

LA VIEW DI FIDEURAM ASSET MANAGEMENT

EDIZIONE 03.2023

SCENARIO MACROECONOMICO

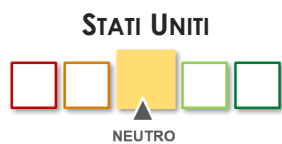
L'impatto sullo scenario macro delle tensioni nel settore bancario che hanno caratterizzato le ultime due settimane a partire dal fallimento di Silicon Valley risulta al momento ancora molto difficile da valutare e decisamente incerto. Abbiamo rivisto moderatamente al ribasso le nostre previsioni di crescita negli USA nei prossimi trimestri (e in misura minore nell'Area Euro) per tenere conto dell'impatto sull'attività economica della probabile restrizione delle condizioni del credito, confermando la nostra previsione di una recessione (di entità contenuta) negli USA nella seconda parte dell'anno. I problemi nel settore bancario hanno inoltre indotto Fed e BCE ad adottare un atteggiamento decisamente più cauto e a segnalare (soprattutto nel caso della Fed) che il ciclo dei rialzi è ormai prossimo alla conclusione, mentre a inizio marzo la forza dell'economia a inizio anno e una dinamica dell'inflazione *core* ancora decisamente elevata sembravano compatibili con un ulteriore significativo aumento dei tassi terminali delle banche centrali.

MERCATI AZIONARI



I portafogli sono sostanzialmente neutrali nei confronti dei mercati azionari, ma con una posizione di sovrappeso negli emergenti e nella Cina compensata da un leggero sottopeso in Europa. La preferenza cinese ed emergente dipende dalla migliore crescita attesa degli utili e da valutazioni a sconto rispetto ai mercati sviluppati. Il contesto macro e la correzione del prezzo del gas supportano l'Europa, ma la sovraperformance dei mesi precedenti, la debolezza di alcune istituzioni finanziarie e una politica

monetaria ancora restrittiva della BCE, ci fanno propendere per il mantenimento di un modesto sottopeso. Siamo neutrali in USA e Giappone. Dal punto di vista settoriale e tematico continuiamo a mantenere un approccio diversificato. Tuttavia, la stabilizzazione dei tassi di interesse a lunga scadenza ci porta ad un marginale aumento delle componenti *growth* e tecnologiche mentre, tra i comparti più difensivi, il tema delle società che fanno crescere la remunerazione a favore degli azionisti (*dividend aristocrats*) ci appare attraente in un contesto in cui il percorso degli utili aziendali si indebolisce. Tatticamente riduciamo l'esposizione al settore finanziario.



MERCATI OBBLIGAZIONARI



Con il riemergere di situazioni di instabilità finanziaria riduciamo a neutrale l'esposizione al rischio di credito. Nello specifico viene ridotta a neutrale (da sovrappeso) l'investimento negli emergenti, sia in valuta forte che in valuta locale, e a sottopeso (da neutrale) il peso del comparto *high yield*. Anche l'investimento nelle emissioni del settore finanziario scende a neutrale. Non pensiamo che le difficoltà emerse nel settore finanziario siano di natura sistemica, ma lasciano tre punti aperti: (1) maggiore vulnerabilità degli *spread*, (2) l'attesa di un peggioramento degli standard di *lending*, (3) incertezza sulla percezione del rischio nel settore finanziario a seguito della gestione dell'operazione tra Credit Suisse e UBS. Manteniamo il sovrappeso nella componente *investment grade*. I titoli governativi in questo scenario si caratterizzano per una volatilità elevata, ma costituiscono un elemento di diversificazione e protezione dei portafogli in situazioni di stress.



USA: LA PROBABILE RESTRIZIONE DEL CREDITO RENDE LA FED PIÙ CAUTA

Le tensioni nel settore bancario innescate dal fallimento di Silicon Valley Bank sono avvenute in presenza di **un'economia ancora robusta** (e anzi con dati su occupazione e consumi a inizio anno decisamente più forti delle attese) e di **pressioni sui prezzi, in particolare quelli core, ancora piuttosto forti**. Una restrizione **delle condizioni del credito**, con un impatto negativo per la crescita, appare alquanto probabile nel corso dei prossimi trimestri, ma l'entità dell'effetto sull'attività economica risulta al momento ancora incerto. Nella riunione che si è conclusa il 22 marzo **la Fed ha deciso di alzare ancora i tassi di 25 pb**, ma, proprio sulla base dell'incertezza legata all'impatto della restrizione delle condizioni del credito, ha segnalato che il ciclo dei rialzi appare ormai prossimo al termine, diversamente da quanto invece era stato comunicato dal Presidente Powell a inizio marzo nella sua audizione piuttosto aggressiva di fronte al Congresso.

AREA EURO: STABILITÀ DEI PREZZI E STABILITÀ FINANZIARIA

Nel breve periodo la crescita è sostenuta dalla significativa discesa dei prezzi energetici, dalla riapertura della Cina, dalla forza del mercato del lavoro e dalla politica fiscale ancora espansiva. Al contempo, lo shock sui redditi reali dovuto all'inflazione, i passati rialzi dei tassi e **le recenti turbolenze nel settore bancario restringono le condizioni finanziarie** e peggiorano le prospettive di medio termine. **Nella riunione di marzo la BCE ha alzato ancora i tassi di 50pb**, in linea con le indicazioni date in precedenza, ma non ha più preannunciato le mosse future, poiché l'incertezza ora non lo consente: da un lato **le pressioni al rialzo sull'inflazione sono ancora forti** e le condizioni cicliche richiederebbero il proseguimento della stretta monetaria, ma quest'ultima deve tenere conto in misura maggiore anche dei rischi per la stabilità finanziaria. Al fine di garantire questo equilibrio, **attendiamo ancora altri due rialzi dei tassi (di 25pb) a maggio e giugno**, ma l'incertezza rimane elevata.

CINA: RIPRESA POST COVID IN CORSO

I dati di gennaio e febbraio hanno confermato l'avvio della ripresa dell'attività economica. Gli investimenti hanno accelerato oltre le attese, grazie anche ai primi segnali di stabilizzazione del settore immobiliare, mentre dai consumi sono giunte indicazioni incoraggianti. L'attività nel settore dei servizi ha rimbalzato, **mentre la produzione industriale ha riflesso il debole andamento delle esportazioni**. Confermiamo pertanto la nostra previsione sopra consenso di crescita al 6.2% per il 2023. In marzo si è tenuta l'annuale Assemblea Nazionale del Popolo **dove è stato annunciato un obiettivo di crescita per quest'anno "intorno al 5.5%"** mentre **Li Qiang è stato nominato nuovo Primo Ministro**, una scelta all'insegna della continuità. Poco dopo il termine dell'Assemblea, la PBoC ha tagliato il coefficiente di riserva obbligatoria di 25pb confermando il supporto alla crescita da parte della politica monetaria.

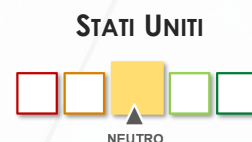
MERCATI AZIONARI

Il contesto macro e la correzione del prezzo del gas supportano l'Europa, ma la sovraperformance dei mesi precedenti, la debolezza di alcune istituzioni finanziarie e una politica monetaria ancora *hawkish* ci fanno propendere per un modesto sottopeso. Pensiamo che il settore bancario europeo abbia intrapreso un percorso di miglioramento del livello di profittabilità e sia caratterizzato da valutazioni attraenti, ma in questa fase in cui stanno emergendo situazioni di difficoltà di alcune tra le società più deboli preferiamo avere maggiore cautela.

Le valutazioni sono più alte rispetto alle altre aree geografiche principali e la crescita degli utili si mantiene tutto sommato buona e migliore delle attese, sebbene in un contesto di graduale rallentamento. Ma la maggiore qualità delle società è un fattore di supporto in questa fase di maggiore più complessa. Inoltre, la stabilizzazione dei tassi di interesse a medio-lunga scadenza favorisce, al margine, un contesto più favorevole per le componenti *growth* e tecnologiche.

Il mercato giapponese tratta a valutazioni attraenti e inferiori ad altre aree geografiche ma la crescita degli utili non è particolarmente robusta, nonostante l'indebolimento 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 lento percorso di allentamento del controllo della curva dei tassi di interesse.

Siamo sovrappeso nell'area emergente perché 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

GOVERNATIVO



Il potenziale restringimento degli standard di credito e il posizionamento degli investitori ancora basso contribuiscono a definire un contesto più favorevole per la *duration*. I titoli governativi dei paesi *core* si caratterizzano per una volatilità elevata, ma costituiscono un elemento di diversificazione e protezione dei portafogli in situazioni di stress. Gli *spread* periferici nonostante il contesto più volatile rimangono composti, anche se il BTP ci appare relativamente caro, in particolare nelle scadenze brevi ed intermedie e rispetto alla curva *corporate*.

CORPORATE



I portafogli sono sovrappeso di obbligazioni societarie *investment grade* perché la qualità del credito è migliore e l'aumento della volatilità dei tassi base è assorbita dagli *spread* e stabilizza il rendimento totale. Inoltre, le curve *corporate* offrono un *rolldown* positivo, a differenza di quelle governative. Riduciamo però l'esposizione al settore finanziario, nonostante il favore in un'ottica di più lungo periodo, per la maggiore incertezza indotta dai recenti eventi che hanno riguardato il settore.

HIGH YIELD



Riduciamo a sottopeso il segmento *high yield* per riflettere il rischio di un peggioramento degli standard di *lending* e di un aumento del costo del capitale. I rendimenti attesi sono attraenti su base storica, e i tassi di *default* sono ancora contenuti, seppure in lieve aumento, ma nel breve pensiamo che la volatilità degli *spread* possa mantenersi alta.

EMERGENTI



L'emergere di situazioni di instabilità finanziaria ci spinge a ridurre il rischio sulle obbligazioni emergenti, sia in valuta forte che locale. Non pensiamo che i recenti eventi siano di natura sistemica, ma ci riportiamo neutrali, a protezione di situazioni di maggiore avversione al rischio che riguardano gli *spread* di credito e le valute emergenti. Manteniamo un peso limitato nei titoli di stato cinesi.

DA SVB A CREDIT SUISSE: LE BANCHE AGITANO I MERCATI

Il fallimento della Silicon Valley Bank (SVB) e la crisi di Credit Suisse, che si è poi conclusa con l'acquisizione da parte di UBS, hanno scosso i mercati facendo emergere vulnerabilità nell'ambito finanziario.

Quanto successo a SVB, istituto regionale la cui clientela era specificatamente collocata nel mondo delle *startup* tecnologiche si è originato da un problema di *duration mismatch*, ovvero un squilibrio tra passività ed attività. Nel momento in cui la capacità di raccogliere denaro è progressivamente diventata più difficile per le condizioni finanziarie più restrittive, la clientela composta da *startup* e *venture capitalist* ha iniziato a ridurre i propri depositi (raccolta a breve), inducendo SVB a vendere gli attivi impiegati su scadenze più lunghe e portando a conto economico le passività generate dal rialzo dei tassi.

Con un effetto a catena, i timori per quanto accaduto all'istituto regionale americano si sono riverberati in Europa colpendo Credit Suisse, con una fuga di massa della propria clientela. La rapidità dei deflussi della raccolta è anche legata al modello di business dell'istituto svizzero e all'estrema sensibilità da parte dei propri depositanti a spostare i propri *asset*.

Se da un lato le tensioni nel settore bancario segnalano i primi effetti del percorso di rialzo dei tassi di interesse, dall'altro riteniamo che queste situazioni di instabilità finanziaria non siano sistemiche, ma la rapidità e la portata della restrizione delle condizioni finanziarie ha penalizzato alcuni tra i *player* più deboli.

Il nostro posizionamento resta dunque ancora neutrale nei confronti dei mercati azionari, ma con una preferenza relativa verso gli emergenti e la Cina in funzione della migliore crescita attesa degli utili per la riapertura dell'economia *post-lockdown*. Il favore verso gli emergenti è compensato da un marginale sottopeso in Europa anche alla luce delle vicende del settore bancario e di una postura della politica monetaria ancora restrittiva. Dal punto di vista settoriale l'idea è di un progressivo spostamento da un approccio bilanciato nelle componenti *growth* e *value*, nella fase di maggiore incertezza sull'evoluzione macroeconomica, ad una preferenza per i titoli *growth* per beneficiare della stabilizzazione dei tassi di interesse a lunga scadenza. Tra i comparti più difensivi, il tema delle società che fanno crescere la remunerazione a favore degli azionisti (*dividend aristocrats*) ci appare attraente in un contesto in cui il percorso degli utili aziendali si indebolisce e l'incertezza macro aumenta. Tatticamente riduciamo l'esposizione al settore finanziario.

IL SALVATAGGIO DI CREDIT SUISSE E LA SVALUTAZIONE DEGLI AT1

Le questioni più discusse sul salvataggio di Credit Suisse sono relative al mancato coinvolgimento dell'assemblea degli azionisti e all'azzeramento dei bond AT1 (Additional Tier 1) per un valore di circa 16 miliardi nel più ampio quadro, che ha portato all'acquisizione da parte di UBS per 3 miliardi (a fronte di una capitalizzazione di mercato di 8 miliardi). L'operazione ha infatti colto di sorpresa i detentori di questa tipologia di debito junior denominato AT1 che avrebbe dovuto trovarsi subito sopra alle azioni nella scala di priorità di rimborso del capitale.

L'intervento della FINMA (Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari) non si è fatto attendere chiarendo che è previsto l'azzeramento di questi strumenti in caso di "eventi scatenanti" come in questa circostanza il prestito a sostegno della liquidità erogato dalla Banca Centrale Svizzera a Credit Suisse il 16 marzo scorso.

Le autorità europee hanno ribadito per le proprie regolamentazioni la gerarchia che vede le azioni quali primi strumenti ad assorbire le perdite e solo successivamente si dovrebbe procedere alla svalutazione dell'AT1. **La reintroduzione del tema dell'instabilità finanziaria non ci pare tuttavia strutturale, ma lascia nel sistema un peggioramento delle condizioni di *funding*, maggiore vulnerabilità degli spread e incertezza sul premio per il rischio del settore bancario.**

Per questi motivi il nostro posizionamento riduce a neutrale il rischio di credito e, nello specifico, a neutrale (da sovrappeso) l'investimento negli emergenti, sia in valuta forte che in valuta locale, a sottopeso (da neutrale) il peso del comparto high yield e a neutrale (da sovrappeso) le emissioni subordinate del settore finanziario.

Manteniamo la sovraesposizione nei confronti delle obbligazioni a miglior merito di credito, che nella prima fase della crisi hanno mostrato la maggiore resilienza. Anche nel nuovo contesto di maggiore percezione del rischio e di restringimento delle condizioni finanziarie, ci aspettiamo che dopo questa fase di stress ritorni una maggiore differenziazione per la qualità del credito. Inoltre i titoli senior bancari non sono stati toccati nell'operazione tra Credit Suisse e UBS e la decorrelazione tra tasso e spread stabilizza l'*yield* totale. Riteniamo che gli spread siano maggiormente protettivi, anche rispetto ai titoli *high*.

Riduciamo però l'esposizione al settore finanziario, nonostante il favore sul settore in un'ottica di più lungo periodo, per la maggiore incertezza indotta dai recenti eventi che hanno riguardato il settore. Nei confronti dell'esposizione governativa manteniamo un approccio neutrale con la prospettiva di un aumento dell'esposizione in fasi di risalita dei tassi e in funzione dell'evoluzione degli eventi. Nondimeno l'esposizione governativa in questo scenario costituisce un elemento di diversificazione e protezione dei portafogli in situazioni di stress.

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**

