

WEEKLY UPDATE

7 NOVEMBRE 2022



INDUSTRIA IN FLESSIONE NEL 2023, MA LE SMALL CAP SONO SEMPRE TONICHE

Il rapporto sui settori industriali (a cura di Intesa e Prometeia) presenta un quadro misto, così sintetizzabile: ancora in crescita per l'anno in corso, grazie ad un primo semestre decisamente brillante, ma in tendenziale flessione per il prossimo anno. In sostanza, la **buona performance della prima parte dell'anno è sufficiente per arginare i cali degli ultimi mesi e ad eccezione di metallurgia e intermedi chimici**, il progresso 2022 può considerarsi corale, anche se il secondo semestre esplicita narrazioni alquanto dubbie: spirale inflattiva e strette monetarie stanno determinando un progressivo raffreddamento della domanda per consumi e investimenti e l'indice di fiducia delle imprese lo conferma. Frenata già visibile nei dati di produzione (pur ancora ben oltre i risultati della Germania e in linea con la Francia) e pressione al ribasso su consumi e investimenti che sarà bilanciata solo in parte dal Pnrr, penalizzando così l'attività industriale nel 2023. A prezzi costanti, si stima una riduzione dello 0.9% dei ricavi e una crescita modesta a valori correnti, con sole poche aree ad evitare la frenata, quali farmaceutica ed elettronica.

In altri termini, **lo shock energetico peserà non poco sulla redditività delle imprese, con un Ebitda** (ovvero l'indicatore che consente di verificare se la società riesce a realizzare profitti positivi dalla gestione ordinaria) **in contrazione di circa 8 decimi di punto nel 2022 e di altri 9 nel 2023, quando il raffreddamento della domanda renderà più complesso il ritocco dei listini**. All'interno di tale contesto prospettico, un ruolo primario nella congiuntura economica domestica è giocato dal comparto della chimica e il grido

DOCUMENTO A CURA
DEL TEAM GESTIONE
PRODOTTI AZIONARI,
OBBLIGAZIONARI E
SOLUZIONI DI
INVESTIMENTO di
Fideuram Asset
Management SGR

di allarme del presidente di Federchimica (P. Lamberti) si è già levato forte, in quanto *“siamo materia prima per l'intera economia e se si chiude la chimica si ferma il Paese”*. Un monito certamente severo, ma fondato sul rischio concreto, per un comparto da 56 miliardi di euro e oltre 112 mila addetti (nonché fortemente energivoro), di subire uno shock in termini competitivi, perdendo quote di mercato e di redditività proprio nel momento più delicato, ovvero quello in cui le imprese sono impegnate ad investire nella transizione tecnologica. *“Ove la situazione non cambiasse fortemente, in alcuni casi le nostre imprese non riuscirebbero a sopravvivere”*: da qui la necessità di un'azione di sistema e la richiesta di un'attenzione specifica - sia nel varo di azioni di sostegno sia nell'ipotesi di interventi di limitazione dell'attività produttiva - per affrontare l'eventuale carenza di gas; senza contare il supporto per il recupero di un' "immagine" che per il comparto chimico spesso si scontra con le rivendicazioni ambientaliste, *“perché quasi sempre nelle decisioni pubbliche si enfatizzano i vantaggi ambientali sottostimando i costi industriali”*. In tale ottica, la chimica rigetta energicamente la nozione di “nemico dell'ambiente”, ormai attribuitale per default, rivendicando norme più semplici, sostegno alla ricerca e decisioni politiche non guidate da mere spinte emotive. Ciò detto, il quadro imprenditoriale che dipinge l'azienda Italia non è poi così del tutto fosco; anzitutto, nei giorni scorsi una **lieta sorpresa è arrivata dai dati sul PIL che con un incremento dello 0.5% porterebbe la crescita acquisita 2022 a +3.9% grazie, in particolare, al traino del turismo estivo che ha registrato una crescita del 75% sul 2021.**

In secondo luogo, dato strutturale di indubbio rilievo qualitativo, non è mai venuto meno il supporto dinamico delle small cap che, anzi, sull'EGM (Euronext Growth Milan) hanno disegnato un percorso mai interrotto di crescita (e fusioni) con un consolidamento che vale almeno 1.5 miliardi di euro. Certamente il deterioramento dello scenario macro e l'aumento del costo del denaro potrebbero ora rappresentare un ostacolo, ma una recente ricerca a cura di KT & Partners parrebbe decisamente improntata all'ottimismo, in quanto *“le preoccupazioni ci sono, ma il principale punto di debolezza della economia italiana resta la frammentazione: va ridotta favorendo processi di consolidamento. Il campione di 150-200 società quotate rappresenta il meglio che può esprimere oggi la nostra economia in numerosi ambiti industriali: si tratta di realtà lontane da uno scenario recessivo, costantemente alla ricerca di risorse umane adeguate o di semilavorati per soddisfare una domanda in crescita. C'è da augurarsi che queste piccole imprese leader si candidino sempre di più a essere aggregatori del tessuto economico italiano, affacciandosi con maggior frequenza all'estero”*. Non solo, ma il periodo del Covid, per tali fattispecie di imprese, è stato un vero spartiacque, poiché *“ha rivoluzionato gli schemi mentali con i quali eravamo abituati a ragionare e le aziende hanno dimostrato che è stato possibile proseguire nelle scelte organizzative senza farsi condizionare troppo dagli agenti esterni, anzi in molti casi sfruttandoli”*. Intanto, small cap e big cap (e famiglie) si godono le quotazioni (per ora) favorevoli del



FIDEURAM
INTESA SANPAOLO PRIVATE BANKING
Asset Management

gas ad Amsterdam (lontane dal picco a 350 euro per megawattora), anche se la UE pare tutt'altro che coesa e si è data ancora qualche settimana per negoziare, puntando a trovare un'intesa sui principi regolamentativi del prezzo del gas per il 24 novembre. In particolare, Bruxelles ha presentato a metà ottobre una serie di misure che prevedono:

- a) un meccanismo di correzione del prezzo del gas sul mercato;
- b) un sistema di acquisti in comune di idrocarburi;
- c) un nuovo indice di definizione del prezzo del gas;
- d) un limite al prezzo del gas usato per produrre elettricità.

Tale pacchetto complessivo dovrà essere negoziato nel dettaglio, sotto l'egida dei ministri dell'Energia (fermo restando che l'Europa, ormai orfana del gas russo, sta sempre più mettendo l'Africa al centro del mappamondo, con investimenti previsti per oltre 100 miliardi e l'Eni nel ruolo di protagonista). Ovviamente, come già accaduto in passato, la Germania ha già comunque deciso di giocare la propria partita personale all'interno dei confini domestici, varando il suo tetto ai prezzi del gas per imprese e famiglie a partire da marzo 2023 (tariffa di 12 centesimi per kilowattora e di 9.5 per il riscaldamento), ponendo alle aziende energivore la condizione restrittiva di non delocalizzare. Il documento redatto (in 34 pagine) si fonda sul presupposto che *“gli aiuti economici devono garantire posti di lavoro e non profitti, pur nella piena consapevolezza che molte aziende stanno affrontando sfide esistenziali perché non sono in grado di trasferire semplicemente l'aumento dei prezzi”*. Nel frattempo, intanto che la UE disegna le proprie strategie e i governi sovrani definiscono i primi interventi operativi, i due attori principali destinatari dei provvedimenti (imprese e famiglie) si ingegnano in proprio, a caccia delle alternative economicamente più premianti: legna, biogas, fotovoltaico e comunità energetiche le scelte più comuni e con migliori prospettive.

L'ANDAMENTO DEI MERCATI

Settimana di esordio del mese di novembre fortemente focalizzata sulla riunione della FED di metà settimana, anche se già nella prima parte dell'ottava non erano certo mancate le argomentazioni per “solleticare” l'umore degli investitori internazionali; anzitutto, **la nuova stretta annunciata dalla BCE nel corso *meeting* del 27 ottobre ha lasciato non pochi strascichi e malumori presso il mondo bancario** (con ABI e associazione tedesca in testa) **in ragione del fatto che la riforma delle TLTRO è parsa subito indigesta in quanto “con modifiche unilaterali cade la fiducia nelle Banche centrali”**. Nello specifico, per evitare che i prestiti mirati TLTRO, concessi a tassi fino a -1%, intralcino la normalizzazione della politica monetaria (con prestiti erogati a famiglie e imprese a condizioni favorevoli risalenti all'accomodamento monetario), **il Consiglio direttivo nell'ultima riunione ha ricalibrato in corsa le condizioni ultra vantaggiose delle TLTRO medesime, rendendo questi**



FIDEURAM
INTESA SANPAOLO PRIVATE BANKING
Asset Management

prestiti meno favorevoli e aumentando il costo di raccolta delle banche.

Ovviamente, tale azione (inattesa) della BCE ha esacerbato i già non facili rapporti con i rappresentanti delle banche, al punto che Lorenzo Bini Smaghi, già componente del comitato esecutivo, ha ritenuto opportuno precisare che *“la Banca centrale ha deciso ora di cambiare quel tasso ex post e questo penalizza le banche perché il denaro lo hanno prestato ai clienti in precedenza a determinate condizioni che ora non possono cambiare. Questa decisione è una specie di tassazione che finisce per limitare la loro capacità di erogare credito: una decisione un po’ strana perché è retroattiva”*. Inoltre, non bastasse, non è passato inosservato l’allarme lanciato dal Fondo monetario sull’illiquidità del mercato obbligazionario, pienamente condiviso dal Segretario al Tesoro americano (J. Yellen) che in merito ai titoli di Stato US ha ribadito di *“notare la perdita di un’adeguata liquidità”*. **A livello domestico, peraltro, proprio a inizio ottava il governatore della Banca d’Italia (Visco), in tema di tassi, ha dichiarato in modo inequivocabile che “i tassi nell’area euro devono continuare a salire per contribuire a ridurre il rischio di un’inflazione elevata e persistente; non ci sono dubbi sul fatto che i tassi di interesse non siano ancora in linea con l’obiettivo di un’inflazione al 2%”**. Ciò detto, l’exploit della Borsa di Hong Kong nella giornata iniziale del mese di novembre (+5.7%), grazie al forte contributo dei titoli hi-tech ha subito alimentato grandi speranze di riscossa, pur in contesto macro di fondo sempre più propenso a remare contro: i dati manifatturieri riferiti all’Eurozona esplicitavano numeri di natura sempre più recessiva (sotto la soglia 50), a fronte di un mercato del lavoro oltreoceano sempre più effervescente, dunque sintomatico di nuova pressione inflazionistica (nuove offerte di lavoro-JOLTS posti vacanti – in grande crescita e report ADP su nuovi posti di lavoro nel settore privato in forte accelerazione).

Mercoledì 3, alla fine, **Powell ha fugato tutti gli interrogativi sulle nuove direttive della politica monetaria**, con alcune argomentazioni così sintetizzabili in termini di rilevanza:

1. **L’aumento del tasso sui fed funds** (il quarto consecutivo), come ampiamente scontato, è stato di **75 pb**;
2. **L’attesa svolta della FED (il cosiddetto “pivot”) in una direzione più morbida ed accomodante si è tradotta in un’apertura**, da parte di Powell, all’opzione di rialzi meno aggressivi, pur precisando che sarebbe *“prematurato”* ipotizzare una pausa nella fase rialzista dei tassi (espressione che ha subito zavorrato Wall Street);
3. **Il messaggio della banca centrale, in sostanza, è risultato ancora piuttosto aggressivo**, in quanto il numero uno della FED ha lasciato chiaramente intendere che se un rallentamento del ritmo dei rialzi appare imminente, **il ciclo restrittivo non appare però ancora prossimo al termine** (o anche ad una pausa);
4. Il tono comunicativo è parso differenziato tra comunicato stampa (più conciliante) e conferenza stampa (più



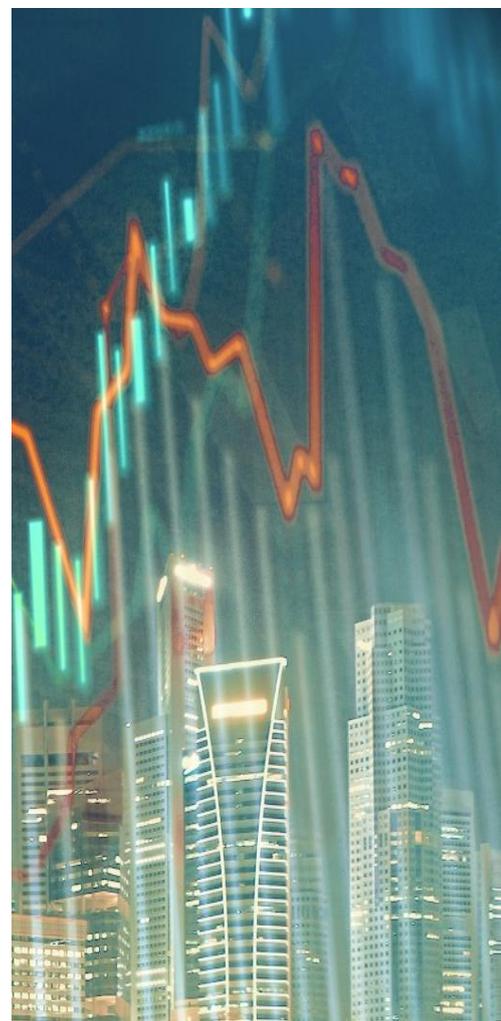
intransigente): in quest'ultima sede **Powell non solo ha focalizzato l'attenzione sulla velocità con cui alzare tassi (nella fase iniziale), ma ha soprattutto tenuto a precisare che "il tasso terminale potrebbe essere più alto di quanto previsto"**, rimanendo nel vago anche in merito all'arco di tempo in cui i tassi dovranno rimanere assestati su un valore elevato;

5. Infine, posto che i margini per un "atterraggio morbido" dell'economia si sono ulteriormente ristretti in ragione di un'inflazione ostinatamente persistente, **una riduzione del ritmo dei rialzi dei tassi appare probabile con la prossima riunione di dicembre, ma con un notevole aumento di probabilità che il livello terminale dei tassi risulti più elevato di quanto attualmente prospettato e si situi poco sopra il 5%.**

Il giorno successivo (giovedì 3) **Lagarde ha in qualche misura rincarato la dose, sostenendo che "una recessione non basterà a smorzare l'inflazione" e ammonendo che "si dovrà fare molta attenzione agli effetti contagio della politica della FED"**. La reazione dei principali listini azionari alle nuove direttive di Powell (soltanto in parte attese) e alle "ansie" della BCE si sono tradotte in un saldo rosso settimanale per Wall Street (S&P 500 -3.35%), anche perché (pure) i dati sul mercato del lavoro di venerdì 4 hanno segnato a ottobre un balzo di 261 mila unità e il dato medesimo è risultato superiore alle 205 mila attese dagli analisti, (confermando di fatto le pressioni inflazionistiche di inizio settimana), mentre **il Vecchio Continente ha decisamente tenuto bene, con l'Eurostoxx 600 in positivo e saldamente oltre 410; segno verde, inoltre, sul fronte orientale, con il Topix giapponese in recupero del livello 1900 e un euforico Shanghai Composite ben oltre 3000 (+5.3%)**. In quest'ultimo caso, il mercato ha ignorato i numeri macro in contrazione relativi al PMI servizi e manifatturiero, premiando le voci diffuse secondo cui Pechino starebbe valutando una sorta di allentamento alla morsa della politica "Covid-zero".

L'universo obbligazionario ha assecondato Powell, con rendimenti in crescita (oltre 4.2% per i decennali governativi americani e oltre 2.3% per i corrispettivi tedeschi), con lo spread Btp-Bund contenuto tra i 200 225 punti base, a fronte di grande attesa per il lancio del Btp Italia (il 14 novembre), strumento appositamente indicizzato come scudo contro l'inflazione.

Moneta unica ancora in flessione, con minimo a 0.9536 (dopo il test della parità il 26/10) e petrolio al recupero di quota 90, in un contesto di aspettative miste tra preoccupazioni economiche e timori di un calo dell'offerta, mentre il grano ha vissuto una settimana da ottovolante in funzione degli umori di Putin e delle capacità diplomatiche di Erdogan.



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.