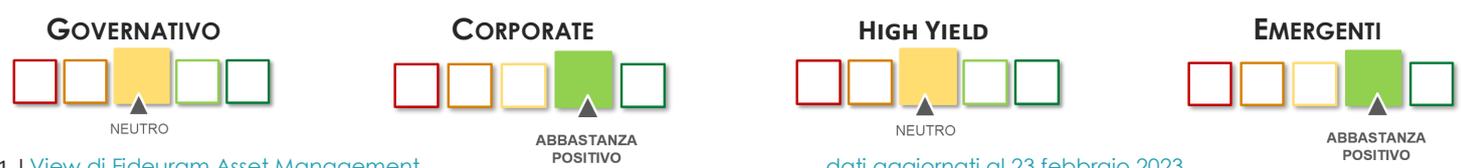
Nonostante il recente rialzo, i tassi di interesse rimangono in un'area di sostanziale corretta valutazione, e pensiamo che le valutazioni azionarie possano stabilizzarsi con la stabilizzazione dei tassi. Tuttavia, il percorso di revisione al ribasso degli utili non è terminato, anche se rimaniamo dell'opinione che la contrazione degli utili sarà relativamente limitata. Siamo sovrappesati di 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. 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 temi più *value*, tra cui le banche, o legati alle risorse. 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



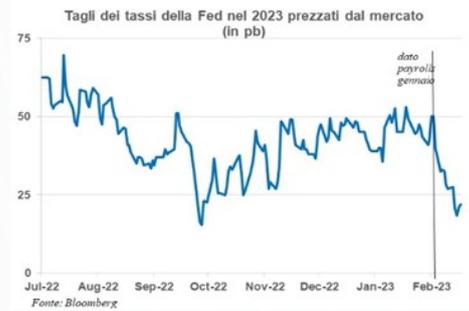
Il miglioramento delle prospettive cicliche di crescita e i recenti dati di inflazione hanno spinto il mercato a prezzare un punto di arrivo leggermente più alto sia per la Fed che per la BCE e una maggiore stabilità dei tassi successivamente al raggiungimento del picco. Questa modifica porta il Treasury e il Bund nella parte alta del nostro range di valutazione, che però rimane tra 3,5 e 4% nel caso del decennale USA e intorno al 2,5% per quello tedesco. Manteniamo una esposizione di sostanziale neutralità sulla componente governativa e un sovrappeso di rischio di credito di alta qualità (*investment grade*) e sui paesi emergenti (sia in valuta forte che locale). Il favore che in questa fase abbiamo nei confronti del rischio di credito 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, nel caso degli USA, la forma della curva dei tassi perché l'inclinazione negativa della curva governativa detrae dal rendimento atteso.



USA: INCERTEZZA SENZA PRECEDENTI

Lo scenario congiunturale negli USA appare caratterizzato da elevata incertezza. L'andamento dell'attività economica a fine 2022 mostrava evidenti segnali di rallentamento, ma il dato sull'occupazione di gennaio è risultato molto più forte delle attese e non appare compatibile con l'imminente inizio di una recessione. Abbiamo pertanto **spostato l'inizio della recessione al secondo semestre dell'anno**, rivedendo significativamente al rialzo la nostra stima di crescita per il 2023 (ora all'1.1%). Alla luce di una crescita più forte nella prima parte dell'anno e della conferma della gradualità del processo di disinflazione (come evidente dai dati sui prezzi di gennaio), abbiamo inserito **un ulteriore rialzo di 25 pb nel nostro scenario centrale per la Fed** e prevediamo ora altri tre aumenti di 25 pb nelle riunioni di marzo, maggio e giugno. Abbiamo inoltre **rimosso dallo scenario centrale i tagli dei tassi della Fed precedentemente previsti a fine anno**.

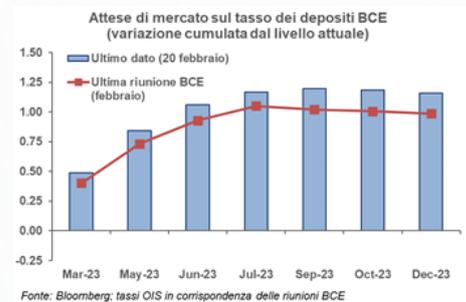
Il mercato ha ridimensionato l'attesa di tagli dei tassi della Fed entro fine



AREA EURO: RESISTENZA AGLI URTI

Ad un anno dall'aggressione della Russia all'Ucraina, l'Area Euro sta mostrando una notevole resilienza a fronte dello shock energetico, che l'ha colpita: la crescita del PIL è rimasta positiva nel quarto trimestre 2022 (+0.4% t/t ann.), nonostante consumi privati in marcato calo. La recessione tecnica non è pertanto più attesa nel nostro scenario (se non in Germania) e abbiamo rivisto al rialzo la crescita del 2023. L'inflazione è scesa all'8.5% a gennaio, grazie al crollo dei prezzi energetici, che continueranno ad esercitare una spinta al ribasso per tutto il resto dell'anno, ma **l'attenzione della BCE è ora rivolta all'inflazione core** (5.2% a gennaio), che non ha ancora iniziato a scendere. La BCE nella riunione di febbraio è stata più morbida delle attese, segnalando una maggiore incertezza sulle decisioni dopo il rialzo di altri 50 punti base preannunciato per marzo. Prevediamo poi un aumento di 25 pb nelle riunioni di maggio e giugno.

Il mercato prezza attualmente altri 125 pb di rialzi dei tassi da parte della BCE, tra marzo e luglio 2023



CINA: CHI BEN COMINCIA È A METÀ DELL'OPERA

Con il picco delle infezioni ormai superato, **l'attività economica sta continuando a recuperare** come suggerito dai primi dati sui consumi e sugli spostamenti delle persone durante le festività del Capodanno. Confermiamo la nostra previsione di crescita sopra consenso per il 2023. La ripresa economica attesa per quest'anno **dovrebbe essere trainata principalmente dai consumi privati, che dovrebbero accelerare significativamente** dopo essere stati repressi per oltre due anni, beneficiando dell'ammontare significativo di risparmio in eccesso accumulato e dai miglioramenti dal fronte occupazionale. **In gennaio la crescita dei nuovi prestiti ha inoltre superato le attese ed è stata particolarmente robusta**, indicando che le banche hanno colto l'invito a sostenere la ripresa con il credito, ma è anche emersa una certa debolezza della domanda di prestiti proveniente dalle famiglie.

In gennaio il PMI è ritornato sopra la soglia di 50 beneficiando della riapertura e del superamento del picco dei contagi



PREVISIONI FIDEURAM ASSET MANAGEMENT SUL QUADRO MACROECONOMICO

	PIL			Inflazione			Tasso di riferimento politica monetaria		
	2022	2023*	2024*	2022	2023*	2024*	2022	2023*	2024*
USA	2.1	1.1	-0.1	8.0	3.9	2.4	4.38	5.38	3.38
Area Euro	3.5	0.7	1.1	8.4	5.2	2.7	2.50	3.75	3.75
Giappone	1.0	1.1	1.1	2.5	2.6	1.7	-0.10	0.00	0.00
Cina	3.1	6.2	5.5	2.0	2.2	2.0	2.75	2.75	2.75

Crescita media annua per PIL e inflazione; livello di fine anno per i tassi.

* Previsioni Fideuram Asset Management

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.

RESTA L'INCERTEZZA SUL PERCORSO DI REVISIONE DEGLI UTILI

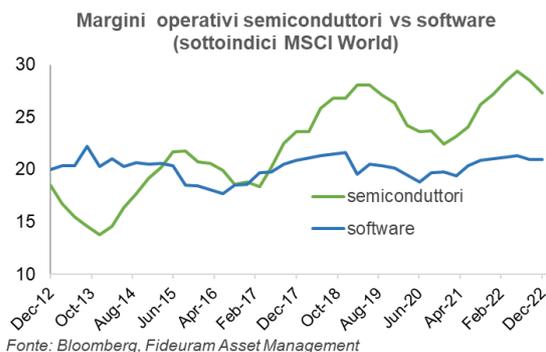
La *reporting season* del quarto trimestre 2022 è quasi completata e i dati che sono stati riportati mostrando una percentuale di sorpresa sugli utili molto bassa in chiave storica.

Se da un lato pensiamo che le valutazioni azionarie possano aver trovato un certo grado di supporto dalla stabilizzazione dei tassi di interesse, dall'altro rimane ancora un elemento di incertezza che è quello legato al percorso di revisione al ribasso degli utili. Le stime di consenso per il 2023 mostrano utili appena positivi accompagnati da una sostanziale tenuta dei fatturati con una pressione sui margini.

L'idea di base è che il percorso di revisione al ribasso degli utili non sia terminato, ma la contrazione sarà relativamente limitata.

A livello globale l'elemento di maggior novità è rappresentato dalla riapertura dell'economia cinese in funzione della quale abbiamo un favore nei confronti dell'esposizione emergente in considerazione del sostegno agli utili dell'economia locale e delle aree geografiche collegate, in un contesto di sconto valutativo rispetto ai paesi sviluppati. **Manteniamo una sostanziale neutralità in USA e Giappone, mentre per l'Europa resta una *view* marginalmente negativa.**

A livello tematico il comparto dei semiconduttori mostra una maggiore tenuta dei margini operative



Nel complesso in termini di esposizione settoriale manteniamo un approccio bilanciato tra settori *growth* e settori più *value*.

Pressioni sui margini



A livello settoriale nonostante per il comparto *growth* vi siano minori pressioni sui multipli, il vantaggio di crescita degli utili tecnologici si va ridimensionando post distorsione pandemica. All'interno del settore tecnologico favoriamo i semiconduttori, che presentano valutazioni più attraenti e una maggiore tenuta dei margini grazie al consolidamento settoriale, beneficiano inoltre in prospettiva dei piani di incremento della capacità produttiva nei paesi occidentali.

IL CONTESTO MACRO CONTRIBUISCE A STABILIZZARE IL MERCATO OBBLIGAZIONARIO

I recenti dati macro ci consegnano un **outlook globale al margine più favorevole**. Questo contesto aiuta a definire una maggiore prevedibilità di comportamento delle banche centrali, il cui picco di politica monetaria è ora più vicino e meglio prezzato, supportando l'idea che il mercato obbligazionario e più in generale il *set* di valutazioni dei mercati sia in una fase di maggior equilibrio rispetto al 2022.

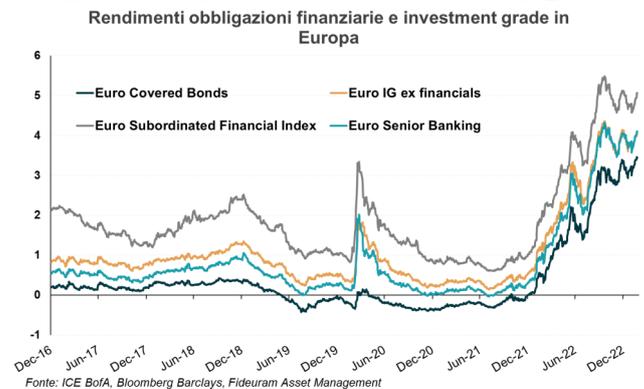
Le prospettive di un eventuale rallentamento ciclico non solo non particolarmente profondo, ma che viene anche spostato nel tempo verso la seconda parte dell'anno, definiscono un ulteriore punto a favore nei confronti dell'esposizione al credito di maggiore qualità. Manteniamo il favore nei confronti del credito *investment grade* grazie all'attrattiva dei rendimenti e ad una aspettativa di minore correlazione attesa tra tasso e spread. All'interno del credito societario *investment grade* abbiamo una preferenza relativa per le emissioni del settore finanziario che trattano a tassi di rendimento relativamente attraenti, ma che beneficiano di un percorso di miglioramento dei fondamentali funzione del rialzo dei tassi di interesse.

Abbiamo implementato un'esposizione più diversificata verso il debito emergente rispetto a quello cinese ora meno interessante per rendimento



Sia il Treasury che il Bund si stanno muovendo all'interno della nostra area di corretta valutazione e manteniamo ancora una certa neutralità nei confronti dell'esposizione governativa. Oltre ad un rendimento meno interessante rispetto al mondo del credito emerge un ulteriore elemento di cautela legato all'inclinazione della curva che detrae valore dal rendimento atteso.

Abbiamo una preferenza relativa per le emissioni finanziarie per via di fondamentali più robusti



Una minore volatilità nel mondo obbligazionario, la stabilizzazione dei tassi di interesse USA e del dollaro rappresentano inoltre un contesto favorevole per il segmento obbligazionario emergente verso il quale manteniamo la preferenza, modificandone la struttura dell'esposizione all'interno della componente di debito in valuta locale. Implementiamo un'esposizione più diversificata verso il debito *local currency* riducendo al margine l'esposizione verso il debito cinese in considerazione del venir meno del vantaggio di rendimento rispetto al mondo governativo occidentale e dello stesso debito in valuta locale pur mantenendo ancora una funzione di diversificazione.

DISCLAIMER:

Questo documento è pubblicato da Fideuram Intesa Sanpaolo Private Banking Asset Management SGR S.p.A., società iscritta all'albo delle Società di Gestione del Risparmio tenuto dalla Banca d'Italia ai sensi dell'articolo 35 del D. Lgs. 58/98, al n. 12 nella Sezione Gestori di OICVM, sottoposta alla direzione e coordinamento di Intesa Sanpaolo S.p.A. e appartenente al Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, iscritto all'Albo dei Gruppi Bancari ("Fideuram Asset Management SGR").

Questo documento è prodotto in un numero limitato di copie ed è redatto a soli scopi informativi. Esso è rivolto e strettamente riservato ad intermediari autorizzati o investitori professionali e non è destinato alla distribuzione al pubblico. Le informazioni contenute nel documento, pertanto, sono confidenziali e non dovranno mai essere, in tutto o in parte, divulgate a terzi, né copiate, distribuite, trasmesse o riprodotte.

Fideuram Asset Management SGR declina qualsiasi responsabilità in caso di diffusione e/o consegna del presente documento a terze parti.

Le informazioni, le opinioni e i dati contenuti in questo documento non costituiscono in alcun modo ricerca, raccomandazione, consiglio di investimento, consulenza all'investimento, consulenza legale, fiscale o altra forma di consulenza. Le informazioni sono soggette a modifiche. I dati, ove non diversamente specificato, non tengono conto del regime fiscale applicabile.

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 di informazioni pubblicamente disponibili o di altre fonti di terze parti. Fideuram Asset Management SGR non garantisce l'accuratezza, la completezza e l'affidabilità dei dati e delle informazioni contenuti in questo documento e declina ogni responsabilità al riguardo.

Questo documento non ha finalità di, né costituisce in alcun modo un'offerta di acquisto o vendita o 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.

Tale documentazione non è stata depositata in Consob ai sensi dell'art. 101 del d.lgs. 58/98 e successive modifiche ("Testo Unico della Finanza").

Fideuram Asset Management SGR declina ogni responsabilità per eventuali investimenti effettuati esclusivamente sulla base del presente materiale.



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.fideuramisbsgr.it

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

