



LA VIEW DI FIDEURAM ASSET MANAGEMENT

EDIZIONE 04.2023

SCENARIO MACROECONOMICO

L'andamento dell'attività economica a livello globale nei primi mesi dell'anno è risultato abbastanza vivace, grazie anche alla notevole accelerazione della crescita in Cina, in risposta alla rapida rimozione dei vincoli alla mobilità che le autorità avevano precedentemente adottato per contenere la diffusione del Covid. Rimane però un fattore di notevole incertezza, in particolare negli USA, legato all'impatto sulle condizioni del credito delle tensioni nel sistema bancario emerse in marzo con il fallimento di Silicon Valley Bank. Alla luce di questi rischi, riteniamo ora probabile che il ciclo di rialzi della Fed si concluda con l'aumento di 25 pb atteso per la riunione di inizio maggio, sebbene la dinamica dell'inflazione *core* si sia confermata sostenuta anche in marzo. Anche la BCE dovrebbe alzare i tassi di 25 pb nella riunione di inizio maggio, con un altro aumento di 25 pb atteso nella successiva riunione di giugno. Il nostro scenario per la BCE non prevede altri rialzi dopo giugno, ma si deve segnalare un rischio molto elevato che il ciclo restrittivo prosegua anche dopo giugno.

MERCATI AZIONARI



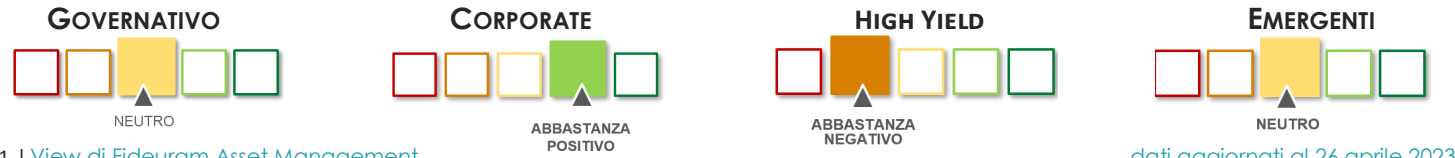
Manteniamo una sostanziale neutralità nei confronti delle azioni, con una posizione di sovrappeso negli emergenti e nella Cina compensata da un leggero sottopeso in Europa. Il sovrappeso cinese ed emergente dipende dalla migliore crescita attesa degli utili e da valutazioni a sconto rispetto ai mercati sviluppati. La tenuta ciclica e la correzione del gas hanno supportato l'Europa, ma la sovraperformance recente, la debolezza di alcune istituzioni finanziarie, sebbene non sistemica, una politica monetaria ancora *hawkish* e la prospettiva di un rallentamento macro, ci fanno propendere per un modesto sottopeso. Siamo neutrali in USA e Giappone. Dal punto di vista settoriale e tematico manteniamo un approccio diversificato, ma la stabilizzazione dei tassi di interesse ci porta ad una preferenza delle componenti *growth*, 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 gli utili aziendali si indeboliscono.



MERCATI OBBLIGAZIONARI



I portafogli continuano il percorso di aumento della qualità del credito tra le obbligazioni e mantengono un modesto sovrappeso di *duration* e una sostanziale neutralità di rischio di credito. La prossimità al termine del rialzo dei tassi, le situazioni di debolezza nel settore finanziario, la prospettiva di un restringimento delle condizioni di accesso al credito e la riduzione della correlazione bond/equity, conferiscono attrattività alla *duration* governativa. Dopo il ribasso dei tassi delle scorse settimane accompagniamo il rialzo del Treasury e del Bund decennali rispettivamente sopra 3,5% e 2,5% con un graduale aumento dell'esposizione. L'unico comparto del 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. In un'ottica di medio periodo, le obbligazioni emergenti continuano a piacerci, ma più tatticamente, in questa fase di maggiore volatilità ed incertezza, siamo ancora neutrali. Siamo sottopesati di *high yield*, che è il segmento più vulnerabile al restringimento delle condizioni creditizie.



USA: OCCHI ANCORA PUNTATI ALLE CONDIZIONI DEL CREDITO

La crescita molto robusta dei consumi privati ha sostenuto l'attività economica nel primo trimestre dell'anno e **le condizioni del mercato del lavoro si sono confermate molto solide**, anche se al margine hanno iniziato ad **emergere segnali di indebolimento della domanda di lavoro**. La dinamica dei prezzi ha chiaramente rallentato, con l'inflazione che è scesa in marzo al 5.0% dal picco ciclico del 9.1% dello scorso giugno. Al netto della componente energetica, la dinamica dei prezzi rimane però piuttosto sostenuta, come evidente dalla **relativa stabilità dell'inflazione core**. Il fattore fondamentale per lo scenario macro rimane **l'entità della restrizione delle condizioni del credito** e il relativo impatto sull'attività economica risultanti dallo stress nel settore bancario, che non dovrebbe però impedire alla Fed di alzare ancora i tassi di 25 pb a inizio maggio, con quello che ora riteniamo essere l'ultimo rialzo del ciclo restrittivo.

AREA EURO: ANCORA STRADA DA FARE PER LA BCE

La crescita si sta confermando più solida delle attese: la discesa dei prezzi energetici sta sostenendo la produzione nei settori più energivori e la spesa privata in servizi sta riaccelerando. **Abbiamo aumentato all'1% t/t annualizzato (dallo 0.5%) la previsione per la crescita nel primo trimestre**, e le prime indicazioni per il secondo suggeriscono un'ulteriore accelerazione. L'inflazione è scesa a marzo dal 7.1% al 6.9%, trainata al ribasso dai beni energetici. **I prezzi di tutto il resto del paniere, però, dagli alimentari ai prezzi core** (beni non energetici e servizi), **sono ancora saliti**. I minori rischi per la crescita ed i timori persistenti per l'inflazione elevata (l'inflazione core non ha ancora raggiunto il picco), mantengono la BCE determinata a continuare ad alzare i tassi: **ci aspettiamo che da maggio inizi un periodo di rialzi più contenuti, di 25 pb** invece che 50, ora che si è in prossimità del tasso terminale. **Ma non si può escludere un altro rialzo di 50 pb e la BCE potrebbe continuare ad alzare anche durante l'estate, dopo la riunione di giugno.**

CINA: RIPARTENZA CON LO SPRINT

La crescita del PIL del primo trimestre, superiore alle attese e pari al 9.5% annualizzato, ha confermato la forza della ripresa nel periodo post-Covid. Le nostre attese di crescita per il 2023 al 6.3%, sopra consenso ormai da diversi mesi, appaiono ora facilmente raggiungibili, sebbene sia probabile che la fase di più marcata accelerazione sia già stata raggiunta a inizio anno, in anticipo rispetto alle nostre attese. **A trainare la crescita sono stati il settore dei servizi e i consumi, dopo essere stati repressi per trimestri a causa delle misure restrittive**. In particolare, ha sorpreso la rapidità della ripresa dei consumi che hanno beneficiato di una riapertura più rapida delle attese. La crescita degli investimenti in marzo è stata invece deludente ed in particolare dal settore immobiliare sono giunti nuovi segnali di debolezza, che dovrebbero però essere solo temporanei.

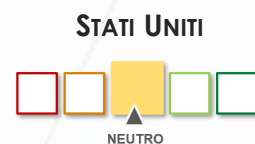
MERCATI AZIONARI

La tenuta ciclica e la correzione del gas supportano l'Europa, ma la sovraperformance recente, la debolezza di alcune banche, sebbene non sistemica, e una politica monetaria ancora *hawkish* ci fanno propendere per il mantenimento di un modesto sottopeso. Il settore bancario europeo ha intrapreso un percorso di miglioramento della profittabilità e tratta a valutazioni attraenti, ma in questa fase, in cui sono emerse situazioni di difficoltà di alcune tra le società più deboli, preferiamo avere maggiore cautela.

Gli aspetti di supporto sono gli utili che si mantengono migliori delle attese, sebbene in un contesto di graduale rallentamento, e la stabilizzazione dei tassi di interesse a medio/lunga scadenza che favorisce i segmenti di mercato a maggiore crescita, e tra queste la tecnologia. Tuttavia, le valutazioni sono più alte rispetto alle altre aree geografiche principali e preferiamo non aumentare l'esposizione sopra il livello di 4000 per l'S&P500.

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. In un'ottica di più lungo periodo, valutiamo con favore la possibilità che la BoJ possa allentare il controllo della curva dei tassi di interesse, per via dell'impatto sulla profittabilità del settore finanziario e il rialzo delle aspettative di inflazione.

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



I titoli governativi in questa fase si caratterizzano per una volatilità elevata, ma sono un elemento di diversificazione e protezione in situazioni di stress. La prossimità al termine del rialzo dei tassi, situazioni di debolezza nel settore finanziario, la prospettiva di un restringimento delle condizioni di accesso al credito e la riduzione della correlazione *bond/equity* conferiscono attrattività alla *duration* governativa. Dopo il ribasso dei tassi delle scorse settimane accompagniamo il rialzo del Treasury e del Bund decennali rispettivamente sopra 3,5% e 2,5% con un graduale aumento dell'esposizione. Gli *spread* periferici nonostante la volatilità rimangono composti, anche se il BTP appare caro, in particolare nelle scadenze brevi della curva.

CORPORATE



I portafogli sono sovrappeso di obbligazioni societarie *investment grade* perché la qualità del credito è migliore e l'aumento della volatilità dei tassi basse è assorbita dagli *spread* e stabilizza il rendimento totale. Inoltre, le curve *corporate* offrono un *rolldown* ancora favorevole rispetto alle curve governative, in particolare in USA. Manteniamo neutrale 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.

HIGH YIELD



Siamo sottopeso sul segmento *high yield* per riflettere il rischio di un peggioramento delle condizioni di accesso al credito e dell'impatto sui bilanci di qualità inferiore 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 aumento, ma nel breve pensiamo che la volatilità degli *spread* possa mantenersi alta.

EMERGENTI



In questa fase in cui abbiamo aumentato la qualità dell'esposizione al reddito fisso non abbiamo un sovrappeso nei segmenti emergenti, che sono caratterizzati da maggiore volatilità. In un'ottica di più lungo periodo vediamo l'asset class con maggiore favore, sia nella componente in valuta forte che locale. Manteniamo un peso limitato nei titoli di stato cinesi.

CINA: MIX DI CRESCITA DEGLI UTILI E VALUTAZIONI A SCONTO

Dopo la fase estremamente volatile nel mese di marzo a seguito del fallimento delle banche americane SVB e Signature e delle difficoltà di Credit Suisse, **il Vix è tornato su livelli più contenuti. Gli effetti che queste turbolenze del settore bancario hanno lasciato sui mercati azionari appaiono contenuti**, confermando come quelle emerse siano state criticità più idiosincratiche che non sistemiche.

Nel frattempo, **l'attenzione sarà sulle trimestrali** per valutare quale sia stato sulle società l'impatto della crisi bancaria ed eventualmente i segnali di un rallentamento dell'attività economica in funzione di un aumento del costo del credito.

Quello che ci aspettiamo è coerente con le stime degli analisti che hanno progressivamente **abbassato le aspettative di crescita degli utili per l'anno in corso**, nell'idea che si delinei un moderato rallentamento della componente reddituale.

Questo spazio di incertezza legato al percorso degli utili, all'evoluzione ciclica, ma anche alle dinamiche inflattive e di politica monetaria ci lascia ancora **sostanzialmente neutrali nei confronti dei mercati azionari, mantenendo la posizione di sovrappeso verso gli emergenti e la Cina compensata da un leggero sottopeso in Europa**. Nella scelta tra USA ed Europa, **abbiamo mantenuto una impostazione più neutrale/tattica sul mercato statunitense e più cauta su quello europeo**, per via dell'incertezza macro che giustificava una preferenza per una composizione più difensiva e una maggiore qualità anche a fronte di valutazioni più care. Nel breve, per il mercato USA resta il supporto del posizionamento medio-basso.

Il posizionamento più favorevole nei confronti dell'esposizione cinese ed emergente è funzione dalla migliore crescita attesa degli utili in quest'area successiva riapertura dell'economia cinese post-lockdown, e da valutazioni a sconto del mondo emergente rispetto ai mercati sviluppati a seguito della sottoperformance accumulata negli anni scorsi. Da inizio anno, infatti, abbiamo assistito ad una progressiva divergenza sia in termini di revisioni che di livelli assoluti di stime di crescita degli utili tra le economie sviluppate ed emergenti, tra cui in particolare la Cina.

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 una **marginale** preferenza delle componenti *growth*, 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.

FAVORE VERSO DURATION E CREDITO DI ELEVATA QUALITÀ

L'emergere di tensioni nel settore bancario ha determinato durante lo scorso mese un rapido movimento al ribasso dei rendimenti sia negli USA che in Europa. La conferma di un rischio non sistemico e il rapido intervento dei regolatori ha accompagnato il progressivo **rientro di Treasury e Bund decennali in quella che definiamo l'area di corretta valutazione**.

Questo movimento è stato particolarmente evidente dall'analisi del comportamento degli operatori sistematici, che ha visto un aumento dell'esposizione obbligazionaria per tornare ad una posizione di neutralità. La prossimità del termine della fase di rialzo dei tassi e l'emergere di situazioni di debolezza nel settore finanziario, la prospettiva di un restringimento delle condizioni di accesso al credito e la riduzione della correlazione tra *bond* ed *equity* conferiscono attrattività alla *duration* governativa.

Manteniamo il favore nei confronti dell'esposizione al credito di migliore qualità, area che presenta un miglior profilo rischio-rendimento in termini relativi.

Sul segmento *investment grade*, la correlazione tra *spread* e tasso, tornata negativa, consente di stabilizzare il rendimento totale che si colloca su livelli attraenti in chiave storica.

Manteniamo **un sottopeso nei confronti delle obbligazioni high yield** che rimangono esposte a volatilità e significativi allargamenti degli *spread* in caso di deterioramento congiunturale. Emergono inoltre alcune **evidenze di peggioramento dei fondamentali con i tassi di default e downgrade** che, sebbene bassi in chiave storica, mostrano una dinamica in aumento che appare destinata a proseguire nei prossimi mesi.

Le recenti tensioni sul settore bancario hanno determinato un riprezzamento del premio per il rischio delle obbligazioni finanziarie a più elevato grado di subordinazione. La preferenza per il comparto obbligazionario a maggiore qualità e liquidità, a fronte del rischio ciclico espresso attraverso la componente azionaria, ci ha portato a un approccio più cauto sull'*asset type* nel suo complesso.

Viene mantenuta **neutrale l'esposizione alle obbligazioni dei paesi emergenti nell'ottica di mantenere un grado elevato di esposizione al credito**, in quanto l'attuale **extra-rendimento rispetto al credito societario si concentra nelle componenti più speculative ed esposte a volatilità e al rischio ciclico**. Anche sui titoli di stato cinesi l'esposizione resta neutrale. **L'asset class continua ad essere un elemento di diversificazione dei portafogli** in virtù della bassa correlazione rispetto al mondo obbligazionario, ma è venuto meno il vantaggio di rendimento rispetto ai mercati sviluppati, mentre è ampia la forbice di rendimento rispetto all'indice emergente in valuta locale.

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**

