

LA VIEW DI FIDEURAM ASSET MANAGEMENT

EDIZIONE 11.2022

SCENARIO MACROECONOMICO

Il nostro scenario continua a contemplare una **recessione di entità moderata** sia negli USA sia nell'Eurozona nel breve periodo, ma si deve notare che **rispetto ad un paio di mesi fa i rischi al ribasso sull'andamento della congiuntura sembrano essersi ridotti**. Negli USA la crescita a fine anno appare più solida delle attese e abbiamo posticipato di circa tre mesi l'ingresso dell'economia in recessione (ora previsto all'inizio della primavera del 2023). In Eurozona la recessione è probabilmente iniziata nel trimestre in corso, ma il rischio di un calo marcato dell'attività dovuto all'esigenza di razionare la produzione per la scarsità di gas è stato largamente ridimensionato. I recenti dati relativamente più favorevoli sull'andamento dell'inflazione negli USA e nell'Area Euro corroborano inoltre l'attesa che Fed e BCE nelle riunioni di metà dicembre riducano il ritmo dei rialzi dei tassi, passando da 75 a 50 pb. Il nostro scenario contempla per entrambe le **banche centrali** una **prosecuzione dei rialzi** anche nel primo trimestre del 2023, con un'interruzione del ciclo restrittivo a marzo (e con maggiori rischi al rialzo per la BCE).

MERCATI AZIONARI



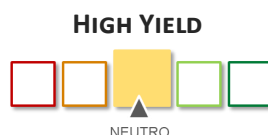
La stabilizzazione delle aspettative sul comportamento delle banche centrali ha favorito la stabilizzazione dei multipli azionari. Tuttavia, il ciclo economico è in rallentamento e le stime di crescita degli utili in fase di revisione al ribasso. Non pensiamo che gli utili abbiano lo stesso downside di situazioni recessive precedenti ma la traiettoria di ribasso è ancora di difficile definizione. Favoriamo gli USA mentre rimaniamo con un leggero sottopeso in Europa, dove i rischi ciclici e politici sono maggiori anche se in parte incorporati dalle valutazioni più basse. Dal punto di vista settoriale diversifichiamo tra temi *value* e settori a maggiore crescita. Siamo neutrali sulla tecnologia che ha rischi di vulnerabilità dei profitti, ma trova il supporto sulle valutazioni dai tassi in stabilizzazione. Manteniamo posizioni nel settore energetico e dei materiali di base a copertura dei rischi inflattivi. Abbiamo aumentato l'esposizione al settore finanziario, anche in Europa, perché i margini beneficiano del rialzo dei tassi, le valutazioni sono basse e i credit cost ancora contenuti e protetti da un maggiore livello di patrimonializzazione.



MERCATI OBBLIGAZIONARI



I portafogli sono sovrappesati di duration e di rischio di credito, sebbene non in misura troppo aggressiva. Il sovrappeso è 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 la prospettiva di una maggiore considerazione della crescita economica da parte delle banche centrali fornisce maggiore stabilità dell'yield totale. Con l'aumento dell'esposizione al rischio di credito anche la duration dei portafogli aumenta. Abbiamo però preferito agire sul credito rispetto ai tassi governativi per il pick-up di rendimento e gli spread più in grado di assorbire movimenti del tasso base in un contesto di minore correlazione tra tasso e rischio. Agli attuali livelli, inferiori al 4%, il decennale americano è nella parte bassa del nostro range di valutazione (compreso tra 3,75% e 4,25%) perché la curva sconta già un certo percorso di discesa dei tassi ufficiali nella seconda parte del 2023.



USA: PROVE DI RESILIENZA

L'economia si sta dimostrando relativamente più solida rispetto alle nostre attese e abbiamo rivisto la crescita del PIL nel trimestre in corso da poco sopra lo zero all'1% annualizzato (e con un significativo rischio al rialzo). **Abbiamo inoltre posticipato di un trimestre l'ingresso dell'economia in recessione**, ora previsto all'inizio della prossima primavera e non tra fine 2022 e inizio 2023. La flessione del PIL che prevediamo nel 2023 rimane piuttosto moderata (1% del PIL). D'altro lato, l'inflazione in ottobre ha registrato una notevole sorpresa al ribasso, confermando che il picco ciclico è ora probabilmente alle spalle e corroborando così **l'attesa di una riduzione nell'entità dell'aumento dei tassi della Fed (da 75 a 50 pb)** per la riunione di metà dicembre. Prevediamo poi ulteriori 75 pb di rialzi dei tassi nel primo trimestre del 2023, prima della fine del ciclo restrittivo con la riunione di marzo.

AREA EURO: CHE TEMPO CHE FA

Le temperature miti in autunno hanno consentito di risparmiare gas senza intaccare gli stoccaggi: **i prezzi del gas naturale sono così scesi significativamente in Europa e lo scenario per la crescita è migliorato**, venendo meno i rischi di razionamenti alla produzione durante l'inverno, che avrebbero potuto rendere molto più pesante la recessione prevista nel nostro scenario. Rimane però **il grave problema di come ricostruire le scorte** dalla primavera del prossimo anno in assenza di flussi (se non minimi) dalla Russia, pertanto l'Europa deve continuare a risparmiare gas. L'inflazione ha superato il 10% ad ottobre: **il picco dovrebbe essere ormai prossimo**, ma l'inflazione rimarrà elevata anche il prossimo anno. Prevediamo che nella riunione di metà dicembre la BCE riduca il ritmo del rialzo dei tassi (50 invece che 75 pb), **ma la stretta sulle condizioni finanziarie si rafforzerà ad inizio 2023** perché inizierà anche il processo di riduzione dell'attivo del bilancio della BCE (il "Quantitative Tightening").

CINA: PRIMO PASSO VERSO LA FINE DELLA STRATEGIA DI "TOLLERANZA ZERO"

L'attività economica in ottobre ha risentito degli effetti negativi delle restrizioni imposte per contenere alcuni focolai di contagio, ma anche del rallentamento delle esportazioni e della crisi del settore immobiliare: abbiamo pertanto **rivisto al ribasso le nostre previsioni di crescita per il trimestre in corso dal 6.6% annualizzato al 4.0% con ulteriori rischi al ribasso**. La revisione della strategia di "tolleranza zero" verso il Covid e gli interventi a favore del mercato immobiliare permettono tuttavia un cauto ottimismo sulle prospettive di crescita future. **Abbiamo pertanto rivisto al rialzo le nostre attese per i trimestri centrali del 2023** con la media annua che tuttavia scende al 5.3% dal 5.4% a causa della revisione al ribasso della crescita del trimestre in corso. La politica monetaria continua a sostenere la crescita e a fine novembre la PBoC ha tagliato il coefficiente di riserva obbligatoria.

MERCATI AZIONARI

Rimaniamo con un leggero sottopeso in Europa, dove i rischi ciclici sono superiori, sebbene le valutazioni più basse scontino già un certo grado di deterioramento macroeconomico. La dimensione del sottopeso è stata però ridotta di recente, in parte per il supporto dato dalle valutazioni, in parte per un posizionamento molto basso da parte degli investitori. Tra i settori europei abbiamo aumentato l'esposizione a quello finanziario che trova sostegno reddituale dall'andamento dei tassi di interesse. La ridotta dimensione del sottopeso non intacca la view di neutralità sull'azionario.

Gli USA sono l'area geografica azionaria che preferiamo ma non siamo sovrappeso sopra 4000 punti di S&P500. Il posizionamento degli investitori è basso con 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 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 il profilo macro più legato all'andamento del commercio internazionale e alla dinamica industriale risultano più esposti e vulnerabili all'evoluzione geopolitica e a un ciclo economico più debole. La crescita degli utili non è particolarmente robusta, nonostante il sostegno della debolezza dello yen.

L'evoluzione del contesto macro che vede una minore volatilità dei tassi di interesse e la stabilizzazione del dollaro è più favorevole per i mercati emergenti. Tuttavia, il rallentamento ciclico in corso suggerisce di mantenere ancora una posizione di neutralità. Nell'ambito dell'allocazione emergente abbiamo una preferenza per il mercato cinese anche per l'aspettativa di un rilassamento della politica di zero-covid e parziale riapertura nei mesi a venire.



MERCATI OBBLIGAZIONARI



Il Treasury decennale tratta nella parte bassa del nostro range di corretta valutazione. Vediamo il picco dei tassi ufficiali tra il 5 e il 5,25%, in linea con l'attesa di mercato, ma il pivot della Fed è ancora prematuro sebbene l'inflazione abbia iniziato un percorso di discesa, ma con caratteristiche e velocità non ancora prevedibili. In Europa il percorso atteso di rialzo dei tassi della BCE lascia i tassi forward relativamente alti se consideriamo la prospettiva ciclica in rallentamento. Tuttavia, il range di valutazione è molto ampio tenuto conto dell'impatto della politica fiscale e dell'elevata flessibilità della BCE nella gestione del proprio bilancio in questa fase.

Siamo sovrappeso di obbligazioni societarie investment grade perché i rendimenti attesi sono attraenti, i tassi base prossimi ad un livello di corretta valutazione, gli spread relativamente ampi (soprattutto in Europa) e meno vulnerabili di altri segmenti del reddito fisso al rischio ciclico. Ci attendiamo una riduzione della correlazione tra tasso e spread in un contesto in cui la crescita economica si affianca all'inflazione come obiettivo delle banche centrali, 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, 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 limita il percorso di apprezzamento del dollaro e definisce un contesto più favorevole per il debito emergente. La maggiore esposizione sia nel il comparto in valuta forte che in quello in valuta locale è stata accompagnata da una parziale riduzione dei titoli di stato cinesi, che continuano ad essere un elemento di diversificazione dei portafogli, ma altre componenti del reddito fisso e del mondo emergente offrono un vantaggio di rendimento apprezzabile.

I MERCATI AZIONARI TRA LA STABILIZZAZIONE DEL TASSO E LA PROSPETTIVA DI REVISIONI AL RIBASSO DEGLI UTILI

Il progressivo recupero degli indici azionari a cui stiamo assistendo nel trimestre in corso riflette un maggior grado di stabilizzazione delle aspettative di politica monetaria da parte del mercato.

I primi incoraggianti segnali di discesa dell'inflazione USA supportano infatti l'idea di essere nella fase terminale del percorso di aggiustamento del set di valutazione dei mercati legato al rialzo dei tassi. Ed è proprio grazie a questa meccanica, che dalla stabilizzazione delle aspettative di politica monetaria arriva a quella del multiplo, su cui il mercato è risalito dai minimi di ottobre.

Non mancano tuttavia elementi di incertezza, primo tra i quali la dinamica del percorso dell'inflazione, che se da un lato ha con molta probabilità raggiunto un picco, dall'altro è difficile prevederne la velocità di rallentamento.

Contestualmente si rileva una **progressiva revisione al ribasso delle stime degli utili e dei fatturati. Queste variabili sono strettamente connesse al ciclo economico, che al momento vede un rallentamento, con le prospettive di una recessione che secondo il nostro scenario centrale è al momento spostata nel tempo nel 2023.**

Sebbene non riteniamo che gli utili possano realizzare lo stesso *downside* paragonabile a fasi recessive precedenti, grazie anche alla tenuta della crescita nominale, **l'incertezza sull'evoluzione della profittabilità rimane alta e la traiettoria di ribasso non completamente definita.**

Complessivamente si rileva una fase del mercato azionario in cui le aspettative sugli utili si stanno riducendo, mentre il multiplo smette di peggiorare ed è questo l'elemento che tiene il mercato in equilibrio.

Riteniamo che una ricostituzione più corposa dell'esposizione possa avvenire alternativamente a livelli un po' più bassi oppure con un outlook ciclico, e di conseguenza degli utili, al margine un po' più favorevole.

Tenuto conto di ciò, riteniamo **che sia opportuno continuare con cautela, mantenendo un approccio tattico**, cogliendo punti di ingresso in fase di debolezza e diversificando dal punto di vista settoriale e stilistico.

Sotto questo aspetto, **il posizionamento prevede diversificazione tra temi *value* e settori a maggiore crescita.** La tecnologia ha rischi di vulnerabilità dei profitti superiore, ma trova il supporto dei tassi sulla tenuta delle valutazioni e siamo sostanzialmente neutrali.

Manteniamo posizioni nel settore energetico e dei materiali di base, mentre nel corso dell'ultimo periodo **abbiamo aumentato l'esposizione al settore finanziario**, anche in Europa, perché i margini beneficiano del rialzo dei tassi, le valutazioni sono basse e i *credit cost* ancora contenuti e protetti da un maggiore livello di patrimonializzazione.

MERCATI OBBLIGAZIONARI: AUMENTA L'ESPOSIZIONE AL CREDITO

Il 2022 si appresta a passare alla storia come un anno eccezionalmente negativo per i titoli di Stato *core* con ripercussioni per tutto il mondo obbligazionario, mettendo fine al regime dei tassi bassi o negativi.

La prospettiva per il 2023 è che alcuni fattori che hanno spinto al rialzo i rendimenti (inflazione, notevole restrizione monetaria) si ridimensioneranno in corso d'anno.

Definire temporalmente un pivot della Fed nel senso tradizionalmente inteso di inversione della politica monetaria appare per ora prematuro. Ma un ritmo meno serrato di rialzi, una pausa o uno stazionamento della Fed e della BCE a livelli restrittivi dei tassi di riferimento appaiono all'orizzonte (tra il primo e il secondo trimestre 2023) e rimane significativa la probabilità di una recessione nel futuro prevedibile, in particolare in Europa.

La stabilizzazione delle aspettative di politica monetaria si traduce in **minore pressione sulle valutazioni complessive degli asset** e ci porta a considerare una **graduale esposizione nel mondo del reddito fisso prima che nel mondo azionario.**

In particolare **abbiamo iniziato a costruire gradualmente una posizione di sovrappeso sul credito, privilegiando il segmento a maggiore qualità.** Questo perché i tassi di rendimento sono attraenti, gli *spread* a questi livelli sono meno vulnerabili di altri asset al rischio ciclico (per esempio rispetto ad azioni e *high yield*), e la prospettiva di una maggiore considerazione sulla tenuta della crescita da parte delle banche centrali riduce la correlazione tra tasso e *spread*, con conseguente maggiore stabilità dell'*yield* totale.

All'interno del credito continuiamo ad incrementare l'esposizione al settore finanziario in considerazione degli elevati livelli di capitalizzazione e la maggiore redditività derivante dal contesto di tassi più elevati. A questi si aggiunge una complessiva maggiore qualità dei crediti grazie al de-risking realizzato sui bilanci e ad una base di partenza di NPL moderata in chiave storica.

Una maggiore stabilità dei tassi di interesse limita il percorso di apprezzamento del dollaro e definisce un contesto più favorevole per il debito dei paesi emergenti.

Nell'esposizione al debito emergente abbiamo iniziato a portare in sovrappeso sia il comparto in valuta forte che quello in valuta locale attraverso un'attività di incremento graduale, ma progressivo.

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.

