

22 aprile 2022

View

Fideuram Asset Management

Scenario macroeconomico

I dati diffusi nelle ultime settimane evidenziano una maggiore tenuta dell'attività economica rispetto alle attese (in particolare nell'Area Euro e soprattutto nei servizi) e ridimensionano i rischi sulla di crescita in risposta all'invasione russa dell'Ucraina, pur con le incognite derivanti dai lockdown in Cina.

L'ulteriore accelerazione dell'inflazione (e, soprattutto nel caso degli USA, i rischi legati ad una dinamica salariale molto sostenuta) sta però inducendo le principali banche centrali delle economie avanzate (eccetto la BoJ) ad un atteggiamento al margine ancora più aggressivo: la Fed dovrebbe passare a rialzi dei tassi di 50 pb nelle prossime tre riunioni e riteniamo ora probabile che la BCE proceda al primo aumento dei tassi già in luglio.

Mercati Azionari

Mentre sullo sfondo continua ad imperversare la guerra in Ucraina con l'annuncio della Russia dell'inizio della Fase 2, in USA si è aperta la stagione degli utili. I primi dati appaiono confortanti e gli analisti stanno rivedendo al rialzo le stime su utili e vendite per il prosieguo dell'anno grazie, quasi interamente, al contributo dei settori petrolifero e delle materie prime.

Segnali di preoccupazione comunque permangono sulla parte restante dell'economia e, in termini geografici, segnali di debolezza si attendono sia in Europa, causa sanzioni alla Russia, sia in Cina, causa restrizioni Covid. Ciò ci porta a modificare la nostra view sull'azionario ad una posizione più vicina alla neutralità.

Nello specifico **preferiamo lo stile *low volatility*, i temi delle infrastrutture e alla sicurezza informatica e il settore delle biotecnologie. In termini regionali rimaniamo abbastanza positivi sull'azionario USA, UK e cinese mentre manteniamo la neutralità sulle aree restanti.**

Mercati Obbligazionari

In un contesto in cui la revisione delle aspettative di politica monetaria appare in una fase avanzata e dove rimane elevata l'instabilità geopolitica riportiamo, dopo lungo tempo, a neutrale l'esposizione sulla componente governativa sia in USA che in Europa.

Sul mercato del credito pur riconoscendo che gli spread si sono mossi in alcuni casi anche significativamente manteniamo un atteggiamento cauto con un posizionamento tra neutrale e leggermente sottopeso; l'uscita delle banche centrali dal QE lascia un aspetto tecnico meno favorevole e un punto di equilibrio delle valutazioni più alto.

Confermiamo il giudizio neutrale su mercato *high yield* ed emergente dove andiamo a ridurre il sovrappeso sul debito cinese in valuta locale per riflettere la maggiore incertezza a breve sull'andamento del cambio.

Scenario macroeconomico

USA: La Fed ha fretta di alzare i tassi

Sulla forte spinta delle componenti energetiche (ed anche di quella alimentare), **l'inflazione ha raggiunto a marzo l'8.5%, che dovrebbe rappresentare il massimo per questa fase ciclica.**

Al netto di energia e alimentari, l'incremento dei prezzi è risultato decisamente più contenuto (0.3% m/m, contro l'1.2% dell'indice totale), ma le pressioni al rialzo sui prezzi dei servizi e dei beni (al netto delle auto) appaiono ancora elevate.

Non stupisce pertanto che **la Fed continui a segnalare la necessità di riportare in tempi rapidi i tassi d'interesse verso la neutralità**, visto anche l'evidente squilibrio delle condizioni del mercato del lavoro.

Appare pertanto probabile che un rialzo di 50 pb dei tassi sarà deciso nella prossima riunione del 4 maggio e anche in quelle successive di metà giugno e fine luglio. A inizio maggio sarà inoltre avviata la riduzione del bilancio della Fed.

Area Euro: BCE più veloce nel rialzare i tassi

L'invasione dell'Ucraina ha pesanti ripercussioni per lo scenario dell'Eurozona, **l'area più esposta alla crisi.**

L'innalzamento dei prezzi di energia e materie prime aggrava ulteriormente le prospettive di inflazione (abbiamo rivisto al rialzo la stima d'inflazione media nel 2022 al 6.6%) e comprime il reddito disponibile e la fiducia.

La Russia e l'Ucraina sono essenziali fornitori di input (non soltanto energetici) per l'industria europea e **le catene produttive affrontano**

pertanto un altro significativo shock di dislocazione.

Abbiamo ridotto ulteriormente la previsione di crescita (ora al 2.6% per il 2022).

La politica fiscale ha il compito maggiore di attutire l'impatto dello shock e diventa necessario coordinare una risposta comune a livello europeo per la sicurezza energetica, al fine di ridurre la dipendenza dal gas russo.

Il rialzo dell'inflazione limita invece la capacità di azione della BCE, che nella riunione di marzo ha confermato di voler continuare a rimuovere gradualmente lo stimolo monetario, terminando gli acquisti del programma APP nel terzo trimestre, per poter alzare i tassi entro fine anno.

Cina: sorprendente inizio d'anno

La crescita del PIL del primo trimestre è risultata molto robusta (5.3% annualizzato), nonostante l'interruzione delle attività produttive per il Capodanno e per lo svolgimento delle Olimpiadi invernali.

Il repentino aumento dei contagi e l'attuazione della strategia di "tolleranza zero" verso il Covid hanno tuttavia messo a rischio le prospettive di crescita di breve periodo e la possibilità di raggiungere l'obiettivo del 5.5% per il 2022.

I dati di marzo mostrano già un primo impatto sui consumi e i servizi che dovrebbe diventare ancor più significativo in aprile.

Abbiamo pertanto rivisto le nostre attese di crescita del PIL nel trimestre corrente (al 2.0%), ma con ulteriori rischi al ribasso, con la crescita media di quest'anno che scende così al 4.9%.

Mercati Azionari

Si è aperta la stagione degli utili del I trimestre

La stagione degli utili del primo trimestre si è aperta con buoni risultati sia di utili sia di fatturato in USA, trascinati soprattutto dai settori che più hanno beneficiato degli effetti della guerra in Ucraina e delle conseguenti sanzioni irrogate dalle economie occidentali alla Russia, ossia energetici e materie prime.

Le stime sugli utili per l'anno in corso sono state riviste significativamente al rialzo per i titoli appartenenti a tali settori, ma ciò non toglie che segnali di debolezza si intravedono in settori ciclici legati al consumo e alla crescita economica come i consumi discrezionali e i finanziari le cui stime, da inizio anno, sono state riviste al ribasso.

Sempre solido, anche se le grandi capitalizzazioni devono ancora pubblicare i dati, appare invece il comportamento del settore tecnologico, sebbene ci si aspetti una compressione dei margini di profitto nel corso della prima metà dell'anno a seguito di stime di crescita delle vendite superiori a quelle degli utili.

Forti preoccupazioni destano invece i comportamenti delle autorità cinesi, che continuano a perseguire una strategia di tolleranza zero nei confronti del Covid; il blocco quasi totale delle attività a Shanghai e il conseguente crollo del flusso di import-export da e per la città sta avendo forti ripercussioni sui mercati azionari del colosso asiatico, che hanno perso più del 20% da inizio anno. A questo punto però gran parte delle cattive notizie appaiono incorporate nei prezzi e ci si aspetta sostegno economico da parte del governo.

Riportiamo la nostra view sull'azionario in generale vicino alla neutralità, con un leggero sovrappeso su USA, UK e Cina. Manteniamo un giudizio di neutralità sulle aree rimanenti.

Nel dettaglio:

- manteniamo una preferenza relativa per il mercato **USA**, dove i fondamentali risultano più solidi di altri paesi anche a fronte dei rischi geopolitici in corso. In termini di utili, il primo trimestre non dovrebbe rappresentare sorprese negative. I primi numeri pubblicati mostrano una *reporting season* in linea con le precedenti in termini di percentuali di sorprese al rialzo su utili e fatturato. Saranno importanti le *guidance* sui prossimi trimestri. **Manteniamo quindi un modesto sovrappeso;**

- In **Europa** l'evoluzione geopolitica e inflazionistica pongono rischi al ribasso sugli utili dell'Area Euro, stimati in crescita per l'anno in corso al 9%. Per contro gli utili britannici, grazie all'indipendenza energetica e alla composizione dell'indice, sono oggetto di revisioni al rialzo, probabilmente più sostenibili. Le valutazioni relative sono ancora di supporto. Questo ci porta a **confermare la neutralità sull'Area Euro e mantenere un leggero sovrappeso sull'area UK;**

- sul **mercato giapponese** manteniamo un **giudizio di neutralità** a causa delle pressioni sui costi in input che lasciano presagire una revisione al ribasso degli utili aziendali per l'intero 2022. Il mercato sembra aver anticipato il peggioramento, mentre il deprezzamento dello yen non si è riflesso in un miglioramento dei corsi azionari e delle attese sui profitti, per i problemi alle catene di approvvigionamento che non consentono il consueto incremento delle esportazioni;

- sui **mercati emergenti** rimaniamo **neutrali**, ma la nostra preferenza va al mercato cinese nonostante l'aumento dei casi di Covid e dati mensili deludenti in quanto sono attesi interventi espansivi più incisivi da parte dei *policy makers* cinesi allo scopo di cercare di raggiungere l'ambizioso traguardo di una crescita reale del 5.5% a fine anno. Il contesto rimane nel complesso impegnativo, ma le valutazioni e le stime sugli utili sembrano riflettere già i rischi evidenziati.

Mercati Obbligazionari

Prosegue la revisione delle aspettative di politica monetaria mentre rimangono elevate le pressioni geopolitiche e l'incognita sugli sviluppi della zero-covid policy in Cina

L'esigenza per le banche centrali di contenere le aspettative di inflazione a medio-lungo termine da un lato e dall'altro le tensioni geopolitiche e gli effetti del carovita sul sentiment dei consumatori continuano a creare un contesto complesso.

Il mercato sconta attualmente circa 75 bps di rialzo in Europa e circa 225 in USA da qui a fine anno ad evidenza di un forte aggiustamento delle aspettative mentre vengono riviste al ribasso le aspettative di crescita, che restano comunque positive.

Titoli governativi

Il rialzo dei rendimenti obbligazionari ci porta a **chiudere il sottopeso sui titoli stato europei e americani** e a riportare neutrale la duration dei portafogli. Il rialzo dei tassi in corso ha riportato le valutazioni a riflettere più correttamente le condizioni macro e l'evoluzione della politica monetaria. Inoltre, il contributo di diversificazione del rischio azionario delle obbligazioni governative è superiore, soprattutto in USA dove prevediamo che l'inflazione sia prossima ai massimi. Riportiamo a neutrale l'esposizione in Europa dove il bund è andato oltre le nostre stime di valutazione coerente con lo scenario di riferimento, guidato dalle aspettative di restrizione monetaria e dalla riduzione dell'effetto scarsità.

Per i **titoli periferici** i rischi geopolitici e il riferimento solo generico a margini di flessibilità per conseguire l'obiettivo di stabilità finanziaria riduce l'effetto di compressione dovuto alla politica

monetaria e porta lo spread più vicino al premio per il rischio di credito (che stimiamo in circa 180 bps per l'Italia).

Prodotti a spread

Confermiamo il giudizio neutrale sul credito IG ancora vulnerabile al rialzo dei tassi, soprattutto in Europa dove la BCE ha confermato l'intenzione di voler terminare il QE nel terzo trimestre e ha annunciato una progressiva rimozione a partire da luglio degli allentamenti alle regole sui collaterali introdotte durante la pandemia. Questo potrebbe impattare sul rischio di credito del segmento proprio in una fase in cui il processo di downgrade potrebbe ripartire. Continuiamo a favorire l'esposizione nelle obbligazioni del settore finanziario, anche se il sovrappeso è stato ridotto.

Pur preferendo l'assunzione di rischio nel mondo azionario rispetto all'investimento nei titoli HY, osserviamo tuttavia che i tassi di default restano contenuti e, nella componente americana, i rendimenti attesi di più lungo periodo sono tornati ad essere più attraenti, tuttavia l'incertezza circa il punto di approdo dei tassi e la capacità dell'economia di continuare ad espandersi a ritmi salutari mantengono elevata la volatilità dell'asset class e asimmetrico il rischio in caso di ulteriori rialzi dei tassi o di più marcato rallentamento ciclico, inducendoci a confermare il giudizio neutrale.

Manteniamo neutrale il peso del debito emergente, le condizioni finanziarie USA, per quanto ancora favorevoli, sono in un chiaro percorso di *tightening* mentre le cresciute tensioni geopolitiche richiedono un premio per il rischio aggiuntivo che non crediamo possa rientrare in tempi brevi. Abbiamo infine ridotto il sovrappeso sul debito cinese in valuta locale per riflettere una maggiore incertezza sull'andamento del renminbi nel breve periodo.

**Fideuram Intesa Sanpaolo Private
Banking Asset Management SGR SpA**

Via Montebello 18, 20121 Milano

www.fideuramispbsgr.it

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

DISCLAIMER:

Il presente documento, è pubblicato da Fideuram Intesa Sanpaolo Private Banking Asset Management SGR S.p.A. ("Fideuram Asset Management 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. 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. 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, 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 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 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.

Se non diversamente specificato, tutte le informazioni contenute nel presente documento sono aggiornate alla data che appare sulla prima pagina di copertina.