



LA VIEW DI FIDEURAM ASSET MANAGEMENT

EDIZIONE 05.2023

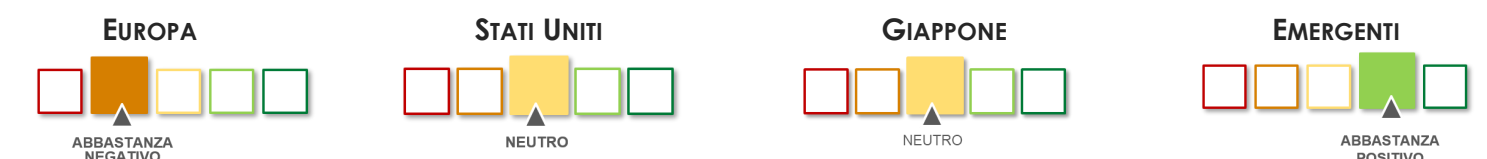
SCENARIO MACROECONOMICO

Nel corso delle ultime settimane **non abbiamo apportato modifiche significative al nostro scenario di crescita e inflazione a livello globale**, con l'unica significativa eccezione rappresentata dalla sorprendente discesa dell'inflazione in Cina negli ultimi mesi, nonostante la forte ripresa dell'economia a inizio anno (peraltro messa in dubbio dai dati piuttosto deboli di aprile). Negli USA i dati sulla crescita e sul mercato del lavoro non appaiono per il momento compatibili con un ingresso in recessione nel corso dell'estate e non escludiamo pertanto di posticipare ulteriormente l'inizio della recessione. L'inflazione *core* si sta invece confermando piuttosto elevata, come atteso, sia negli USA sia in Europa: di conseguenza, i rischi nel breve periodo per la Fed, che dovrebbe avere completato il ciclo restrittivo con il rialzo dei tassi di inizio maggio, rimangono nella direzione di un altro rialzo, mentre per la BCE, dopo i rialzi attesi nelle prossime riunioni di giugno e luglio, il rischio è di un ulteriore rialzo anche nella riunione di settembre.

MERCATI AZIONARI



Siamo neutrali nei confronti dei mercati azionari, ma con una posizione di sovrappeso negli emergenti e nella Cina compensata da un leggero sottopeso in Europa. Il sovrappeso cinese ed emergente dipende dalla migliore crescita attesa degli utili in quest'area legato alla riapertura dell'economia cinese post-lockdown, e da valutazioni a sconto a seguito della sottoperformance accumulata negli anni scorsi. Il contesto macro e la correzione del prezzo del gas hanno supportato l'Europa, ma riteniamo che la capacità di sorprendere ulteriormente sia limitata e, dopo la sovraperformance dei mesi precedenti, manteniamo un modesto sottopeso, che valutiamo anche di poter aumentare nel periodo a venire. Siamo neutrali in USA e Giappone. Dal punto di vista settoriale e tematico la stabilizzazione dei tassi di interesse a lunga scadenza ci porta ad una marginale preferenza delle componenti *growth* e difensive.

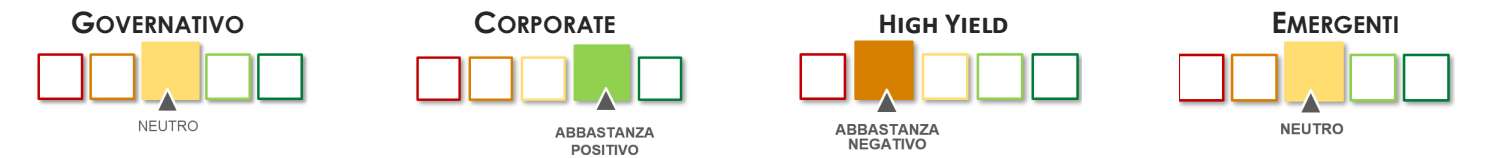


MERCATI OBBLIGAZIONARI



Manteniamo un modesto sovrappeso di duration e una sostanziale neutralità di rischio di credito e favoriamo i segmenti di maggiore qualità nel comparto del credito societario. La prossimità al termine del rialzo dei tassi, situazioni di debolezza nel settore finanziario, un restringimento delle condizioni di accesso al credito e la riduzione della correlazione bond/equity conferiscono attrattività alla duration governativa. Non abbiamo però una posizione di forte sovrappeso perché

le curve dei paesi *core* anticipano già una riduzione dei tassi di interesse ufficiali rispetto allo scenario di riferimento delle banche centrali. L'unico comparto del rischio di credito che rimane sovrappeso è l'*investment grade*, dove la qualità del credito è migliore, il rendimento atteso favorevole, e il mix spread/duration di tasso più equilibrato. Siamo sottopesati di *high yield*, che ci appare il segmento più vulnerabile al restringimento delle condizioni finanziarie e creditizie.



USA: OCCHI ANCORA PUNTATI ALLE CONDIZIONI DEL CREDITO

La crescita del PIL nel primo trimestre (1.1% annualizzato) è stata lievemente più debole delle attese, in quanto la prevista forza dei consumi è stata più che compensata da un ampio contributo negativo nelle scorte. **La crescita dovrebbe accelerare di nuovo nel trimestre in corso**, nonostante un marcato rallentamento dei consumi, grazie al venir meno del contributo negativo delle scorte. Le indicazioni provenienti dal mercato del lavoro sono rimaste molto robuste, con il tasso di disoccupazione che in aprile ha raggiunto un nuovo minimo ciclico al 3.4%. Qualche segnale più incoraggiante è venuto dall'inflazione core, che rimane però molto lontana dall'obiettivo della Fed, che nella riunione di inizio maggio ha alzato i tassi di 25 pb, come largamente atteso, **segnalando, anche in questo caso in linea con le attese, una pausa nel ciclo restrittivo**. Il nostro scenario centrale non prospetta altri rialzi dei tassi dopo quello di maggio.

AREA EURO: INFLAZIONE OSTINATA

Tra fine 2022 e inizio 2023 la crescita del PIL è risultata sostanzialmente nulla, ma in Germania il PIL è calato dell'1%. La discesa del prezzo del gas, il raggiungimento del picco dell'inflazione e la riapertura della Cina hanno migliorato le prospettive e la crescita del PIL dovrebbe accelerare nel secondo trimestre: è la domanda interna per servizi, insieme al canale estero, a trainare la ripresa. L'inflazione ha raggiunto un picco a fine 2022 e ora sta scendendo abbastanza rapidamente, ma **è l'inflazione core (ex alimentari ed energia) a preoccupare la BCE per la sua persistenza**: non si è infatti ancora esaurito il rialzo dei prezzi nel settore dei servizi e l'inflazione core resterà sugli attuali elevati livelli (5.6-5.7%) per tutta l'estate. Pertanto, la BCE, dopo avere ridotto nella riunione di maggio il ritmo del rialzo dei tassi a 25 pb (dai precedenti 50, e prima ancora 75), **alzerà ancora i tassi a giugno e luglio, e vi è il rischio che venga deciso un ulteriore rialzo anche a settembre**.

CINA: MOMENTO DI PAUSA PER LA RIPRESA ECONOMICA

Dopo avere raggiunto il picco nel primo trimestre, i dati di aprile hanno evidenziato un **rallentamento significativo dell'attività economica in Cina**. In particolare, produzione industriale e investimenti, pur mostrando un'accelerazione a/a grazie ad un favorevole effetto base, hanno rallentato su base sequenziale. Diversamente i consumi sono rimasti più robusti e dovrebbero continuare a sostenere la crescita. **Una decelerazione della crescita era ampiamente prevista per il secondo trimestre; tuttavia, i dati di aprile suggeriscono un andamento decisamente più debole delle attese**. Abbiamo pertanto rivisto al ribasso le nostre attese di crescita per il trimestre in corso dal 6.6% al 5.3% annualizzato, con ulteriori rischi al ribasso; la crescita media per quest'anno rimane poco sopra il 6% (6.1% dal precedente 6.3%).

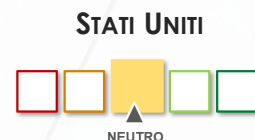
MERCATI AZIONARI

Il contesto macro e la correzione del prezzo del gas hanno supportato l'Europa, ma la capacità di sorprendere ulteriormente è limitata e dopo la sovraperformance dei mesi scorsi manteniamo un modesto sottopeso, che valutiamo anche di poter aumentare nel periodo a venire a fronte di evidenza di rallentamento ciclico. Pensiamo che il settore bancario europeo abbia intrapreso un percorso di miglioramento della profittabilità e abbia valutazioni attraenti, ma in questa fase preferiamo avere maggiore cautela.

La crescita degli utili è migliore delle attese, sebbene in un contesto di graduale rallentamento. Inoltre, la stabilizzazione dei tassi di interesse a medio/lunga scadenza definisce un contesto più favorevole per le componenti *growth* e tecnologiche. Tuttavia, le valutazioni sono più alte rispetto alle altre aree geografiche e preferiamo non aumentare l'esposizione al mercato all'attuale livello raggiunto dall'S&P500, e semmai ridurre in condizioni di ulteriore forza che porterebbe l'indice nella parte alta del nostro range di corretta valutazione.

Il Giappone tratta a valutazioni inferiori alle altre aree geografiche, ma la crescita degli utili non è particolarmente robusta nonostante la debolezza dello yen. Valutiamo con favore la possibilità che la BoJ possa allentare il controllo della curva dei tassi, favorendo la profittabilità del settore finanziario e il rialzo delle aspettative di inflazione la cui sostenibilità rappresenta un elemento di favore per il mercato.

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

Nonostante la BCE possa continuare ad alzare i tassi ufficiali, lo spazio di rialzo della parte a lunga della curva europea è limitato dal rallentamento del ciclo economico. In USA il mercato monetario sconta un ribasso dei tassi della Fed già in tempi brevi, in anticipo rispetto allo scenario della Fed stessa. Vediamo un'area di corretta valutazione per il Treasury decennale tra 3,5 e 3,8% e per il Bund intorno a 2,5% e consideriamo una attività di acquisto di titoli di stato nella parte alta di questo range.

Siamo sovrappeso perché la qualità del credito è migliore e la riduzione della correlazione tra tasso base e *spread* stabilizza il rendimento totale. Inoltre, le curve corporate offrono un *rolldown* ancora favorevole rispetto alle curve governative, in particolare USA. Manteniamo neutrale l'esposizione al settore finanziario per la maggiore incertezza indotta dai recenti eventi che hanno riguardato il settore.

Siamo sottopeso nel segmento *high yield* per riflettere il rischio di un peggioramento delle condizioni di accesso al credito e l'impatto 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 pensiamo che gli *spread* possano essere vulnerabili in caso di rallentamento ciclico.

In questa fase in cui favoriamo un'esposizione ai segmenti di maggiore qualità del reddito fisso non abbiamo un sovrappeso nei segmenti emergenti, che sono caratterizzati da maggiore volatilità. Manteniamo un peso limitato nei titoli di stato cinesi, nonostante il contributo di diversificazione, per una minore attrattività del rendimento rispetto ad altri segmenti obbligazionari.

GOVERNATIVO



CORPORATE



HIGH YIELD



EMERGENTI



IL RALLY DELL'AZIONARIO GUIDATO DAI TITOLI BIG TECH

I risultati della *reporting season* del primo trimestre 2023 hanno evidenziato sia in America che in Europa, pur con alcune differenze settoriali tra le due aree, una sostanziale **capacità delle società di battere le stime**, in un contesto di progressiva revisione al ribasso delle aspettative di crescita degli utili.

Le prospettive reddituali delle società appaiono tuttavia più complicate, in considerazione di condizioni di accesso al credito in peggioramento e più in generale per l'incerta evoluzione del ciclo economico, elementi ostativi per una ri-accelerazione della crescita degli utili nei prossimi trimestri.

In termini di performance l'azionario si è dimostrato essere il miglior comparto da inizio anno, grazie anche al supporto dato dalla stabilizzazione dei tassi, da un posizionamento che soprattutto nei primi mesi dell'anno è stato particolarmente basso e da una migliore tenuta dello scenario macroeconomico rispetto a quanto atteso. Dall'analisi della performance dell'S&P 500 emerge come questa sia stata ampiamente guidata dal *rally* delle società *big tech* non solo grazie a utili positivi e ad una minor sensibilità all'andamento ciclico di questa tipologia di titoli, ma anche dall'euforia per i potenziali impatti su produttività e margini derivanti dall'implementazione dell'intelligenza artificiale. Sebbene al momento appaia difficile quantificare con precisione gli impatti dell'adozione di programmi di intelligenza artificiale è tuttavia evidente che queste società sono quelle più avanti nel percorso di ricerca e applicazione.

L'altro tema tornato al centro dell'interesse degli investitori è rappresentato dall'azionario giapponese, grazie ad alcuni elementi di novità.

Il principale è rappresentato dai primi segnali di una possibile transizione dell'economia verso una nuova fase inflazionistica da una precedente struttura deflazionistica da cui ci si può attendere nel medio-lungo termine un effetto positivo sulla struttura dei ricavi aziendali. Un ulteriore elemento è rappresentato dalle riforme implementate dalla Borsa giapponese grazie alle quali si segnala un incremento di annunci di *buyback*, che data la forte liquidità, i bassi costi del debito e le valutazioni di libro attraenti possono contribuire nel medio periodo ad un ulteriore miglioramento del ROE societario. Infine l'ulteriore elemento è rappresentato dalla stabilità in termini di rischio geopolitico del Giappone.

Il posizionamento azionario complessivo resta neutrale con una preferenza per la Cina e gli emergenti, a fronte di un marginale sottopeso in Europa. Manteniamo un posizionamento positivo nei confronti di emergenti e Cina per i differenziali di crescita degli utili attesi rispetto alle aree sviluppate che segue alla riapertura dell'economia cinese post-lockdown, e per valutazioni a sconto a seguito della sottoperformance accumulata negli anni scorsi. È neutrale l'esposizione agli USA le cui azioni trattano nella parte alta del nostro *range* di valutazione.

FAVORE VERSO LA DURATION GOVERNATIVA E IL CREDITO DI QUALITÀ

Lato obbligazionario, in assenza di driver, **lo scenario non ha registrato cambiamenti rilevanti**. La duration governativa ha acquisito una certa attrattività in funzione dell'ormai prossimo termine della fase di rialzo dei tassi, dell'emergere di situazioni di debolezza nel settore finanziario, della prospettiva di un restringimento delle condizioni di accesso al credito e della riduzione della correlazione tra *bond* ed *equity*. In termini di posizionamento il sovrappeso di duration non è particolarmente forte perché le curve dei paesi core anticipano già una riduzione dei tassi di interesse ufficiali rispetto allo scenario di riferimento delle banche centrali e a quanto comunicato a margine delle ultime riunioni.

Viene mantenuto il favore relativo nei confronti delle obbligazioni *investment grade*. Nonostante gli *spread* non incorporino appieno i rischi recessivi, le valutazioni comparative sono di sostegno sia verso il mondo *equity* che nei confronti del segmento *high yield*. La migliore qualità è inoltre più difensiva in un contesto di attese di peggioramento ciclico e la decorrelazione tra *spread* e tasso ammortizza gli effetti delle frequenti variazioni di scenario, proteggendo il rendimento totale.

Il posizionamento nei confronti del credito *high yield* è invece negativo: sebbene i fondamentali siano ancora ben impostati, il segmento appare ancora esposto all'incremento dei tassi di *downgrade* e default e al possibile peggioramento delle condizioni di liquidità. Parte del rendimento dell'asset class deriva infatti dai segmenti più speculativi, che preferiamo sottopesare in questa fase di incertezza.

Manteniamo un approccio neutrale nei confronti delle obbligazioni emergenti. Nel segmento in valuta forte a livello di spread l'extrarendimento rispetto al credito societario dei paesi avanzati si concentra nelle frange più speculative, più sensibili a fattori di volatilità e al deterioramento del quadro congiunturale. Non vediamo quindi spazi nel breve di ritorni significativi rispetto alle altre asset class. Sul debito in valuta locale, depongono a favore del comparto la stabilizzazione dell'inflazione e le attese di inversione di politica monetaria, ma restano venti contrastanti sulle valute locali. Vi è inoltre minore attrattività relativa rispetto ai tassi dei paesi sviluppati sia in termini nominali che reali. Analogamente viene mantenuta un'esposizione limitata sui titoli di stato cinesi. L'asset class resta un elemento di diversificazione dei portafogli ma è venuto meno il vantaggio di rendimento rispetto ai mercati sviluppati mentre si è ampliata la forbice di rendimento verso i mercati emergenti in valuta locale. I dati recenti in Cina fanno propendere per uno scenario di crescita ed inflazione più contenuto rafforzando l'attesa per possibili interventi di politica economica.

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**

