



LA VIEW DI FIDEURAM ASSET MANAGEMENT

EDIZIONE 04.2024

SCENARIO MACROECONOMICO

L'ulteriore sorpresa al rialzo nell'inflazione negli USA nel mese di marzo ha determinato una significativa revisione delle attese relative alla politica monetaria della Fed, sia da parte nostra sia del mercato. Abbiamo spostato infatti da giugno a settembre il primo taglio dei tassi della Fed, ma è anche notevolmente aumentato il rischio che i tassi rimangano invariati quest'anno e addirittura che la Fed a fine 2024 o nel 2025 possa prendere in considerazione un'ulteriore dose di restrizione monetaria. Rimane invece invariata l'attesa di un taglio della BCE in giugno, nell'ipotesi che il processo di moderazione dell'inflazione trovi conferma anche nei prossimi due mesi. Il ciclo di tagli della BCE risulterebbe più contenuto di quanto attualmente atteso nel caso l'andamento dell'inflazione costringesse la Fed nei prossimi mesi a rinviare in maniera significativa l'avvio dei tagli dei tassi.

MERCATI AZIONARI



I portafogli mantengono un sovrappeso azionario, ma di entità ridotta rispetto ai precedenti mesi. La confermata positività della *view* poggia sull'idea di una continuazione della crescita sequenziale degli utili e di un progressivo allargamento nella seconda parte dell'anno ai comparti che hanno accumulato un gap rispetto alla tecnologia. La riduzione dell'entità del sovrappeso è giustificata invece dal rischio di restringimento delle condizioni finanziarie legato alla maggiore incertezza su

tempistica e dimensione complessiva dei ribassi da parte della Fed. A livello geografico manteniamo la preferenza per i mercati USA ed Europa, mentre portiamo a neutrale il Giappone dopo le buone *performance* recenti. In termini settoriali abbiamo un approccio più neutrale, per le opposte forze (utili in miglioramento ed evoluzione di politica monetaria più incerta) che agiscono nel breve sulle componenti più cicliche e *value*. Segnaliamo un maggior favore per il settore agroindustriale perché vediamo una dinamica più favorevole dei prezzi delle materie prime, una stabilizzazione del settore manifatturiero e valutazioni più attraenti.

EUROPA



ABBASTANZA
POSITIVO

STATI UNITI



ABBASTANZA
POSITIVO

GIAPPONE



NEUTRO

EMERGENTI



NEUTRO

MERCATI OBBLIGAZIONARI



I portafogli mantengono un lieve sovrappeso di *duration* che è concentrato nella parte governativa, e un complessivo sottopeso di rischio di credito.

I recenti dati di inflazione segnalano la continuazione del percorso disinflattivo in Europa e un certo grado di riaccelerazione in USA. Questi sviluppi lasciano alla BCE l'intenzione di tagliare i tassi a partire da giugno mentre per la Fed la visibilità si è ridotta. La somma di considerazioni cicliche di

breve periodo e strutturali di più lungo periodo (quali una possibile più elevata crescita potenziale negli USA, ipotizzata da J. Powell) ci hanno portato ad aumentare un po', a parità di *duration*, i titoli di stato europei rispetto a quelli USA nei portafogli.

Rimaniamo cauti nei confronti del rischio di credito in particolare per le componenti di minore qualità (*high yield*), preferendo le emissioni *investment grade* e i subordinati finanziari. La visione cauta sugli *spread* non riflette solo un elemento valutativo, ma anche il rischio di un certo grado di restringimento delle condizioni finanziarie.

GOVERNATIVO



ABBASTANZA
POSITIVO

CORPORATE



NEUTRO

HIGH YIELD



ABBASTANZA
NEGATIVO

EMERGENTI



NEUTRO

USA: INFLAZIONE INDIGESTA PER LA FED

L'ulteriore e significativa sorpresa al rialzo nella dinamica dei prezzi del mese di marzo ha portato ad una **rilevante riconsiderazione delle prospettive di politica monetaria nel breve periodo. Abbiamo posticipato da giugno a settembre il primo taglio dei tassi da parte della Fed** e prospettiamo solo 50 pb di tagli complessivi nel corso del 2024 (con un altro taglio dei tassi in dicembre). Un taglio dei tassi già in luglio, d'altro lato, richiederebbe una notevole riduzione nella dinamica dei prezzi core nel corso dei prossimi mesi, che al momento appare piuttosto improbabile. **Il nostro scenario centrale continua a prospettare una graduale discesa dell'inflazione core** nel corso dei prossimi trimestri, ma è certamente aumentato in misura significativa il rischio che la forza inattesa dell'economia e dell'inflazione costringa la Fed a non tagliare i tassi nel corso di quest'anno.

AREA EURO: GERMOGLI DI CRESCITA E INFLAZIONE SOTTO CONTROLLO

Il miglioramento del PMI *Composite* tra febbraio e marzo supporta l'attesa che **l'Area Euro possa uscire nella primavera dalla fase di stagnazione** che la caratterizza dalla fine del 2022: dopo una crescita del PIL ancora molto debole nel primo trimestre, ci attendiamo un aumento dell'1% t/t ann. nel secondo. L'inflazione **continua a rallentare**: a marzo ha sorpreso al ribasso scendendo al 2.4% (dal 2.6%), con la *core* (ex alimentari ed energia) al 2.9% (dal 3.1%). I prezzi dei servizi sono cresciuti ad un ritmo ancora sostenuto negli ultimi cinque mesi (4%), ma dovrebbero iniziare a rallentare con il dato di aprile. Le tensioni in Medio Oriente hanno rialzato i prezzi energetici, ma per il momento in misura modesta. **La BCE nella riunione di aprile ha confermato di essere pronta a tagliare i tassi a giugno.** Attendiamo poi altri tre tagli entro fine anno.

CINA: NON È TUTTO ORO QUEL CHE LUCCICA

Nel primo trimestre la crescita del PIL è stata **particolarmente robusta**, accelerando dal 4.9% annualizzato (rivisto dal 4.1%) del trimestre precedente al 6.6%. **Abbiamo pertanto rivisto al rialzo le nostre attese di crescita per il 2024 dal 5.0% al 5.2%** e ora l'obiettivo di crescita del Governo ("intorno al 5%") appare più agevolmente raggiungibile e non dovrebbero essere necessari ulteriori stimoli fiscali. A trainare la crescita sono state soprattutto le esportazioni e gli investimenti (escluse le costruzioni), favoriti delle politiche di sostegno del Governo, mentre i consumi stentano a decollare complice l'assenza di politiche mirate e il deterioramento della fiducia dei consumatori. **La crisi del settore residenziale rappresenta ancora il principale fattore di rischio.**

La fiducia dei consumatori non si è più ripresa dopo il crollo nel corso della pandemia



PREVISIONI FIDEURAM ASSET MANAGEMENT SUL QUADRO MACROECONOMICO

	PIL			Inflazione			Tasso di riferimento politica monetaria		
	2023	2024*	2025*	2023	2024*	2025*	2023	2024*	2025*
USA	2,5	2,5	1,8	4,1	3,2	2,3	5,38	4,88	4,13
Area Euro	0,5	0,5	1,2	5,5	2,4	2,1	4,50	3,50	2,75
Giappone	1,9	0,6	1,2	3,2	2,4	2,0	-0,10	0,25	0,50
Cina	5,2	5,2	4,6	0,2	0,7	1,5	2,50	2,30	2,30

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

* Previsioni Fideuram Asset Management

MERCATI AZIONARI

Le valutazioni sono relativamente basse e, in termini relativi, ad un significativo sconto rispetto agli USA. Il *momentum* macro è meno brillante e la crescita sequenziale dei profitti ancora debole rispetto agli Stati Uniti, anche per il diverso mix settoriale e minore peso della tecnologia. Tuttavia, vediamo una iniziale stabilizzazione del settore manifatturiero e pensiamo che l'andamento dei profitti possa migliorare nella seconda metà dell'anno. Da inizio anno abbiamo cominciato un aumento dell'esposizione, che ora è di moderato sovrappeso.

Dal punto di vista fondamentale il mercato USA rimane favorito per la maggiore qualità delle società e per la crescita dei profitti che fino ad ora sono stati migliori delle attese e che ci aspettiamo essere robusti anche nei trimestri a venire. L'incertezza sul comportamento della Fed apre una fase in cui le valutazioni difficilmente possono aumentare e anzi, al margine, possono avere momenti di limitata vulnerabilità. Nei portafogli non abbiamo significative scommesse settoriali in questa situazione di maggiore incertezza. Accanto all'esposizione tecnologica, abbiamo iniziato una progressiva diversificazione settoriale e di stile a favore di quelle componenti che hanno accumulato un gap di performance e valutazione rispetto alle *mega cap growth* e che presentano prospettive di utili in miglioramento nella seconda parte dell'anno.

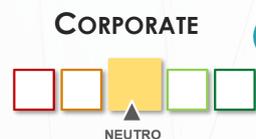
Riduciamo a neutrale la posizione dopo il recente forte rialzo dei mesi scorsi e con l'obiettivo di ridurre la dimensione del sovrappeso azionario complessivo. In un'ottica di più lungo periodo continuiamo a vedere il mercato giapponese caratterizzato da valutazioni attraenti e utili in crescita, legati al rialzo delle aspettative di inflazione e al processo di ristrutturazione dei bilanci e aumento della spesa per investimenti.

Manteniamo un approccio neutrale nei confronti dei mercati azionari emergenti. Permangono alcune difficoltà strutturali della Cina (quali il settore immobiliare) e pesano gli impatti dell'apprezzamento del dollaro e i rischi geopolitici. Tuttavia le valutazioni sono attraenti e le condizioni cicliche locali e globali stanno migliorando. Sebbene non abbiamo una visione troppo ottimista, pensiamo comunque che la performance relativa del mercato cinese si stia stabilizzando.



MERCATI OBBLIGAZIONARI

Manteniamo un moderato sovrappeso sulla componente governativa, con preferenza per la parte europea. In USA il Treasury può trattare al di sopra dei livelli di corretta valutazione (4.3%-4.5%) fintanto che il mercato incorpora il rischio di ulteriore rialzo dei tassi da parte della Fed. Questo rischio è un evento a bassa probabilità di accadimento ma con effetti rilevanti; i prossimi dati di inflazione saranno cruciali per definire il comportamento della Fed. In ambito europeo, abbiamo una view strategica di favore in funzione di considerazioni cicliche, del livello dei tassi reali, dell'andamento dell'inflazione e delle attese di politica monetaria. Valutiamo aumenti dell'esposizione al superamento della parte superiore del 2.3%-2.5% del Bund a 10 anni. Gli spread periferici sono stretti dal punto di vista valutativo ed è possibile ora un certo grado di volatilità, ma soprattutto nelle scadenze più brevi non prevediamo un brusco allargamento.



Il basso livello degli spread è un elemento di cautela tenuto conto del rischio di restringimento delle condizioni finanziarie per una dilazione dei tempi di intervento della Fed. Tuttavia, il rendimento complessivo è attraente e questo rimane il segmento che preferiamo nell'ambito del rischio di credito societario.

I tassi di default, nonostante il peggioramento degli standard di lending e l'impatto sui crediti di qualità inferiore di un aumento del costo del capitale, sono ancora relativamente contenuti. I rendimenti attesi sono attraenti su base storica, ma rimaniamo sottopesati per contenere il rischio di credito che può generare un più prolungato restringimento delle condizioni monetarie. Preferiamo assumere il rischio attraverso il comparto azionario.

In generale, siamo cauti sulle componenti più volatili e di minore qualità del segmento obbligazionario. La posizione sugli emergenti è nel complesso neutrale perché il *carry* offerto è relativamente generoso in senso assoluto ma non vediamo ancora condizioni macroeconomiche sufficientemente favorevoli per una posizione di sovrappeso. Sul fronte valutario la forza del dollaro e le scelte di politica valutaria della Cina rappresentano elementi di volatilità.

SI RIDUCE IL SOVRAPPESO AZIONARIO COMPLESSIVO

I dati macroeconomici sulla crescita reale e soprattutto le tre sorprese al rialzo consecutive sui dati di inflazione, hanno modificato la distribuzione delle probabilità relative all'evoluzione della politica monetaria americana.

Rispetto alla fine dello scorso anno il mercato prezza un allungamento delle tempistiche del percorso di avvio della fase espansiva, nonché una dimensione inferiore della riduzione complessiva attesa dei tassi. A questo si aggiunge anche la reintroduzione del rischio, per quanto da un punto di vista probabilistico appare al momento limitato, che la Fed possa anche procedere nella direzione di un ulteriore rialzo.

Nonostante questa possibilità rappresenti uno scenario di coda, l'eventualità che l'inflazione possa rimanere persistentemente alta, implicherebbe la necessità di un restringimento delle condizioni finanziarie affinché la Fed possa procedere con la riduzione dei tassi.

Il rischio legato ad un restringimento inatteso delle condizioni finanziarie implicherebbe più in generale una fase di maggiore incertezza per i mercati azionari, considerando anche i multipli elevati in chiave storica.

In risposta a questa evoluzione del mercato, nei portafogli riduciamo la dimensione del complessivo sovrappeso azionario, che si concentra da un punto di vista geografico in USA ed Europa. Viene riportato a neutrale da sovrappeso l'esposizione verso il Giappone dopo le recenti performance realizzate, al fine di guidare l'azione di riduzione della complessiva esposizione azionaria. Per il Giappone in un'ottica di medio-lungo periodo permangono infatti ancora elementi di favore, come valutazioni attraenti e utili in crescita, sia legati al rialzo delle aspettative di inflazione che di ristrutturazione dei bilanci e aumento della spesa per investimenti.

Nonostante la maggiore incertezza che si affaccia nello scenario, manteniamo il complessivo sovrappeso di azioni nell'idea che gli utili continuino in un percorso di crescita sequenziale. Questo è valido in particolare per gli USA dove manteniamo un favore relativo anche se di dimensione più limitata rispetto ai mesi precedenti. Viene mantenuto il leggero sovrappeso nei confronti dei mercati europei, per i quali si osservano miglioramenti della dinamica attesa dei profitti già a partire dal secondo trimestre, grazie anche ad un effetto confronto più favorevole e ad una minore incertezza sul ciclo di politica monetaria della BCE.

Siamo ancora neutrali nei confronti dei mercati azionari emergenti per i quali la sottoperformance macroeconomica cinese ha ridotto le stime di crescita attesa degli utili, ma le valutazioni sono di supporto e permane l'aspettativa di una fase di maggiore stabilità e di ulteriore stimolo da parte delle autorità di governo cinesi, nonostante fino ad ora i provvedimenti abbiano lasciato deluse le aspettative degli investitori.

SI ALLONTANA L'INIZIO DELLA FASE ESPANSIVA DELLA FED

Il contesto ciclico ancora sostenuto che ha caratterizzato fino ad ora gli Stati Uniti, a cui si affianca un'inflazione che sorprende al rialzo, ha indotto il mercato a **prezzare un allungamento dei tempi per l'avvio della fase espansiva**, riducendone la dimensione complessiva e introducendo una marginale ipotesi di ulteriore rialzo dei tassi.

Questi sviluppi hanno portato il Treasury **al di sopra del range di corretta valutazione** che, nonostante i nuovi elementi, non si modifica mantenendosi tra il 4.3% ed il 4.5%. Il range di corretta valutazione non cambia fundamentalmente perché l'ipotesi che la Fed possa procedere ad un rialzo dei tassi appare **molto remota** ed impatta prevalentemente sulle aspettative a breve piuttosto che sui tassi a più lunga scadenza.

Nel **complesso i portafogli mantengono un leggero sovrappeso di duration che è concentrato nella parte governativa**, a fronte di un complessivo sottopeso di rischio di credito. La somma di considerazioni cicliche di breve periodo e strutturali di più lungo periodo **ci fanno preferire la duration europea rispetto a quella americana**, anche alla luce di questa fase più delicata di gestione della politica monetaria da parte della Fed. In termini operativi a parità di *duration*, abbiamo un po' **aumentato i titoli di stato europei rispetto a quelli USA**.

La BCE nella riunione di aprile ha dichiarato la **volontà di abbassare i tassi in presenza di una convergenza dell'inflazione verso l'obiettivo**, dichiarandosi dipendente dai dati ma non dalla Fed. Le aspettative di politica monetaria hanno subito variazioni al rialzo più marginali di quelle USA, **ma i tassi risentono anche della trazione dei tassi USA. Confermiamo la corretta valutazione del Bund fino all'avvio della fase di ribasso nell'area 2.3-2.5%** e siamo più confidenti nell'esposizione alla duration europea rispetto a quella USA a ridosso della soglia superiore, per via della differente fase ciclica, della diversa natura delle preoccupazioni inflazionistiche e di livelli di produttività e PIL potenziali più bassi.

Gli spread periferici trattano a livelli bassi rispetto al rischio di credito, ma dovrebbero muoversi all'interno di una normale volatilità anche in un contesto di maggiore restringimento delle condizioni finanziarie globali, anche grazie all'azione della BCE.

Rimaniamo cauti nei confronti del rischio di credito, in particolare nei confronti delle componenti di minore qualità (high yield) **mentre preferiamo le emissioni di maggiore qualità (investment grade) e i subordinati finanziari**. La visione cauta sugli *spread* non riflette solo un elemento valutativo, ma anche il rischio che il raggiungimento dei target di inflazione da parte della Fed possa avvenire attraverso un certo grado di **restringimento delle condizioni finanziarie**.

Aumentiamo a sovrappeso l'esposizione al dollaro come forma di protezione dei portafogli nel caso in cui la Fed tenga i tassi di interesse ufficiali alti più a lungo.

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 Melchiorre Gioia 22, 20124 Milano
Telefono +39 02 725071 – Fax 02 72507626
www.fideuramispbsgr.it

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

