



# LA VIEW DI FIDEURAM ASSET MANAGEMENT

EDIZIONE 07.2024

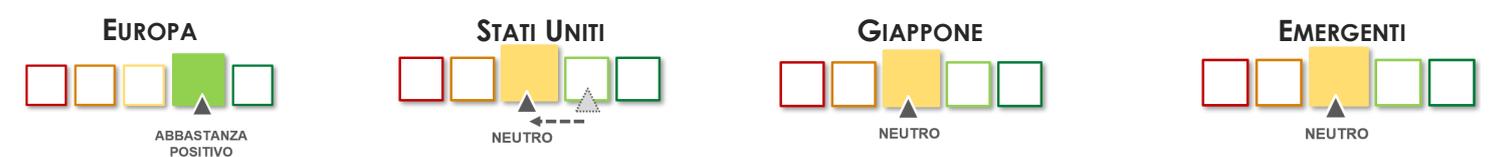
## SCENARIO MACROECONOMICO

La decelerazione della crescita dei prezzi al consumo negli USA è stata più marcata delle attese sia in maggio sia, ancor più, in giugno, e la probabilità di un taglio dei tassi da parte della Fed nella riunione di settembre, che già rappresentava da alcuni mesi il nostro scenario centrale, è di conseguenza ulteriormente aumentata. Da notare inoltre che negli USA stanno emergendo segnali di moderato rallentamento ciclico (per ora concentrati nei consumi privati). Evidenza di un rallentamento nel corso del secondo trimestre è giunta anche dall'economia cinese, dopo l'accelerazione dell'attività economica registrata nei primi mesi dell'anno. Non vi sono state invece novità rilevanti sul versante economico nell'Area Euro. Sul fronte politico si deve segnalare il significativo aumento della probabilità di una vittoria di Trump e di un controllo del Congresso da parte del Partito repubblicano nelle elezioni di novembre, che potrebbe avere importanti implicazioni di politica economica.

## MERCATI AZIONARI



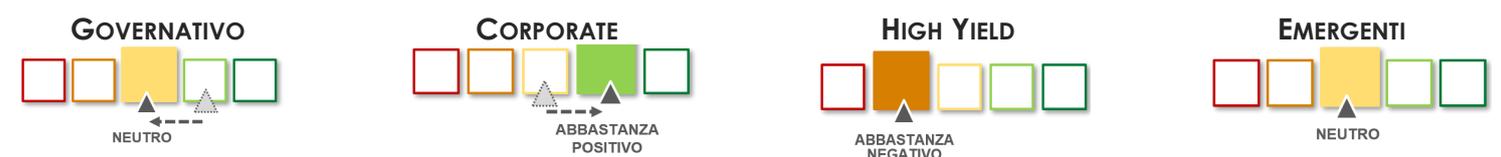
Manteniamo un sovrappeso nella componente azionaria ma di entità più moderata rispetto agli scorsi mesi. La dinamica degli utili appare ancora di supporto e pensiamo possa allargarsi anche a quei segmenti che hanno finora sottoperformato le mega cap tecnologiche negli USA. Tuttavia, negli USA le valutazioni riflettono già la crescita attesa dei profitti oltre l'orizzonte annuale e portiamo la nostra esposizione prossima alla neutralità in questo mercato. Il sovrappeso rimane in Europa, dove le valutazioni sono inferiori e la crescita sequenziale degli utili è prevista migliorare. I risultati delle recenti elezioni francesi lasciano uno scenario ancora incerto, ma hanno scongiurato il rischio di maggioranze supportate da partiti più estremi. Post elezioni, il mercato inglese può beneficiare di una migliore percezione del contesto istituzionale e politico; inoltre, le valutazioni sono ancora ad un significativo sconto. Dal punto di vista settoriale e tematico abbiamo posizioni attive limitate in questa fase: gradualmente, alla tecnologia affianchiamo componenti più cicliche e *value*.



## MERCATI OBBLIGAZIONARI



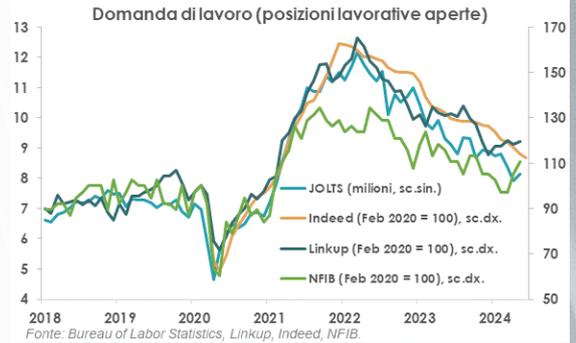
Modifichiamo in parte l'esposizione obbligazionaria aumentando il peso della componente delle obbligazioni societarie *investment grade* e della subordinazione finanziaria rispetto alla componente governativa, mantenendo il sovrappeso di duration. L'idea che i tassi di interessi siano in un'area di sostanziale stabilizzazione, per quanto non troppo stretta, con anche la Fed che sta per iniziare ad abbassare i tassi, ci porta a ricercare fonti di extra-rendimento rispetto ai titoli di stato, mantenendo la preferenza per il credito di alta qualità. Inoltre, la riduzione del sovrappeso azionario va nella direzione di un maggiore spazio per strategie di *carry* e minore necessità di diversificazione per il tramite della *duration* governativa. Rimaniamo cauti nei confronti del credito di più bassa qualità, in particolare *high yield*, cui continuiamo a preferire il rischio azionario. Nonostante la parziale riduzione dell'esposizione ai titoli di stato per favorire l'assunzione di *carry*, continuiamo ad avere un'opinione favorevole all'investimento in questo settore, per l'evoluzione dell'inflazione e della politica monetaria, oltre che per il livello assoluto raggiunto dai tassi di remunerazione.



## USA: L'INFLAZIONE HA SORPRESO AL RIBASSO ANCHE IN GIUGNO

La crescita dei prezzi core, che già aveva sorpreso al ribasso in maggio, ha ulteriormente rallentato in giugno (appena +0.06% m/m), grazie in particolare alla decelerazione dei prezzi dei servizi (inclusi gli affitti). Di conseguenza, è ulteriormente aumentata la probabilità di un taglio dei tassi della Fed nella riunione di settembre, che peraltro già rappresentava il nostro scenario centrale. Un altro fattore a favore di una politica monetaria meno restrittiva è inoltre rappresentato dai segnali di rallentamento dell'economia, che al momento provengono principalmente dai consumi privati. **Le condizioni del mercato del lavoro rimangono robuste**, con una crescita occupazione oltre le 200 mila unità in giugno, ma anche in questo caso segnali di una graduale decelerazione appaiono evidenti e dovrebbero riflettersi in una moderazione della crescita dei salari.

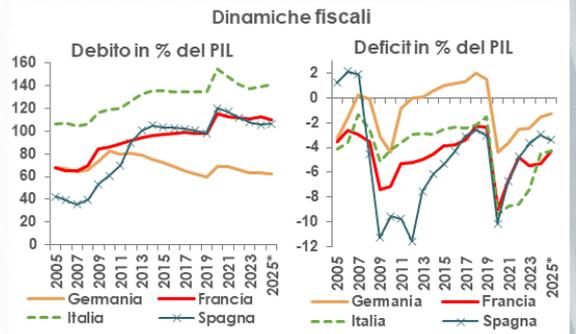
Diversi indicatori segnalano che la domanda di lavoro ha notevolmente rallentato dal picco del 2022



## AREA EURO: PROSEGUE LA RIPRESA

La ripresa continua, ma rimane ancora fragile: in giugno la fiducia delle imprese (indici PMI) è scesa per la prima volta in 8 mesi, il settore manifatturiero fatica a mostrare segnali di svolta convincenti e gli ordini ristagnano. Stanno invece migliorando le vendite al dettaglio, grazie al recupero del potere d'acquisto per la discesa dell'inflazione e l'aumento dei salari reali. **Dopo le elezioni europee di giugno è aumentata l'incertezza politica**, soprattutto a seguito delle elezioni francesi, con ricadute negative per la governance europea e la ricerca di spazi fiscali comuni (come per la difesa). **L'inflazione continua a decelerare, ma molto gradualmente**, a causa della persistente forza dei prezzi dei servizi. La BCE, dopo il primo taglio di giugno, ha escluso una mossa a luglio, ma appare orientata per un altro taglio a settembre.

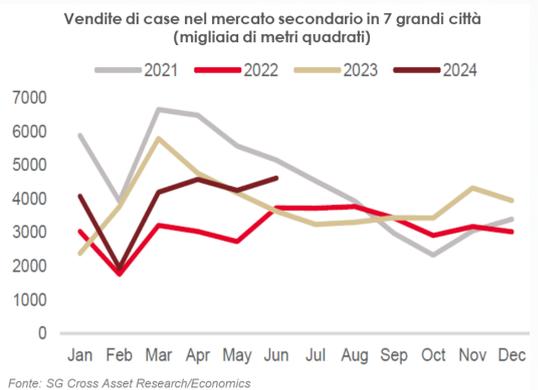
La Commissione Europea ha avviato la procedura di deficit eccessivo per alcuni paesi, tra cui Francia e Italia



## CINA: DELUDE LA CRESCITA NEL SECONDO TRIMESTRE

L'andamento dell'attività economica in Cina nel secondo trimestre ha deluso le attese, dopo avere sorpreso al rialzo nel primo trimestre. **La crescita del PIL si è fermata al 2.8% annualizzato dopo il 6.1% del primo trimestre**. I dati di giugno hanno continuato ad evidenziare un'economia sbilanciata, con l'offerta sostenuta dalle esportazioni, ma con una debole domanda interna. **Abbiamo rivisto al ribasso le nostre attese di crescita per quest'anno dal 5.2% al 5.0%**. L'obiettivo di crescita fissato dal Governo ("intorno al 5%") sembra ora essere più distante, ma riteniamo che il Governo adotterà tutte le misure necessarie per raggiungerlo. **La riunione del Politburo di fine luglio potrebbe essere un'occasione per annunciare nuove politiche di sostegno alla crescita**.

In giugno le vendite di case hanno registrato un miglioramento



## 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	2,2	1,7	4,1	3,1	2,3	5,38	4,88	4,13
Area Euro	0,6	0,8	1,2	5,5	2,3	2,1	4,50	3,75	3,00
Giappone	1,8	0,0	1,2	3,2	2,8	2,2	-0,10	0,25	0,50
Cina	5,2	5,0	4,6	0,2	0,7	1,5	2,50	2,40	2,40

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 storicamente contenute e, in termini relativi rispetto a quelle USA, l'Europa tratta ad un mercato sconto. Il momentum ciclico sta migliorando e questo supporta la nostra attesa che il percorso di crescita sequenziale degli utili si rafforzi nei trimestri a venire. Per quanto la situazione politica francese sia ancora incerta, le recenti elezioni hanno scongiurato maggioranze supportate da partiti più estremi. Il mercato UK presenta valutazioni attraenti e post-elezioni ci sembra un'area dove la percezione del contesto istituzionale e politico possa migliorare.

Riduciamo a neutrale l'investimento nel mercato azionario USA perché le valutazioni si stanno avvicinando ad un livello che sconta una dinamica favorevole degli utili non solo per il 2024 ma anche per il prossimo anno. Sul fronte macro e dei fondamentali aziendali non vediamo condizioni che ci fanno pensare ad una fase di contrazione importante delle valutazioni, ma dopo un prolungato periodo di movimento al rialzo degli indici e di costante sovrappeso nei portafogli riduciamo un po' l'esposizione all'approssimarsi di livelli valutativi più pieni.

Siamo neutrali sul Giappone dopo i forti rialzi dei mesi scorsi perché pensiamo che nel breve periodo i progressi di natura fondamentale siano in parte riflessi nelle valutazioni e nel posizionamento di mercato già relativamente favorevole alle azioni giapponesi. In un'ottica di più lungo periodo continuiamo a vedere il mercato giapponese caratterizzato da valutazioni che possono ulteriormente aumentare e utili in crescita, grazie al rialzo delle aspettative di inflazione, al percorso di ristrutturazione dei bilanci e all'aumento della spesa per investimenti.

Continuiamo a mantenere un posizionamento neutrale nei confronti dei paesi azionari dell'area emergente. Le valutazioni risultano attraenti sia in una ottica storica che relativamente agli altri blocchi geografici, in particolare verso i mercati dei paesi sviluppati. La presenza di rischi geopolitici specifici e l'attesa di interventi più mirati da parte delle autorità cinesi ci lascia però con un approccio più attendista e selettivo a livello di paese.



## MERCATI OBBLIGAZIONARI



L'avvio dell'azione espansiva da parte della BCE e l'avvicinarsi dell'inizio dei tagli dei tassi della Fed hanno portato una fase di stabilizzazione dei tassi, in un range non stretto ma in generale di più corretta valutazione. Riduciamo la nostra esposizione al comparto governativo a favore della componente *investment grade*, ma continuiamo ad avere un'opinione favorevole all'investimento nei titoli di stato. L'ampliamento dello *spread* OAT - Bund riflette l'evoluzione dei fondamentali fiscali francesi e in misura molto limitata un premio per il rischio politico.

La stabilizzazione dei tassi di interesse, l'evoluzione macro e della politica monetaria supportano una maggiore esposizione all'extra-rendimento offerto del segmento *investment grade*. Gli *spread* sono relativamente contenuti ma il rendimento totale è attraente e il credito di qualità rimane il segmento che preferiamo nell'ambito del rischio di credito societario insieme a quello della subordinazione finanziaria. La scelta è legata anche al forte contributo del tasso base e alla riduzione del sovrappeso azionario.

I tassi di default sono ancora relativamente contenuti, nonostante l'impatto sui crediti di qualità inferiore di un aumento del costo del capitale. Preferiamo evitare i rischi connessi sulle frange più fragili di un periodo prolungato di tassi elevati e favoriamo l'assunzione di rischio ciclico attraverso la componente azionaria fin quando gli utili sono solidi e si dimostrano in grado di battere le stime.

Manteniamo un posizionamento neutrale nei confronti dei paesi emergenti. A fronte di un carry generoso, il quadro macro più misto, il processo disinflattivo meno lineare e l'avvicinarsi delle elezioni USA (con impatto differenziato tra i vari paesi) rappresentano fattori di volatilità e di maggiore selettività. Abbiamo una posizione di favore nei confronti dei bond indiani.

## RIDUCIAMO L'ESPOSIZIONE AL RISCHIO AZIONARIO AGLI ATTUALI LIVELLI VALUTATIVI

**Manteniamo il sovrappeso azionario** perché riteniamo che gli utili continuino a seguire una traiettoria di crescita sequenziale favorevole. **Pensiamo che questa crescita**, gradualmente, possa estendersi a settori ed aree geografiche che finora hanno registrato performance inferiori rispetto al comparto tecnologico e agli Stati Uniti.

**Riduciamo tuttavia a neutrale il posizionamento verso il mercato azionario USA**, dopo un lungo periodo di sovrappeso, in quanto **riteniamo che le valutazioni attuali riflettano la crescita attesa degli utili oltre l'orizzonte annuale**. Le prospettive di crescita degli utili nel settore tecnologico rimangono elevate, ma il picco potrebbe essere stato raggiunto tra l'ultimo trimestre del 2023 e il primo del 2024. Siamo ancora positivi sui fondamentali delle aziende americane, ma vediamo meno spazio per sorprese positive rispetto alle attuali stime degli analisti.

In Europa, invece, rimaniamo in sovrappeso. I multipli sono più bassi e **ci aspettiamo un miglioramento degli utili nella seconda parte dell'anno**. Le elezioni europee e quelle anticipate in Francia hanno introdotto una certa incertezza politica. Tuttavia, la consultazione elettorale francese ha evitato scenari estremi, migliorando il clima di mercato. Vediamo favorevolmente anche il mercato britannico, dove le elezioni hanno portato a un quadro politico più stabile in un contesto di valutazioni che trattano ad uno sconto significativo.

L'esposizione al Giappone **resta neutrale sebbene l'uscita dalla deflazione**, il miglioramento della redditività aziendale e le riforme di corporate governance siano ancora elementi di supporto. Di contro, la possibile volatilità causata dalle variazioni di politica monetaria e dall'indebolimento del cambio **rappresentano possibili elementi di vulnerabilità**.

**Continuiamo a mantenere una posizione neutrale nei confronti dei mercati emergenti**. Le valutazioni sono attraenti sia storicamente che rispetto ad altri mercati sviluppati. Le condizioni macroeconomiche stanno evolvendo favorevolmente, nonostante la volatilità elettorale. Tuttavia, **ci sono elementi di preoccupazione**, soprattutto riguardo alla Cina, con problemi interni nel settore immobiliare e tensioni geopolitiche.

Infine, dal punto di vista settoriale e tematico, abbiamo posizioni attive limitate in questa fase. Tuttavia stiamo gradualmente affiancando alla tecnologia componenti più cicliche e value, supportate dalle aspettative di una maggiore crescita degli utili nei prossimi trimestri.

## POSITIVI SUL CREDITO DI MAGGIORE QUALITÀ

Sul fronte obbligazionario **abbiamo aumentato a sovrappeso l'esposizione nelle emissioni societarie *investment grade* e nei subordinati finanziari.** Siamo dell'idea che i tassi di interesse siano in una fase di sostanziale stabilizzazione e che il quadro ciclico complessivo sia di supporto pur in assenza di una riaccelerazione. L'avvicinarsi della riduzione dei tassi da parte della Fed e una minore assunzione del rischio azionario **ci porta a privilegiare lato *bond* fonti di extra-rendimento rispetto ai titoli di stato, nell'ambito di un'elevata qualità delle emissioni.**

Stiamo osservando un rallentamento graduale della crescita e dell'inflazione negli Stati Uniti, che si allinea con le nostre previsioni. La possibilità di ulteriori rialzi dei tassi **sembra ormai remota** e si prospetta addirittura un'azione espansiva entro l'anno. Questo ha riportato i rendimenti dei Treasury decennali verso livelli più prossimi alla corretta valutazione. Tuttavia, con l'avvicinarsi delle elezioni in autunno e la maggiore dipendenza dai dati economici, i Treasury restano soggetti a volatilità, anche in un contesto di stabilizzazione dei tassi. Per questo motivo, **manteniamo un approccio neutrale.**

La recente introduzione di un premio per il rischio negli *spread* francesi, dovuto alle elezioni anticipate, rifletteva principalmente il timore di un peggioramento delle finanze pubbliche e del rating. **Non ci aspettiamo una compressione significativa dagli attuali livelli, né turbolenze oltre la normale volatilità negli spread periferici.** Secondo le nostre stime, il Bund decennale è nella parte superiore del range di valutazione corretta, tra il 2,3% e il 2,5%. La nostra decisione di ridurre a neutrale l'asset class è **guidata dalla ricerca di fonti aggiuntive di rendimento e da un parziale trasferimento del budget di rischio dall'azionario verso il credito di alta qualità.**

Nonostante la parziale riduzione dell'investimento nei titoli di stato, continuiamo a considerarli favorevolmente, data l'evoluzione dell'inflazione e della politica monetaria, oltre ai livelli assoluti raggiunti dai tassi di remunerazione.

Abbiamo dunque **incrementato l'esposizione verso il credito di alta qualità,** mantenendo una preferenza per i subordinati finanziari, che offrono rendimenti elevati e una qualità degli emittenti superiore. Nonostante gli *spread* siano contenuti, i tassi attraenti e la qualità delle emissioni aiutano a mitigare la volatilità.

Il segmento *high yield* **continua a offrire una combinazione di tassi attraenti e spread stretti,** con tassi di *default* contenuti e concentrati nelle fasce più speculative

**Manteniamo una posizione neutrale anche nei confronti dei paesi emergenti.** Sebbene il rendimento totale sia interessante, il quadro macroeconomico è misto, con un processo di disinflazione non lineare e l'avvicinarsi delle elezioni USA che introduce volatilità.

## 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](http://www.fideuramispbsgr.it)

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

