

OUTLOOK

2023

Verso il 2023 con un approccio costruttivo e una gestione sempre più attiva



Il 2022 è stato un anno particolarmente complesso per gli investitori, in particolare per quelli più conservativi per via dell'andamento eccezionalmente negativo del comparto obbligazionario.

La maggioranza delle asset class ha risentito negativamente del rialzo dei tassi di riferimento provocando il congiunto aumento dei *bond yield*, l'allargamento degli *spread* di credito e la riduzione dei multipli azionari, neutralizzando gli effetti della diversificazione.

Molti dei fattori che hanno pesato sul 2022 si stanno attenuando, altri restano incerti, ma nel complesso si sta delineando uno scenario che lascia spazio ad un **approccio più costruttivo per il 2023**.

Il repentino cambiamento di regime, dopo anni di accomodamento monetario, **ha amplificato i movimenti e la volatilità degli asset nel 2022, ma entriamo nel 2023 con valutazioni più allineate e con maggiore visibilità** su inflazione e politica monetaria.

Il primo percorso di discesa che l'inflazione in USA ha intrapreso ci fa prevedere una conclusione nel primo semestre del ciclo restrittivo della Fed, mentre lo scenario risulta un po' più incerto in Europa, dove anche fattori geopolitici (guerra russo-ucraina) rendono più esogena e meno prevedibile la dinamica dei prezzi.

In generale, dopo un anno in cui l'inflazione ha prevalso su tutte le altre variabili, crediamo che l'andamento della dinamica economica ritorni ad acquistare più rilevanza nel processo decisionale dei *policy makers* e degli investitori. Questo contribuirà a ridurre la volatilità e la correlazione tra azioni e obbligazioni e, grazie all'aggiustamento intervenuto nelle valutazioni, ci porta a stimare **più elevati rendimenti attesi nel medio lungo-periodo per un portafoglio multi-asset**.

Anche il rilassamento della politica di intransigenza verso il Covid in Cina e la pausa nel rafforzamento del dollaro tolgono pressione alle aree emergenti.

Oggi, **al tradizionale approccio geografico alla gestione azionaria affianchiamo sempre più quello settoriale, tematico e stilistico**. In questo modo ampliamo le possibilità di generazione dell'*alpha*, cogliendo le opportunità generate dalla dispersione dei profitti, dalla differente sensitività ai fattori macroeconomici e da alcune specificità dei settori industriali, tecnologiche e di consumo.

Nei nostri portafogli siamo sovrappesati sul reddito fisso ed in particolare al credito di elevata qualità, che offre un interessante profilo rischio-rendimento; **cominciamo a guardare l'area dei Mercati Emergenti**. Una volta che **nei prossimi mesi** avremo maggiore chiarezza sull'evoluzione del ciclo economico, **prevediamo di aumentare ulteriormente il rischio anche a favore delle azioni**.

Manteniamo inoltre la nostra attenzione ai temi della sostenibilità, proponendo soluzioni di investimento che combinino la ricerca di rendimenti interessanti con una accurata selezione di temi sostenibili attraverso un approccio di gestione attiva e di tipo multi-asset.

Nel 2023 oramai alle porte ci impegneremo ancora di più nella creazione di valore sia nel breve che nel medio-lungo periodo, attraverso processi di investimento collaudati e sempre più personalizzati ed evoluti.

A voi e alle vostre famiglie porgo i miei più sinceri auguri di Buone Feste.

Gianluca Serafini



04 Il 2022 in sintesi

05 Verso il 2023

06 Prospettive 2023

06 Scenario Macroeconomico
Globale

07 Stati Uniti

08 Area Euro

09 *Focus Inflazione*

11 I Mercati Finanziari

16 *Focus Cina*

18 La dimensione Tematica e Settoriale degli investimenti

Il 2022 che sta per concludersi vede la **maggioranza delle asset class consegnare rendimenti negativi, ad eccezione delle commodity e del dollaro**, che tuttavia non sono stati immuni dalla volatilità che ha caratterizzato l'anno.

Le motivazioni alla base di questa ondata negativa, in una estrema semplificazione, sono da ricercarsi principalmente in tre fattori che, agendo contemporaneamente, hanno amplificato i rispettivi effetti:

1. **livelli di inflazione** storicamente e sorprendentemente elevata,
2. **restrizione** simultanea e aggressiva **della politica monetaria** da parte delle principali Banche Centrali,
3. **fattori geopolitici** (guerra russo-ucraina e politiche cinesi).

Le continue significative **sorprese al rialzo sulla dinamica dei prezzi**, che hanno portato a **livelli** di inflazione non toccati dagli anni 70-80, **hanno rappresentato il primo e forte elemento di discontinuità**. La natura dello shock inflattivo è differente tra USA ed Europa: in USA ha avuto un ruolo significativo la pressione da domanda, associata agli ingenti stimoli fiscali nella prima parte del 2021, che ha esacerbato i vincoli e le dislocazioni dal lato dell'offerta determinate dalla pandemia; in Area Euro hanno prevalso gli elementi dal lato dell'offerta, acuiti dall'ampio deterioramento delle ragioni di scambio per la crisi energetica causata dal conflitto russo-ucraino.

In entrambe i casi, **l'accelerazione dei prezzi ha indotto una forte risposta di politica monetaria**: in una continua rincorsa nel tentativo di ancorare le aspettative di inflazione la Fed ha alzato i tassi di riferimento di 425 pb da marzo ad oggi e la BCE di 250 pb (controllare il 15 dicembre per entrambe).

Nella funzione di reazione delle Banche Centrali, l'inflazione ha prevalso sulle variabili reali, grazie anche alla spinta post-pandemica, che ha contribuito a mantenere la crescita su livelli

salutari. Solo sul finire d'anno qualche elemento di fragilità sta emergendo, soprattutto in Europa, anche per le ripercussioni del conflitto. Ha fatto eccezione la Cina, dove l'intransigenza nella politica di tolleranza zero verso il Covid ha impedito il raggiungimento degli obiettivi di crescita.

Sui mercati, gli eventi di quest'anno si sono tradotti nella fine del lungo regime di tassi bassi e negativi (e della cosiddetta *put* di politica monetaria) **e nel ritorno di elevati livelli di volatilità**, con le valutazioni di tutte le asset class che sono vulnerabili nel nuovo paradigma. In alcuni casi di maggiore fragilità sono stati necessari anche interventi delle autorità sul mercato (problemi dei fondi UK, azioni sui cambi in Giappone e Corea).

In tale quadro **è stato necessario "giocare in difesa"** con l'obiettivo di preservare i portafogli dalle sferzate della volatilità, dai repentini cambiamenti di scenari economici e geopolitici e dell'assenza del beneficio di diversificazione generalmente assicurato dalla correlazione negativa tra asset rischiosi e componenti più *safe* del reddito fisso.

Nelle scelte di investimento in un anno così complesso, **ci siamo fatti guidare dall'analisi dei rischi incorporati dalle varie asset class**. Tra i movimenti più rilevanti dell'anno abbiamo alleggerito l'esposizione al rischio al mercato azionario in agosto, in prossimità di livelli che in base alle nostre stime trascuravano le ricadute economiche della sensibile restrizione monetaria in atto, per poi adottare un approccio più tattico. In ambito obbligazionario, dall'autunno abbiamo iniziato ad incrementare l'esposizione al credito di elevata qualità, per via dell'attrattività dei livelli di tassi e di spread raggiunti.

Ci affacciamo al 2023 con una migliore visione prospettica, per l'allentamento di alcuni dei fattori che hanno pesato sul 2022, **e adottiamo un approccio più attivo e costruttivo, alla ricerca di opportunità sia nello spettro tradizionale delle asset class dei portafogli bilanciati sia nelle altre dimensioni dell'investimento tematico e settoriale**.

2022 VS 2023

Inflazione elevata con significative sorprese rispetto alle attese

Tenuta della crescita e del mercato del lavoro (soprattutto in USA), significativa decelerazione in Cina

Politica monetaria eccezionalmente restrittiva, con continue revisioni al rialzo del punto terminale dei tassi

L'invasione dell'Ucraina (largamente inattesa) ha determinato un nuovo shock negativo globale

Politica "Zero Covid" in Cina con notevole impatto sulla crescita

Correlazione positiva tra bond e equity

Volatilità elevata anche sul comparto governativo

Valutazioni di partenza elevate nel nuovo regime di mercato

Picco dell'inflazione superato

Attività economica dimessa in USA e Europa, ma con incertezza su intensità e durata del rallentamento

Ciclo di rialzi di politica monetaria che si conclude in primavera in USA ed Eurozona

Ripercussioni negative anche oltre la fine delle ostilità (qualora ci fosse), ma riduzione incertezza politica

Allentamento delle restrizioni con effetto positivo della riapertura dell'economia

Migliori rendimenti attesi di lungo periodo di un portafoglio multiasset

Più prevedibilità nel comportamento delle Banche Centrali, che hanno ridotto l'intensità di restrizione

Reset delle valutazioni già intervenuto

Scenario Macroeconomico Globale

Il nostro scenario previsivo prospetta un ulteriore **marcato rallentamento dell'economia globale nel 2023**, dopo quello già registrato nel corso dell'anno che sta per finire e che è risultato più ampio del previsto.

È peraltro interessante notare che, nonostante la prossimità geografica con il conflitto tra Russia e Ucraina e le pesanti ripercussioni dal punto di vista delle forniture energetiche, **nel 2022 la crescita nell'Eurozona ha tenuto decisamente meglio rispetto a USA e Cina**, dove invece si è registrata la sorpresa negativa più significativa, con la crescita inferiore in entrambe le economie del 2% circa rispetto alle nostre previsioni di inizio anno.

Il nostro scenario centrale incorpora da tempo una recessione (di entità moderata) sia negli USA (a partire dal secondo trimestre del 2023) **sia nell'Eurozona** (dove la recessione dovrebbe essere iniziata nel trimestre in corso). Nel caso degli USA il raffreddamento della domanda, attivamente perseguito dalla Fed con la propria politica monetaria restrittiva, dovrebbe consentire il graduale rientro dell'inflazione verso l'obiettivo del 2% (che riteniamo sarà raggiunto all'inizio del 2024). Nell'Area Euro l'inflazione è principalmente il riflesso di uno shock di offerta, in cui la componente energetica ha presentato un rilievo determinante: anche in questo caso la moderazione della domanda e la gestione delle aspettative

d'inflazione dovrebbero consentire un rientro dell'inflazione verso l'obiettivo della banca centrale nel corso del 2024.

Al riguardo, il nostro scenario prevede che, dopo i rialzi di 50 pb decisi a metà dicembre, il ciclo restrittivo di Fed e BCE prosegua nella prima parte del 2023 con ulteriori 75 pb attesi per la Fed e 100 pb per la BCE. Rispetto a questo scenario centrale il rischio è quello di un livello terminale dei tassi di policy più alto a fronte di un'inflazione che rimane più elevata delle attese e di una maggiore resilienza dell'economia (e, in particolare, del mercato del lavoro).

Il ritorno dell'inflazione verso l'obiettivo delle Banche Centrali in un orizzonte temporale relativamente contenuto rappresenterebbe peraltro un risultato molto importante per la stabilità economica a livello globale.

È importante notare, infine, che **ci aspettiamo che quest'anno la Cina fornisca un significativo contributo positivo alla crescita dell'economia globale**, compensando così almeno in parte il rallentamento nelle economie avanzate, con l'abbandono della strategia di "tolleranza zero" al Covid che già è stato avviato dalle autorità nelle ultime settimane e che nel nostro scenario dovrebbe riflettersi in una **significativa accelerazione dell'economia cinese a partire dalla primavera del prossimo anno.**

	PIL			Inflazione			Tasso di riferimento Politica Monetaria		
	2021	2022*	2023*	2021	2022*	2023*	2021	2022*	2023*
USA	5.9	1.9	0.1	4.7	8.0	3.5	0.13	4.38	4.63
AREA EURO	5.3	3.3	-0.1	2.6	8.4	6.0	0.00	2.50	3.50
GIAPPONE	2.2	1.3	1.4	-0.2	2.5	1.8	-0.10	-0.10	0.00
CINA	2.4	3.2	5.3	0.9	2.0	2.0	2.95	2.75	2.75

Crescita media annua per PIL e inflazione; livello di fine anno per i tassi. Tasso refi per BCE.

* Previsioni Fideuram Asset Management

 **Data la rilevanza sulle dinamiche 2022-2023 dell'inflazione e dei tassi di interesse e della Cina a questi due argomenti sono dedicati due box specifici che coprono sia gli aspetti macroeconomici che quelli di mercato.**



Stati Uniti

Nella parte finale del 2022 la crescita negli USA è risultata più robusta delle attese, inducendoci a **posticipare l'ingresso dell'economia in recessione che ora prevediamo per l'inizio della primavera del 2023**, invece che tra la fine dell'anno e l'inizio del 2023, come atteso in precedenza.

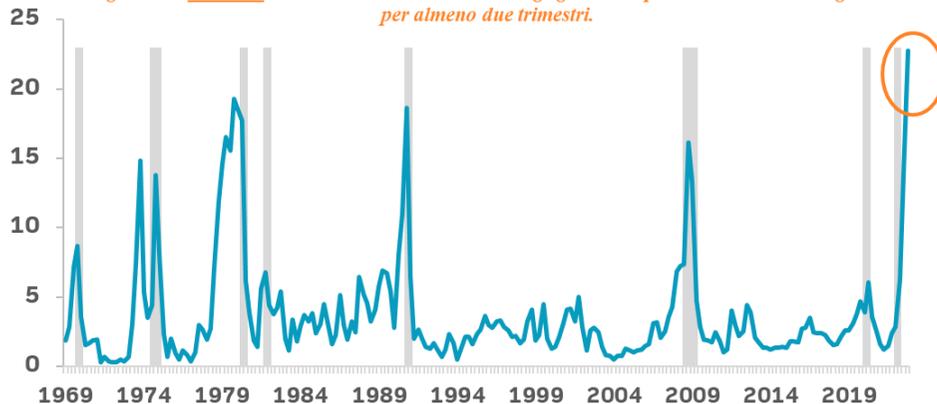
La recessione incorporata nel nostro scenario (e ormai ampiamente scontata anche dal consenso) **ha una durata di tre trimestri e risulta piuttosto moderata in prospettiva storica**, anche se dovrebbe essere associata (come tipicamente accade negli USA) con un aumento significativo del tasso di disoccupazione, che dovrebbe portarsi sopra il 5% nella prima parte del 2024.

Vi sono due determinanti fondamentali per la frenata dell'attività economica che prevediamo. Da un lato, dovrebbe proseguire la **correzione dei consumi di beni**, che dopo essere cresciuti notevolmente durante la pandemia, dovrebbero riportarsi gradualmente verso il proprio trend, senza una compensazione da parte della spesa per servizi. D'altro lato, e in misura relativamente più importante, si dovrebbe registrare **l'impatto sull'attività economica della notevole restrizione monetaria decisa dalla Fed negli ultimi trimestri** in risposta al forte aumento dell'inflazione.

Al riguardo, il nostro scenario prospetta altri 75 pb di rialzi dei tassi da parte della Fed nel primo trimestre del 2023, prima della

Probabilità di recessione per l'economia USA

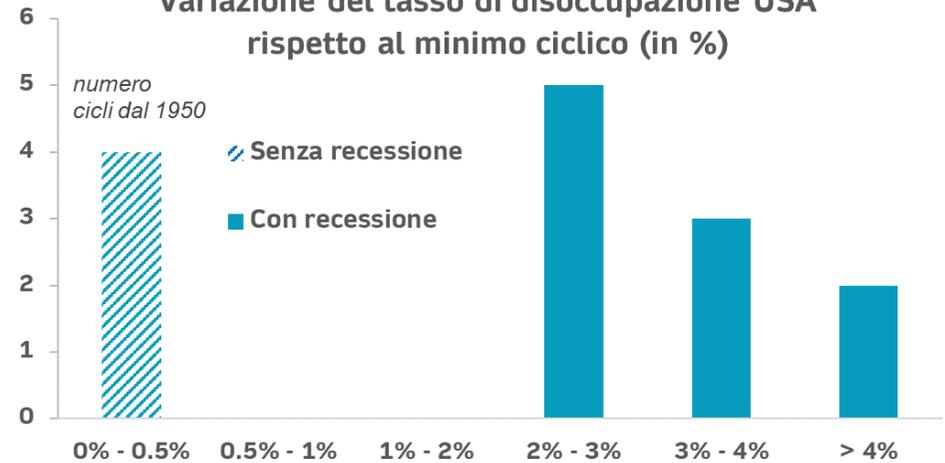
Il grafico mostra la probabilità secondo il consenso nel trimestre t che la crescita del PIL sia negativa in entrambi i trimestri t+2 e t+3. Le aree in grigio sono i periodi con crescita negativa per almeno due trimestri.



Fonte: Bureau of Economic Analysis, Fideuram AM

Dati aggiornati al 16.12.2022

Variazione del tasso di disoccupazione USA rispetto al minimo ciclico (in %)



Fonte: Bureau of Labor Statistics, Fideuram AM

conclusione del ciclo restrittivo.

Il nostro scenario contempla inoltre 50 pb di tagli dei tassi a fine 2023 in risposta alle condizioni di recessione (e ulteriori tagli nel 2024), grazie anche alla discesa dell'inflazione su livelli non lontani dall'obiettivo del 2% della Fed, che dovrebbe poi essere raggiunto all'inizio del 2024.

Il rientro dell'inflazione dovrebbe risultare dal raffreddamento della domanda (inclusa quella di lavoro) determinato dalla politica monetaria restrittiva, ma un ruolo importante dovrebbe giocare anche la correzione delle dislocazioni indotte dalla pandemia.

Rispetto al nostro scenario centrale riteniamo vi siano due profili di rischio rilevanti, che a nostro avviso hanno una probabilità equivalente. **L'inflazione potrebbe ritornare verso l'obiettivo della Fed nel 2024 attraverso un periodo prolungato di crescita sotto potenziale** (e con un livello terminale dei tassi solo lievemente superiore a quello prospettato nel nostro caso base): l'esperienza storica milita chiaramente contro il "soft landing", ma l'eccezionalità della situazione post-pandemica deve essere considerata. **In alternativa, la crescita (e il mercato del lavoro) potrebbero rimanere robusti, costringendo la Fed ad alzare i tassi ben oltre le attese di mercato**, spingendo così l'economia in recessione più tardi rispetto al nostro scenario e determinando con tutta probabilità una correzione dell'attività economica più pesante.

L'economia dell'Area Euro dovrebbe essere entrata in recessione nei mesi finali dell'anno, dopo aver registrato una crescita decisamente robusta nei trimestri precedenti, soprattutto se si considera l'impatto negativo sull'attività economica del conflitto in Ucraina (la crescita media del PIL per l'area nel 2022 dovrebbe infatti risultare solo lievemente inferiore rispetto alle nostre previsioni di inizio anno).

Il nostro scenario contempla una recessione relativamente moderata e di breve durata, con una contrazione complessiva del PIL inferiore all'1%, e un ritorno alla crescita dalla metà del prossimo anno.

L'incognita principale per lo scenario di crescita rimane però legata **alle forniture energetiche**. Il periodo invernale è infatti iniziato con stoccaggi di gas molto elevati grazie alla disponibilità di LNG e ad un clima decisamente mite nella prima parte dell'autunno. Il rischio di razionamenti dell'attività produttiva nel corso dei prossimi mesi, che avrebbe avuto un impatto significativo sulla crescita, è stato così largamente ridimensionato (anche se ovviamente l'andamento del clima rimarrà decisamente importante).

A differenza del primo semestre del 2022, nel prossimo anno le forniture di gas dalla Russia saranno però esigue e potrebbe esserci anche una maggiore domanda di LNG proveniente dall'Asia: in altri termini, **riteniamo probabile che nella seconda parte del 2023 si registreranno nuovamente tensioni sui prezzi del gas** (e

dell'elettricità) che tenderanno ancora ad impattare l'attività economica.

Riteniamo peraltro che un'interruzione del conflitto in Ucraina, che al momento non appare probabile, non modificherebbe l'esigenza da parte dell'Eurozona di raggiungere l'indipendenza energetica dalla Russia e la conseguente riconversione delle forniture. D'altro lato, l'aumento dei prezzi energetici è stato la principale determinante dell'accelerazione dell'inflazione nel corso dell'ultimo anno.

La stabilizzazione della componente energetica dovrebbe riflettersi in una graduale discesa dell'inflazione: anche se in media annua la dinamica dei prezzi rimarrà ancora alquanto elevata (intorno al 6%), **il nostro scenario prospetta un graduale rientro verso l'obiettivo del 2% della BCE nella prima parte del 2024** (con rischi al rialzo legati soprattutto all'andamento dell'inflazione *core* e dei salari).

Il nostro scenario prevede che la BCE, a fronte del deterioramento della congiuntura e dell'evidenza di rallentamento dell'inflazione, aumenterà i tassi di altri 100 pb nel primo semestre e interromperà il ciclo restrittivo con la riunione di maggio, ma i rischi sono decisamente nella direzione di una politica monetaria più aggressiva, con un livello terminale dei tassi di policy più elevato.

L'aumento dell'inflazione aveva rappresentato la sorpresa più rilevante nello scenario macro già nel corso del 2021, ma **nel 2022 la dinamica dei prezzi ha mostrato un'ulteriore inattesa accelerazione, raggiungendo massimi ciclici negli USA e nell'Area Euro** (rispettivamente poco sopra il 9% e quasi all'11%) **molto superiori rispetto alle previsioni di inizio anno.**

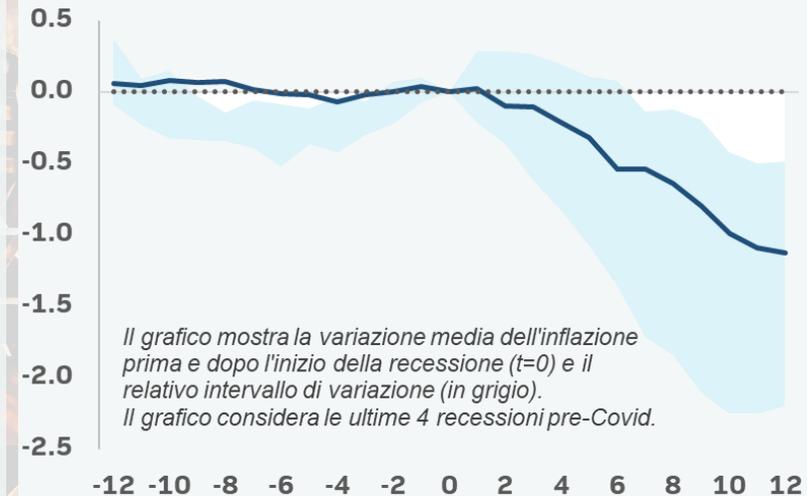
Una parte non trascurabile dell'errore di previsione può peraltro essere ricondotta allo shock determinato dall'invasione russa dell'Ucraina, che ha avuto un impatto notevole sull'andamento dei prezzi delle materie prime, ma è innegabile che anche l'inflazione *core*, sia negli USA sia in Europa, è risultata decisamente più elevata delle attese.

Il nostro scenario centrale prospetta per il 2023 livelli d'inflazione inferiori rispetto al 2022, ma ancora piuttosto elevati in media annua in prospettiva storica (soprattutto nell'Eurozona). È però importante sottolineare che la media annua ancora alta maschera una significativa discesa dell'inflazione (sia totale sia *core*) nel corso del 2023, che dovrebbe portare la dinamica dei prezzi su livelli non molto distanti dall'obiettivo d'inflazione del 2% delle Banche Centrali nella parte finale del prossimo anno, con un'ulteriore discesa prevista per la prima parte del 2024, quando l'inflazione sia negli USA sia nell'Eurozona dovrebbe riportarsi verso il 2%.

I fattori fondamentali che determinano la discesa dell'inflazione nel corso del prossimo anno sono rappresentati, da un lato, dall'aggiustamento delle distorsioni dovute alla pandemia, come la risoluzione (ormai ampiamente avviata) delle dislocazioni nelle catene produttive e distributive e la correzione della domanda di beni (rispetto ai servizi) e, dall'altro, dall'impatto sulla dinamica dei prezzi del raffreddamento della domanda incorporato nel nostro scenario che prevede una recessione sia negli USA sia nell'Eurozona, cui si sono aggiunte, soprattutto nel caso dell'Europa, le pressioni al rialzo sui prezzi energetici che sono stati amplificati dalle implicazioni del conflitto in Ucraina.

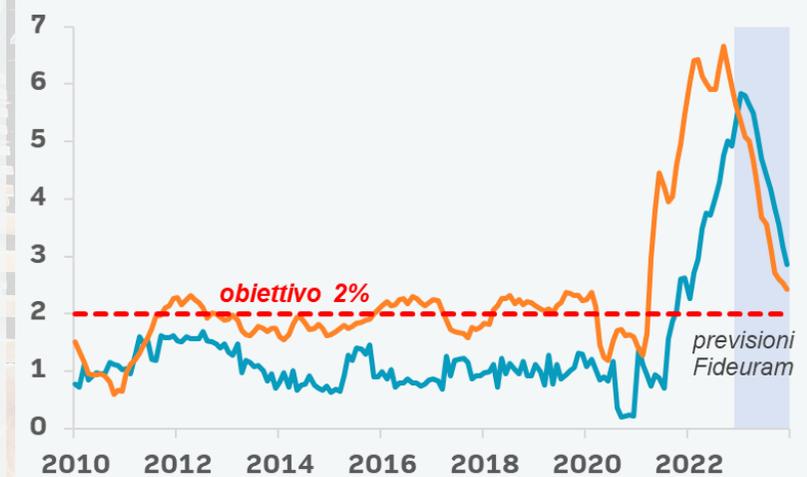
Al riguardo, va notato che **l'inflazione negli USA ha riflesso principalmente un eccesso di domanda**, che la politica monetaria ha dovuto moderare, **mentre in Eurozona lo shock d'offerta è stato preponderante**, ma in entrambi i casi **le aspettative d'inflazione sembrano essere rimaste nel complesso ancorate su livelli coerenti con gli obiettivi d'inflazione delle Banche Centrali.**

Inflazione core USA e recessioni



Fonte: Bureau of Economic Analysis, Fideuram AM.

Inflazione core in USA e Eurozona



Fonte: US Bureau of Labor Statistics, Fideuram Asset Management.

Il rischio rispetto al nostro scenario centrale è comunque nella direzione di **un'inflazione più elevata delle nostre attese e, in particolare, di una crescita robusta dei salari che si riflette in una dinamica sostenuta dei prezzi dei servizi. Questo scenario determinerebbe probabilmente una politica monetaria da parte di Fed e BCE più restrittiva di quanto attualmente incorporato nel nostro scenario** (e nelle attese di mercato).

Nel 2022 l'andamento dell'inflazione - con la conseguente risposta di politica monetaria - ha prevalso su tutti gli altri *driver* dei tassi USA, ma ci aspettiamo che l'andamento ciclico acquisisca maggiore rilevanza per processo decisionale della Fed e nel il livello dei tassi e sulla forma della curva. Nel 2022 la direzionalità dei tassi era chiaramente ascendente, anche se l'entità e la velocità del movimento si sono rilevati sorprendenti. **Nel 2023 ci aspettiamo tassi più stabili** e probabilmente più bassi, ma è necessaria una maggiore evidenza di rallentamento del mercato del lavoro, dell'inflazione e dell'economia.

In ottica di più breve respiro, il ribasso degli ultimi giorni ha portato i tassi al di sotto della nostra area di corretta valutazione, incorporando un punto di arrivo più basso e una inversione della politica monetaria più veloce di quella comunicata dalla Fed. L'uscita del Treasury decennale dalla nostra area di corretta valutazione che è compresa tra 3,6% e 4,1% ci può portare a gestire più tatticamente l'esposizione obbligazionaria, ma **strategicamente pensiamo che i tassi americani siano entrati in una fase di stabilizzazione.**

In Area Euro l'incertezza sul percorso di discesa dell'inflazione (che non ha ancora raggiunto un picco) e sulle scelte di politica monetaria fiscale è maggiore rispetto agli USA, anche per via dell'impatto del conflitto russo-ucraino e dei suoi possibili sviluppi.

Le dinamiche di domanda e offerta diventeranno più sfavorevoli nel 2023, ma la maggiore probabilità e imminenza della recessione rappresenta un elemento di supporto per i tassi core. Per i tassi europei l'incertezza della nostra analisi è superiore rispetto a quelli americani in quanto la comunicazione della BCE risulta meno decifrabile e aumenterà nel corso del 2023 l'effetto della gestione della politica monetaria non convenzionale da parte della BCE. Il Bund potrebbe riportarsi anche verso il 2.5% o poco sopra qualora la BCE rialzasse i tassi ufficiali oltre il 3%, ma l'inasprimento monetario andrebbe poi a minare ulteriormente le prospettive di crescita.

I Mercati Finanziari

Molto spesso il lettore di un *outlook* sui mercati si avvicina alla lettura con l'obiettivo di soddisfare la propria curiosità su cosa chi scrive pensa che capiterà nell'anno successivo. Ovviamente la nostra capacità di previsione è molto limitata e, sebbene l'aspetto previsivo sia comunque presente in questa nota, è importante sottolineare che **gli obiettivi principali sono quelli di definire il contesto generale e fare in modo che il processo di investimento sia in grado di adattarsi con flessibilità al mutare delle condizioni macro e di mercato.**

Il punto di partenza dell'analisi è il correlato meccanismo di correzione al ribasso del set di valutazione dei mercati del 2022 (rialzo dei tassi obbligazionari, allargamento degli spread di credito e compressione dei multipli azionari), in risposta all'aumento strutturale e di lungo periodo del tasso di sconto per via dell'azione delle Banche Centrali.

La prima domanda che ci poniamo è se questo percorso di rialzo dei tassi da parte della Fed e della BCE sia anticipato correttamente dal mercato o abbia spazi di ulteriore revisione al rialzo.

Al momento della scrittura di questa nota il mercato si attende che la Fed possa alzare i tassi sotto il 5% a marzo 2023 e la BCE arrivare oltre il 3% nei mesi estivi.

A differenza del 2022, non è solo la dinamica di inflazione ad influenzare le Banche Centrali, ma anche l'evoluzione del ciclo

economico. Pensiamo che l'inflazione abbia intrapreso un percorso di discesa, ma in USA le pressioni salariali sono ancora forti, così che i rischi sono nella direzione di una discesa più lenta di quanto atteso dal mercato.

Sul fronte ciclico, il nostro scenario prevede una recessione in tempi brevi in Europa e più in là nel 2023 anche in USA, in entrambi i casi di entità e durata relativamente modesti.

Tenuto conto di tutto, **pensiamo che il mercato sconti complessivamente in modo corretto il comportamento futuro delle Banche Centrali, e che i rischi di ulteriore rialzo dei tassi ufficiali in una misura non ancora anticipata dagli investitori possano essere di entità modesta.**

A fronte di questo **pensiamo che i *bond yield* trovino un contesto di stabilizzazione.** Vediamo un'area di corretta valutazione del Treasury decennale tra 3,6% e 4,1%, poco superiore ai tassi di mercato attuali; l'incertezza dell'analisi sui tassi europei è maggiore, ma anche il Bund non è distante dalla nostra area di *fair value*. I range di valutazione non si modificano granché rispetto a scenari diversi di mercato, perché **se ci sbagliamo, e le Banche Centrali aumentano i tassi ufficiali oltre quanto già scontato dalle curve, l'effetto negativo sulle aspettative di crescita economica futura limita il rialzo dei tassi mentre, se la recessione fosse più forte di quanto pensiamo, i tassi inizierebbero a scontare un percorso di successiva discesa.**

Questo ci porta a concludere che **le valutazioni degli asset rischiosi hanno spazi relativamente limitati di ulteriore peggioramento**. Nelle ultime settimane il rialzo dei mercati è stato guidato da un recupero delle valutazioni. Noi pensiamo che a seguito di questo rialzo ci possano essere fasi di volatilità e possibili correzioni, ma la stabilizzazione dei tassi di interesse limita gli spazi di correzione dei mercati.

In questo contesto riteniamo corretto iniziare ad aumentare l'esposizione al rischio dei portafogli.

Abbiamo iniziato a farlo nel reddito fisso ed in particolare nei segmenti del rischio di credito societario di maggiore qualità, con inclusione delle emissioni del settore finanziario, e nelle obbligazioni dei paesi emergenti.

La scelta di privilegiare il rischio di credito si basa su una pluralità di fattori:

1. I tassi di rendimento attesi sono tornati ad essere attraenti;
2. I tassi base governativi trattano non distanti dall'area di corretta valutazione che riteniamo essere anche di stabilizzazione perché sconta scenari macroeconomici alternativi;
3. Gli *spread* di credito non sono sui massimi storici, ma si sono allargati in modo rilevante e nel segmento *investment grade* sono sufficientemente ampi da scontare uno scenario macro di rallentamento;

4. Pensiamo che la correlazione positiva tra tassi e *spread* che ha caratterizzato i mesi scorsi possa diminuire perché le aspettative cicliche stanno entrando nel meccanismo decisionale delle Banche Centrali, in aggiunta all'inflazione, e questo contribuisce a stabilizzare l'*yield* totale;
5. Vediamo ridursi la forte volatilità che ha caratterizzato il reddito fisso in generale perché il comportamento delle Banche Centrali è meglio apprezzato dal mercato e in ogni caso la dimensione degli ulteriori rialzi è inferiore.

Il sovrappeso che abbiamo nel settore *investment grade* e nelle emissioni del settore finanziario si basa anche sulla minore sensibilità degli *spread* all'evoluzione macroeconomica rispetto alle componenti *high yield*.

In questa fase di decelerazione e pre-recessiva dell'attività economica preferiamo privilegiare quelle classi di attivo il cui rendimento prospettico dipende più dall'aggiustamento che si è realizzato sulle valutazioni rispetto al contributo della crescita attesa, perché l'incertezza sull'evoluzione degli utili rimane alta e la loro traiettoria di ribasso non completamente definita.

Il sovrappeso che abbiamo invece sulle obbligazioni emergenti, sia nella componente in valuta forte che in quelle in valuta locale, dipende anche dalla visione sul dollaro. Il rafforzamento del dollaro che si è realizzato nel 2022 è funzione della dinamica di rialzo dei tassi di interesse, dell'effetto dei termini di scambio legati al rialzo delle materie prime soprattutto energetiche, di una relativa maggiore resilienza macroeconomica americana e, nel caso dell'euro, di un premio per il rischio sulla divisa comunitaria introdotto dall'effetto della guerra.

Rendimenti indici governativi paesi G7 vs Cina



Fonte: BofA Ice, Fideuram Asset Management

Se tassi di interesse al rialzo e dollaro forte definiscono un contesto sfavorevole per i mercati emergenti, **la stabilizzazione dei rendimenti obbligazionari, delle materie prime, e una migliore prospettiva di crescita cinese a seguito del rilassamento delle politiche Covid-zero, limitano il potenziale di apprezzamento del dollaro e contribuiscono a migliorare le condizioni macro per gli asset emergenti.**

Pensiamo dunque che il dollaro abbia esaurito il percorso di apprezzamento e possa vivere una fase, se non di debolezza, quantomeno di maggiore stabilità che permette di ridurre la volatilità sui tassi e la pressione sulle divise emergenti.

Nell'ambito del debito emergente abbiamo ridotto il peso dei titoli di stato cinesi a favore di esposizioni più generiche e diversificate tra paesi.

Manteniamo comunque l'investimento nel mercato obbligazionario cinese che ha caratteristiche di limitata correlazione con gli indici rappresentativi del mercato obbligazionario globale ma, a differenza degli anni scorsi in cui i tassi cinesi erano superiori a quelli occidentali, il vantaggio di rendimento è ora a favore di altri settori obbligazionari.

Il complessivo sovrappeso di duration che abbiamo nei portafogli deriva dall'esposizione creditizia, non da quella governativa europea e americana perché, sebbene i rendimenti sui titoli di stato occidentali siano anche loro più attraenti, vediamo la riduzione della volatilità del reddito fisso, l'evoluzione della politica monetaria, un diverso regime di correlazione tra tassi e rischio e la stabilizzazione del dollaro come condizioni più favorevoli per far emergere la maggiore remunerazione creditizia a fronte di un aumento di rischio contenuto.

In generale però, dopo qualche anno in cui i nostri portafogli hanno visto uno strutturale sottopeso di duration, **pensiamo che sia opportuno avere una esposizione superiore alla duration**, anche attraverso i titoli di stato.

Vediamo il complessivo aumento del rischio dei portafogli definirsi in due fasi: la prima, che stiamo realizzando in questo periodo, e che riguarda la duration e il rischio di credito di maggiore qualità; **la seconda** da realizzarsi in un momento successivo e che vede l'aumento della componente azionaria e del rischio di credito di minore qualità (*high yield*).

Sulle azioni abbiamo una posizione di neutralità perché, nonostante il percorso di contrazione dei multipli sia largamente compiuto, le stime degli utili hanno intrapreso un percorso di revisione al ribasso che è ancora in corso ma crediamo non sia ancora concluso.

Pensiamo che l'impatto del restringimento monetario, le pressioni salariali e la discesa dell'inflazione possano costituire un contesto nel quale i margini aziendali si contraggono e **prevediamo che la crescita degli utili globali nel 2023 possa essere negativa di qualche punto percentuale.**

Questo dato è comunque migliore di situazioni recessive precedenti durante le quali gli utili sono scesi di regola tra il 20 e il 40%. La ragione della tenuta dei profitti dipende dal **migliore contesto di crescita nominale e dalla durata e dimensione relativamente modeste della recessione.**

Pensiamo che l'aumento dell'esposizione azionaria a sovrappeso debba attendere che la revisione al ribasso delle stime sia più avanzata, oppure che il mercato azionario scenda di qualche punto percentuale e incorporare nelle valutazioni uno scenario sufficientemente negativo. Riteniamo che queste condizioni si verifichino nel corso del 2023 e, in caso di discesa del mercato, identifichiamo nei livelli di debolezza raggiunti in autunno l'area di acquisto per l'indice S&P 500.

Nel frattempo, nonostante la possibilità che la riduzione della volatilità possa favorire un aumento dell'esposizione azionaria da parte degli operatori più flessibili, preferiamo non essere sovrappeso di azioni con l'S&P 500 sopra i 4000 punti. Non già perché nel medio periodo non vediamo l'indice andare oltre questo livello, ma perché **vista l'incertezza sull'andamento degli utili ci pare prematuro raccomandare un sovrappeso strutturale e, con la revisione al ribasso degli utili ancora in corso, vediamo con favore la possibilità di comprare il mercato in fasi di debolezza.**

In termini geografici la nostra preferenza è per il mercato americano dove la qualità delle società è superiore e, nonostante le valutazioni superiori, i rischi macroeconomici sono inferiori.

L'Europa, per contro, è l'area geografica dove le valutazioni sono inferiori e il set di rischi superiore. Un riposizionamento a favore delle azioni in corso d'anno necessariamente dovrà includere anche l'Europa, a maggior ragione in caso di soluzione positiva della guerra in Ucraina. In questa fase però manteniamo un lieve sottopeso perché l'incertezza ciclica è superiore.

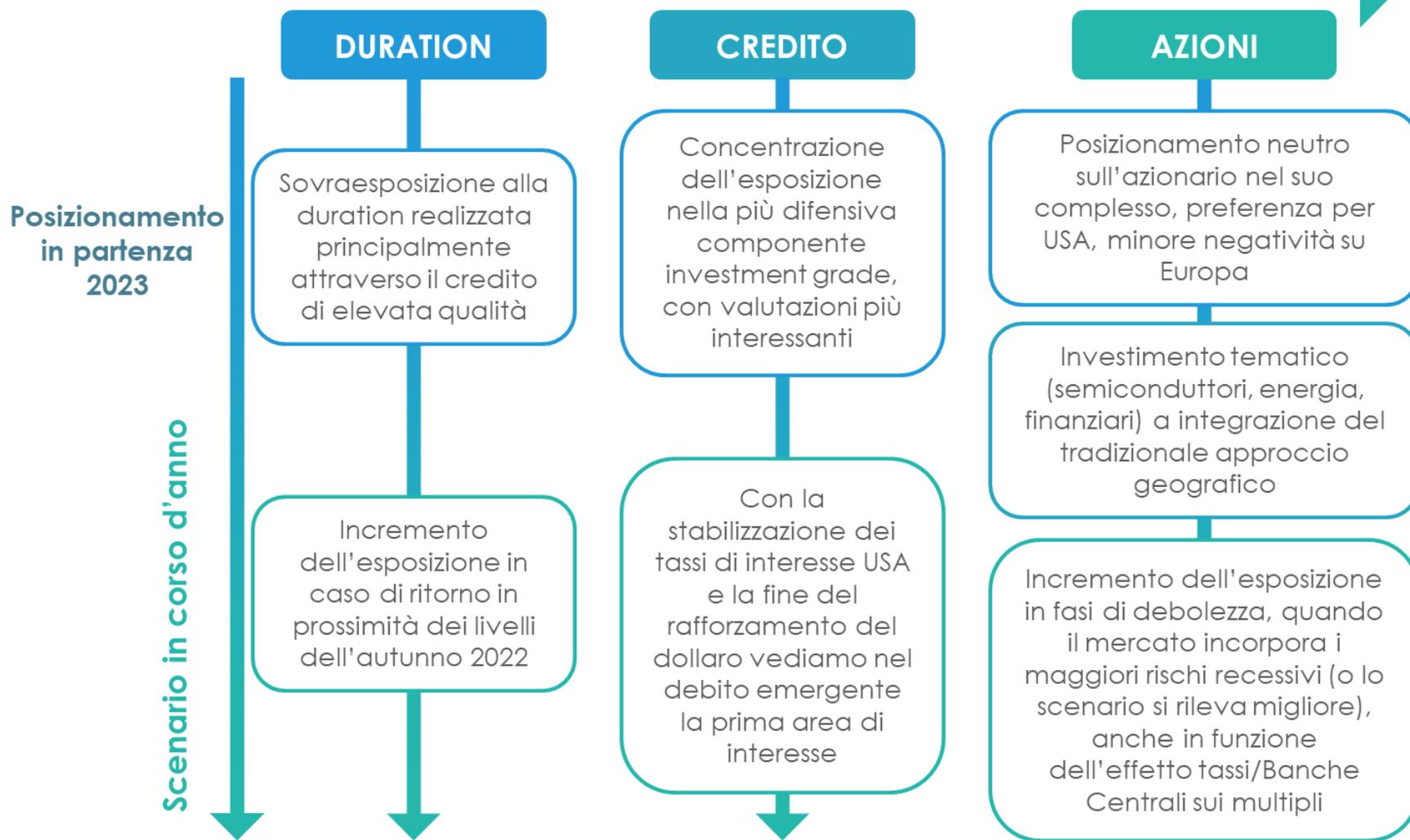
Il contesto per gli emergenti sta gradualmente migliorando, sia perché vediamo il dollaro stabilizzarsi, sia per l'evoluzione del quadro di crescita che, a fianco di una recessione nelle economie occidentali, vede una ripresa nella seconda parte del 2023 per la Cina dopo l'allentamento delle politiche Covid-zero.

Per i motivi già citati **anche sugli emergenti siamo neutrali,** ma ne consideriamo un aumento nei mesi a venire insieme alla complessiva esposizione azionaria. Nutriamo delle riserve sulla capacità della Cina di ritornare a meritare multipli significativamente più alti, per motivi di impatto della regolamentazione, di governance e di evoluzione della politica economica, ma vediamo il contesto di crescita migliorare nell'anno a venire.

Nei nostri portafogli allochiamo uno spazio maggiore rispetto al passato alle scelte settoriali e tematiche. La dispersione dei profitti settoriali è elevata e lascia spazio per un maggiore contenuto di gestione tematica attiva rispetto al tradizionale approccio geografico (dedichiamo alle scelte tematiche un approfondimento a parte in questo outlook).

Approccio di investimento 2023

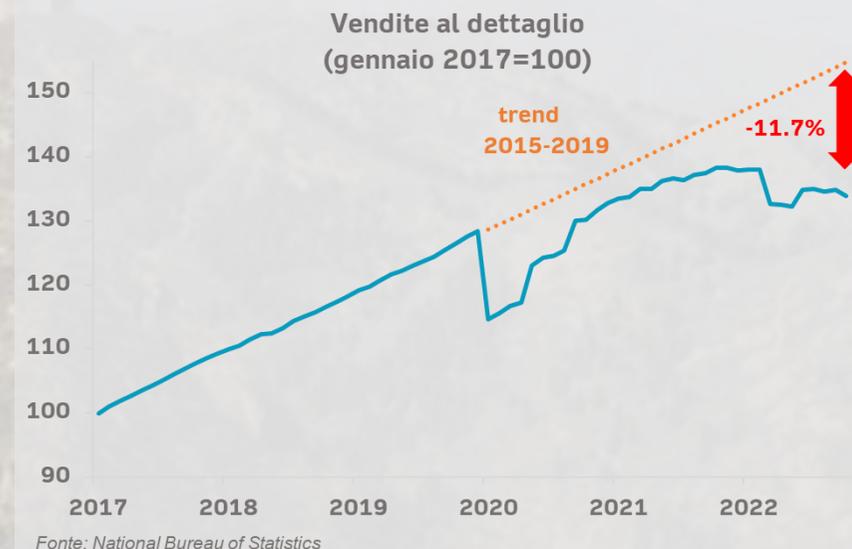
Nel corso del 2023 prevediamo un progressivo incremento dell'esposizione al rischio man mano che si avrà visibilità sulla tempistica e durata della recessione e sulla fase terminale del rialzo dei tassi



Inseguendo il giusto equilibrio

Nel 2022 l'economia cinese ha subito una brusca ed inattesa frenata principalmente determinata dall'effetto del contenimento della variante Omicron attraverso la rigida attuazione della strategia di "tolleranza zero" verso il Covid e dalla prosecuzione ed ulteriore aggravamento della crisi nel settore immobiliare. Gli interventi di politica economica sono stati tuttavia inizialmente piuttosto limitati e inefficaci e solo a metà novembre, una volta concluso il Congresso del Partito Comunista, le autorità hanno finalmente deciso di intervenire modificando significativamente la gestione della pandemia e adottando delle misure a sostegno del settore immobiliare.

Nel 2023 la crescita dovrebbe beneficiare della riapertura e dalla rimozione delle restrizioni, probabilmente dopo il mese di marzo quando si concluderà il cambio ai vertici, **arrivando a superare il 5%**. I consumi, compressi nel corso del 2022, a causa delle rigide politiche di contenimento, dovrebbero mostrare un rimbalzo significativo, ma anche il settore immobiliare ne trarrà beneficio. Gli investimenti dovrebbero rimanere stabili con la decelerazione degli investimenti in infrastrutture e nel settore manifatturiero, che saranno compensati dal minor contributo negativo degli investimenti immobiliari. Il settore immobiliare dovrebbe infatti stabilizzarsi nel corso del 2023 beneficiando delle politiche adottate dal governo a fine 2022.



I cinesi chiamano il loro paese «Zhongguo», che significa "paese del centro" ed è l'opposto di «Waiguo», il "paese esterno".

Questa idea di centralità e di attrazione, di interno e esterno è stata nel tempo declinata in diverse accezioni e dimensioni (si pensi ad esempio a "onshore/offshore").

La politica monetaria e fiscale continuerà a fornire sostegno alla crescita soprattutto nella prima parte dell'anno. Tuttavia, una volta che l'economia si sarà ripresa, si dovrebbe assistere ad una graduale normalizzazione della politica fiscale nella seconda parte dell'anno.

Nel corso del 2022 la nostra previsione di inflazione sotto consenso si è rivelata corretta. Anche per il 2023 la nostra previsione di inflazione resta sotto consenso (al 2.0%), ma con rischi al rialzo legati alla ripresa economica e dei consumi in particolare.

I rischi sul nostro scenario sono pressoché bilanciati: rischi al rialzo deriverebbero da una riapertura anticipata rispetto alle attese o da una più vivace ripresa dei consumi e del settore immobiliare. D'altro lato, rischi al ribasso potrebbero giungere da una prosecuzione delle politiche "zero Covid", da una ripresa più lenta delle attese del settore immobiliare e da una nuova escalation delle tensioni con gli USA. Riteniamo tuttavia che i rischi al rialzo siano superiori rispetto a quelli al ribasso.

Sui mercati azionari sono rilevanti le prospettive di recupero economico soprattutto se accompagnate, come nelle attese, da un miglioramento della dinamica degli utili e da una attenuazione dell'inasprimento regolamentare. L'aspetto di crescita degli utili

acquista una maggiore rilevanza nell'attuale contesto, del terzo mandato di Xi Jinping, in cui il *re-rating* valutativo viene limitato dalla conduzione dirigistica e centralista della politica economica, con un favore verso le aziende a partecipazione statale, che mette in una posizione di debolezza gli azionisti di minoranza.

Nel breve periodo siamo positivi sulle azioni cinesi per l'impatto favorevole sugli utili della riapertura, mentre abbiamo maggiore cautela nel medio periodo per il limite all'espansione dei multipli e al ritorno sul capitale investito dovuto all'impostazione di politica economica.

In ambito obbligazionario, la modifica di regime nei mercati sviluppati ha modificato le valutazioni relative rispetto alle obbligazioni cinesi, erodendo il vantaggio in termini di *carry*, che aveva giustificato, insieme alla inclusione negli indici globali, la preferenza negli anni passati. Ora le obbligazioni cinesi trovano uno spazio minore nei nostri portafogli, legato alle persistenti caratteristiche di diversificazione rispetto ai paesi avanzati (anche in virtù delle citate differenti dinamiche cicliche e interventi di politica economica).

L'investimento tematico, settoriale e stilistico è sempre più integrato nel processo di investimento e presente nei nostri portafogli, a fianco del più tradizionale approccio geografico. Le ragioni sono sia di carattere generale che legate a opportunità di breve periodo.

Le motivazioni più generali sono:

1. una **correlazione mediamente minore tra settori** rispetto alle aree geografiche che, per definizione, sono tra loro più diversificate;
2. una **diversa sensitività macroeconomica**, sia rispetto al ciclo economico che all'andamento dei tassi di interesse o di altre variabili (es. tassi di cambio, rischio paese, etc.);
3. **specifiche dinamiche** industriali, tecnologiche e di consumo **che realizzano percorsi di crescita dei profitti più indipendenti e a maggior contenuto idiosincratico.**

Queste caratteristiche dell'investimento tematico ci portano a raccomandarne una esposizione strutturale nel portafogli sia, e soprattutto, perché sono una **fonte di rendimento aggiuntivo**, sia per **migliorare la diversificazione del portafoglio in virtù della minore correlazione.**

Il nostro compito è di guidare correttamente le scelte tematiche perché all'aumentare del rischio idiosincratico si riduce la componente di remunerazione di mercato e deve corrispondere un maggior contenuto di gestione attiva.

Negli ultimi anni l'approccio tematico è stato associato da parte degli investitori quasi esclusivamente al settore tecnologico e in generale alla componente *growth* del portafoglio sulla base dell'idea che gli utili della tecnologia crescono di più del resto del mercato.

Se questo è valso in passato e rimane valido nel lungo periodo, noi pensiamo che **in questa fase di mercato il vantaggio di crescita degli utili tecnologici non sia così evidente e che anche altri settori e temi meritino un posto nei portafogli, con un complessivo maggiore bilanciamento tra temi *growth* e componenti più cicliche e *value*.**

Un settore che pensiamo possa essere fonte di extra-rendimento è quello delle risorse. Il percorso di transizione energetica a favore di fondi rinnovabili definisce chiaramente opportunità e tendenze di spesa di medio – lungo periodo in questi ambiti, ma crea anche opportunità nei segmenti più tradizionali del complesso energetico in ragione di modifiche nell'equilibrio tra domanda e offerta di materie prime, che la volatilità macroeconomica post-Covid e la guerra in Ucraina contribuiscono ad acuire.

L'andamento borsistico negli ultimi anni dei settori dell'energia rinnovabile e di quello petrolifero più tradizionale conferma la capacità del settore di essere una fonte di *alpha* per i portafogli, ma anche la necessità di una corretta gestione attiva dell'esposizione per via della volatilità e della bassa correlazione della performance dei diversi temi.

La nostra opinione sul **settore azionario dell'energia tradizionale** è che **eventuali momenti di debolezza che dovessero realizzarsi nei prossimi mesi** a seguito del rallentamento macroeconomico in corso e di correzione del prezzo del petrolio **siano una opportunità di acquisto in un'ottica di medio periodo.**

Questo perché le inefficienze dal lato dell'offerta che si sono create sono lontane dall'essere risolte e la sostituzione del gas russo è un processo complesso, la riduzione degli investimenti che la transizione energetica ha realizzato nel settore petrolifero migliora la profittabilità delle società e le valutazioni sono ancora basse.

Il settore dell'energia rinnovabile è negli ultimi due anni è stato interessato da una forte correzione dei multipli legata all'aumento dei tassi di interesse (oltre che correzione degli eccessi precedenti) **e significativa sottoperformance rispetto al settore petrolifero tradizionale e al complesso delle risorse.**

Tuttavia, l'Inflation Reduction Act in USA e il Green Plan europeo introducono incentivi importanti all'accelerazione della transizione energetica e sostengono l'aspettativa che il settore possa godere di tassi di crescita protetti dal supporto regolamentare. Rimane più incerta la capacità di trasferire la crescita dei ricavi in crescita dei profitti perché la disomogeneità della struttura degli incentivi e l'interesse dei governi a creare filiere produttive prettamente locali stanno introducendo forte competizione per risorse umane e materiali (capitale, materie prime e capacità ingegneristiche).

Nonostante l'indubbia attrattività del settore in un'ottica di medio/lungo periodo, nel breve la disomogeneità nella

performance dei sotto-settori limita l'esposizione del tema nei nostri portafogli.

Un altro settore che negli ultimi anni ha trovato poco spazio nei portafogli, ma di cui abbiamo aumentato l'esposizione di recente è quello finanziario. Il mix di tassi bassi e aumento della patrimonializzazione delle banche ha favorito da qualche anno ormai l'investimento nelle obbligazioni emesse dalle banche e dalle istituzioni finanziarie rispetto alla componente azionaria. Continuiamo ad avere un'opinione positiva sulle emissioni obbligazionarie del settore finanziario, ma la recente evoluzione macro modifica favorevolmente lo scenario anche per l'investimento azionario.

Il recente aumento dei tassi di interesse migliora la redditività delle banche, la crescita degli utili attesa e la sostenibilità dei dividendi. La qualità del credito, spesso fonte di preoccupazione degli investitori, peggiorerà un po' nel 2023 a seguito del contesto recessivo che prevediamo realizzarsi, ma non pensiamo che deteriorerà marcatamente, e comunque non come in situazioni recessive precedenti, grazie ad una base di partenza dei "non performing asset" molto più bassa, criteri di lending più solidi grazie alle modifiche del contesto regolamentare, e i maggiori livelli di patrimonializzazione. Inoltre, e soprattutto in Europa, il settore mantiene uno sconto ampio rispetto alle valutazioni del mercato e gli importanti piani di investimento green infrastrutturali degli anni a venire contribuiscono alla crescita degli impieghi e a mitigare l'impatto di eventuali fasi di rallentamento della crescita economica.

Sulla tecnologia, invece, vediamo due forze contrastanti. Da un lato pensiamo che le valutazioni possano stabilizzarsi dopo la forte contrazione dei mesi scorsi perché siamo nella fase terminale di aggiustamento al rialzo dei tassi di interesse, dall'altro **l'andamento degli utili nel complesso non è così favorevole nel breve periodo rispetto al mercato.**

È vero che storicamente gli utili della tecnologia sono cresciuti più di quelli del resto del mercato, ma lo scoppio della pandemia ha spinto questo settore ad accelerare ulteriormente la propria crescita, mentre **in questa fase post-lockdown assistiamo ad un percorso di normalizzazione di queste tendenze, con altri settori che crescono allo stesso modo o di più della tecnologia.**

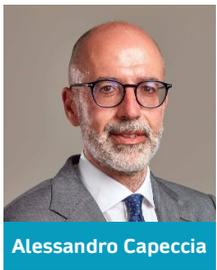
All'interno del settore IT favoriamo il tema dei semiconduttori, perché più avanti di altri sotto-settori nel percorso di revisione al ribasso delle stime, ma comunque favorito dalla forza della domanda, anche in ragione dell'importanza strategica del settore,

che si installa in un contesto di aumento della profittabilità delle società che deriva uno strutturale processo di consolidamento.

Per contro, **il settore del software non ha ancora raggiunto un livello valutativo attraente** e la profittabilità con rischi superiori per la riduzione delle barriere all'entrata anche grazie alla maggiore facilità di utilizzo del *cloud* che non richiede lo sviluppo di canali distributivi propri.

Complessivamente, **queste considerazioni ci fanno ritenere opportuno destinare parte dell'allocazione azionaria agli investimenti tematici per il superiore rendimento atteso che alcuni di questi temi offrono, sia tatticamente che strategicamente, ma anche ribadire la necessità di procedere ad una allocazione tattica attiva, guidata da un'attenta analisi e tempestivamente comunicata.**

Autori



Alessandro Capeccia

Responsabile
Investimenti



Flavio Rovida



Francesca Pini



Ilaria Spinelli

Team Ricerca Macroeconomica



Luca Vaiani



Silvana Vergara



Alessandro Cipriani

Team Gestione Prodotti Azionari,
Obbligazionari e Soluzioni di investimento



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**

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.