



LA VIEW DI FIDEURAM ASSET MANAGEMENT

EDIZIONE 09.2024

SCENARIO MACROECONOMICO

Durante l'estate è divenuto più evidente il deterioramento del mercato del lavoro negli USA, in particolare nei dati di luglio, che hanno contribuito alle forti (ma temporanee) tensioni sui mercati a inizio agosto. A nostro avviso questo aggiustamento è una normalizzazione della domanda di lavoro (molto forte in precedenza) e non l'inizio di una correzione che porti ad una recessione, poiché gli indicatori di domanda per gli USA rimangono ancora vivaci. Ci aspettiamo pertanto che la Fed avvii il ciclo dei tagli con un ribasso di 25 pb nella prossima riunione di settembre, seguito da altri due tagli (sempre di 25 pb) nelle successive due riunioni dell'anno. Un'altra novità importante emersa durante l'estate è stata la dinamica più debole della crescita in Cina, in assenza di un supporto significativo da parte delle autorità. Sul fronte politico, il ritiro del Presidente Biden ha nuovamente riaperto la corsa per la Casa Bianca e l'esito delle elezioni di novembre risulta ora decisamente più incerto rispetto a luglio.

MERCATI AZIONARI



Dopo la correzione di agosto, in cui abbiamo tatticamente aumentato l'esposizione, con il rapido recupero dei mercati su livelli prossimi ai massimi riportiamo a neutrale l'esposizione all'asset class azionaria. Sebbene il nostro scenario di riferimento contempli un rallentamento e non una recessione, l'incertezza macroeconomica sul percorso dell'economia USA è aumentata. Anche in caso di conferma dello scenario di soft landing, riteniamo più plausibile un ampliamento del mercato, con un maggiore orientamento verso i settori value e ciclici, più che un significativo upside degli indici. Sebbene la crescita degli utili nel settore tecnologico rimanga superiore rispetto al resto del mercato, il divario favorevole rispetto agli altri settori si sta riducendo.

Nell'ambito di una neutralità per tutte le aree geografiche, manteniamo un moderato favore per il mercato inglese per ragioni valutative, migliore impostazione politico-istituzionale e posizionamento ancora contenuto degli investitori. Il posizionamento settoriale e tematico rimane diversificato e con rischi attivi contenuti, può essere modificato prospetticamente a favore delle componenti più value e cicliche, con inclusione delle capitalizzazioni inferiori, qualora il quadro macro dimostrasse continuità.



MERCATI OBBLIGAZIONARI



Si mantiene una duration leggermente superiore rispetto ai benchmark, con una preferenza per il rischio di credito di alta qualità, attraverso obbligazioni societarie investment grade e titoli subordinati del settore finanziario. La posizione sui titoli di Stato è compresa tra neutrale e lievemente sovrappeso, sulla base dell'ipotesi che i tassi d'interesse si stabilizzino su livelli inferiori rispetto ai mesi precedenti, offrendo una diversificazione nel caso di un peggioramento del quadro macroeconomico più marcato del previsto, e nonostante la curva dei rendimenti statunitensi rifletta già un ciclo significativo di ribassi entro la fine del 2025. L'esposizione nei segmenti investment grade e nelle obbligazioni subordinate consente di posizionarsi in una parte della curva dei tassi relativamente protetta dalle variazioni delle attese della politica monetaria, offrendo al contempo un extra-rendimento interessante rispetto ai titoli di Stato. Complessivamente, l'esposizione al rischio di credito rimane contenuta, con un approccio prudente nei confronti del segmento high yield e una posizione neutrale sui mercati emergenti.



USA: INIZIA IL CICLO DEI TAGLI DELLA FED

La dinamica di crescita si mantiene robusta, grazie alla spinta dei consumi privati: la crescita del PIL ha accelerato al 3% t/t annualizzato nel secondo trimestre, ma dal terzo attendiamo una decelerazione al 2% e una prosecuzione di questi ritmi a fine anno. Il mercato del lavoro ha infatti mostrato convincenti segnali di rallentamento, confermati anche dai dati di agosto (la media mobile a tre mesi della crescita degli addetti è passata da quasi 270 mila unità in marzo a 116 mila in agosto). Anche la dinamica di inflazione ha rallentato durante l'estate: sebbene vi sia stata un'accelerazione dei prezzi "core" ad agosto, in parte attesa, è risultata concentrata in alcune voci specifiche. La Fed nella riunione di settembre, avendo preso atto della riduzione dei rischi al rialzo per i prezzi e dell'aumento di quelli al ribasso per l'occupazione, inizierà il percorso di taglio dei tassi: attendiamo 25 pb di tagli in ogni riunione da settembre a fine anno.

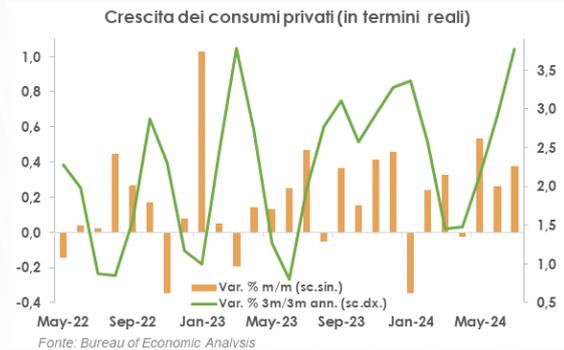
AREA EURO: PROSEGUE LA RIPRESA TRA PROBLEMI CICLICI E STRUTTURALI

La ripresa ha difficoltà a consolidarsi e a superare il ritmo dello 0.2% t/t, a causa della debolezza sia della domanda interna sia del canale estero. Le Olimpiadi dovrebbero avere fornito un supporto temporaneo alla crescita del terzo trimestre, ma il rallentamento della fiducia delle imprese durante l'estate solleva il rischio che la crescita rallenti o ristagni tra fine 2024 e inizio 2025. Il settore manifatturiero continua infatti a soffrire per i cambiamenti strutturali che stanno interessando i settori energivori e dell'auto. L'inflazione è scesa al 2.2% ad agosto: la crescita dei prezzi dei servizi si mantiene forte, ma il calo del petrolio e la debolezza della domanda interna supporteranno il rientro all'obiettivo nel 2025. La BCE a settembre ha tagliato ancora il tasso sui depositi di 25 pb, come da attese, e sembra voler continuare a tagliare una volta a trimestre.

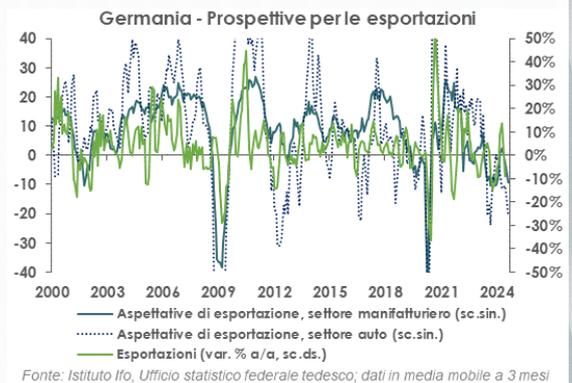
CINA: IN ATTESA DI MAGGIORE SUPPORTO DALLA POLITICA ECONOMICA

Dopo l'accelerazione nel primo trimestre, la crescita del PIL è risultata più debole delle attese nel secondo, passando dal 6.1% al 2.8% annualizzato. Le indicazioni finora disponibili per luglio e agosto inoltre evidenziano che la debolezza dell'attività economica sembra essere proseguita anche nel trimestre in corso. In agosto la fiducia delle imprese del settore manifatturiero ha subito un ulteriore calo e risulta sotto 50 ormai da 4 mesi. Alla luce di questi dati abbiamo rivisto al ribasso la nostra previsione di crescita per il 2024 dal 5.2% al 4.7%, al di sotto dell'obiettivo del Governo. In risposta alla debolezza della domanda interna la PBoC ha tagliato i tassi in misura più aggressiva delle attese a fine luglio (20 pb sul tasso MLF a 1 anno). Ci attendiamo un ulteriore taglio dei tassi e della riserva obbligatoria entro fine anno.

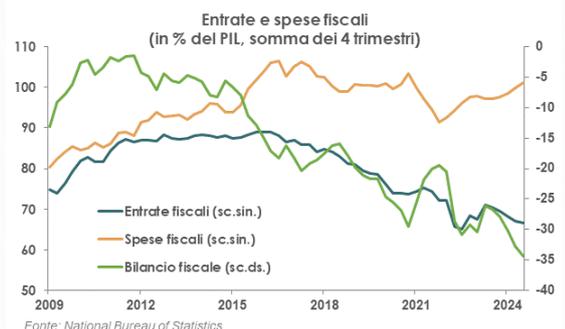
I consumi privati hanno nuovamente accelerato negli ultimi mesi



La Germania soffre il rallentamento del commercio di beni a livello mondiale e la concorrenza della Cina



L'accelerazione della spesa pubblica è principalmente finanziata dall'indebitamento



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	2,6	1,9	4,1	2,9	2,2	5,38	4,63	3,63
Area Euro	0,5	0,8	1,0	5,5	2,4	2,1	4,50	3,75	2,75
Giappone	1,7	0,1	1,1	3,2	2,6	2,1	-0,10	0,25	0,50
Cina	5,2	4,7	4,5	0,2	0,7	1,5	2,50	2,20	2,10

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

* Previsioni Fideuram Asset Management

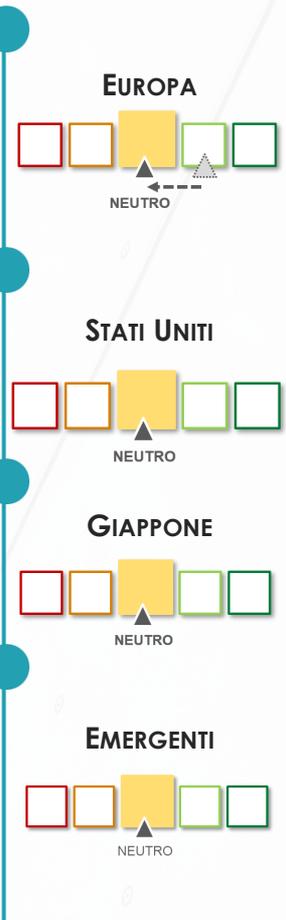
MERCATI AZIONARI

Le valutazioni sono relativamente contenute e, in termini relativi rispetto a quelle USA l'Europa tratta ancora ad uno sconto significativo. Per quanto l'evoluzione ciclica sia meno brillante di quanto non si prevedesse, si ritiene che il ciclo dei profitti possa rafforzarsi nei trimestri a venire. Viene mantenuta la preferenza per il mercato inglese, dove le valutazioni appetibili si affiancano al miglioramento della percezione del contesto istituzionale e politico. Dal punto di vista settoriale le banche confermano la prospettiva di continuità della crescita degli utili, nonostante il minore contributo atteso del margine di interesse, mentre le valutazioni sono ancora attraenti.

Le valutazioni sono prossime a livelli che scontano una dinamica favorevole degli utili non solo per il 2024 ma anche per gran parte del prossimo anno. Per i trimestri più vicini si continua a vedere un percorso di crescita favorevole dei profitti, mentre le stime per il 2025 (vicine al 15%) appaiono sfidanti. Pur ritenendo che l'economia americana sia in una fase di rallentamento e non di prossimità ad un momento recessivo, l'incertezza macro è aumentata.

Siamo neutrali sul Giappone dopo i forti rialzi dei mesi scorsi perché si ritiene che nel breve periodo i progressi di natura fondamentale siano in gran parte già riflessi nelle valutazioni e nel posizionamento di mercato. Anche i movimenti valutari, con l'azione restrittiva della BoJ in controtendenza alle altre Banche Centrali, creano un ulteriore elemento di volatilità sul mercato.

Pur mantenendo cautela, si ritiene che la performance relativa cinese possa essere più in linea con il resto degli emergenti, dopo la sottoperformance degli ultimi anni. Le valutazioni si sono contratte molto e permane l'aspettativa di ulteriore stimolo da parte delle autorità. Tuttavia, per avere una fase più favorevole occorre un miglioramento dei profitti. Sebbene lo scenario di soft landing sia compatibile con un certo grado di indebolimento del dollaro restano le incertezze politiche qualora le elezioni americane aprissero la strada ad un aumento delle tariffe sugli scambi commerciali.



MERCATI OBBLIGAZIONARI

GOVERNATIVO



Il peso dei titoli di stato è tra il neutrale e il lieve sovrappeso nell'idea che i tassi siano in un range inferiore a quello dei mesi passati e possano diversificare il rischio azionario qualora il quadro macro peggiorasse più di quanto non ci si aspetti. Tuttavia, la curva USA sconta già un significativo percorso di normalizzazione della politica monetaria da qui alla fine del 2025. In Area Euro l'equilibrio della struttura di tasso si è abbassata rispetto ai mesi scorsi grazie alla riduzione dell'inflazione, all'avvio della fase di tagli da parte della BCE e la maggiore incertezza macroeconomica. Complessivamente, il nostro scenario ciclico di riferimento che non contempla una imminente recessione non fa pensare ad una significativa ulteriore discesa dei rendimenti.

CORPORATE



Il rendimento totale offerto dal comparto delle obbligazioni societarie di alta qualità è ancora attraente grazie al tasso base, che conferisce un certo grado difensività all'asset class, anche in condizioni macro più incerte, e al contributo degli spread che, per quanto relativamente stretti, rimangono in grado di offrire un extra-rendimento rispetto ai titoli di stato in uno scenario macroeconomico di tenuta ciclica, sia pure con la crescita in moderazione.

HIGH YIELD



Manteniamo in sottopeso l'asset class e ricerchiamo il carry attraverso componenti di maggiore qualità e maggiore sensibilità al tasso base. I tassi di default, nonostante l'impatto sui crediti di qualità inferiore di un aumento del costo del capitale, sono ancora relativamente contenuti, ma le valutazioni sono strette e vi è vulnerabilità al deterioramento macro e a uno scenario di maggiore volatilità.

EMERGENTI



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 un aumento sostanziale del rischio. Sul fronte valutario, per quanto uno scenario di soft landing sia compatibile con un certo grado di indebolimento del dollaro, dobbiamo tenere conto dell'incertezza sul fronte politico qualora le elezioni americane aprissero la strada ad un aumento delle tariffe sugli scambi commerciali. Abbiamo una posizione di favore nei confronti dei bond indiani.

RIPOSIZIONAMENTO NEUTRALE IN ATTESA DI MAGGIORE VISIBILITÀ MACROECONOMICA

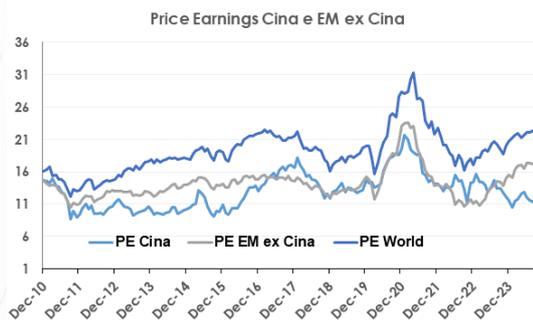
Viene riportata a **neutrale** l'esposizione azionaria complessiva e verso le principali aree geografiche, dopo averla tatticamente incrementata a seguito della forte e improvvisa correzione di inizio agosto.

Il percorso dell'economia statunitense sembra andare verso un **rallentamento e non una recessione, con un possibile "atterraggio morbido" (soft landing)** che potrebbe essere agevolato dall'avvio di una fase espansiva da parte della Fed. Tuttavia, le attuali valutazioni dei mercati riflettono già uno scenario positivo, e le stime sugli utili per il 2025 appaiono molto elevate e difficili da superare.

In termini settoriali, si mantengono **posizioni attive limitate**, ma lo scenario macroeconomico supporta un **graduale ampliamento verso componenti che hanno accumulato un divario di performance e valutazioni rispetto alle mega capitalizzazioni di mercato growth**. Sebbene il mercato abbia avviato questa rotazione, appare necessaria ancora una maggiore visibilità sul quadro macro per dare maggiore forza e continuità a questa fase, con le elezioni negli Stati Uniti che rappresentano un ulteriore elemento di incertezza.

Il posizionamento nei confronti dell'Europa è stato riportato a **neutrale**. Le valutazioni a sconto rispetto agli Stati Uniti e la riduzione del differenziale di utili nei prossimi trimestri restano fattori a supporto, ma l'incertezza macroeconomica e politica hanno smorzato lo slancio della revisione degli utili. Si continua a mantenere una **leggera preferenza per il mercato del Regno Unito**, che si distingue per valutazioni attraenti ed una migliore percezione del contesto istituzionale e politico. Il mercato giapponese, dopo un **primo semestre positivo**, ha subito una correzione a inizio agosto ed è ora in **fase di consolidamento**. La restrizione monetaria da parte della Banca del

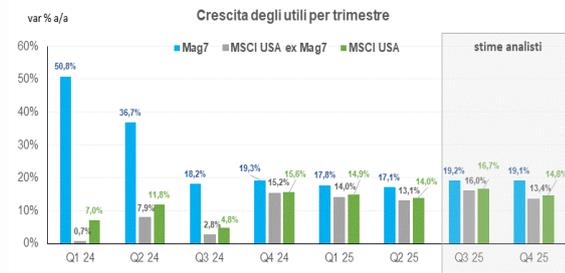
Per gli emergenti le valutazioni continuano a essere interessanti tuttavia l'incertezza macroeconomica negli Stati Uniti e la vulnerabilità a episodi di volatilità richiedono un approccio selettivo



Fonte: LSEG, MSCI, Fideuram Asset Management

Tuttavia, l'incertezza macroeconomica negli Stati Uniti e la vulnerabilità a episodi di volatilità richiedono un approccio selettivo. La Cina rimane un caso particolare: nonostante valutazioni più attrattive, gli sforzi dei policy makers **non hanno ancora prodotto miglioramenti convincenti su economia e profitti**, e il sostegno ai corsi azionari richiede ulteriori stimoli.

Le prospettive di crescita degli utili vedono un ampliamento verso componenti che hanno accumulato un divario di performance rispetto alle mega cap growth



Fonte: Factset, Fideuram Asset Management

CREDITO DI ELEVATA QUALITÀ IN ATTESA IN ATTESA DEI TAGLI DEI TASSI

Lato obbligazionario si mantiene **una duration un po' superiore a quella dei benchmark**, con la preferenza per l'assunzione di rischio di credito di alta qualità data dalle obbligazioni societarie investment grade e dalla subordinazione finanziaria.

L'approssimarsi di **un taglio dei tassi da parte della Fed** ha modificato il range di valutazione dei tassi USA. Il mercato ha rimosso lo scenario di **una stretta monetaria** e ha introdotto quello recessivo come **scenario di rischio con probabilità moderata**. Tuttavia, lo scenario centrale riflette una significativa normalizzazione della politica monetaria. I tassi governativi statunitensi ed europei mantengono tuttavia la capacità di **diversificare il rischio azionario, qualora l'atterraggio dell'economia risultasse più difficile del previsto**. Al contrario, vi è margine per un **irripidimento della curva in caso di un soft landing** e di una **riduzione dei tassi da parte della Fed**, soprattutto in vista delle elezioni USA. Per questo si preferisce un posizionamento neutrale con un focus sulla parte breve-intermedia della curva.

Anche per i tassi core europei, si osserva una **riduzione del livello di equilibrio** a causa **dell'attenzione della BCE alla tenuta ciclica**. Tuttavia, non si prevedono significative discese dei tassi senza uno **shock economico**, considerando il già rilevante **easing monetario**. Gli spread periferici, sebbene trattino a livelli inferiori rispetto ai fondamentali, **offrono ancora un carry attraente**, soprattutto sulla parte breve-media della curva. In Europa, lo spazio per un irripidimento dei tassi a lungo termine è minore rispetto agli Stati Uniti.

Si conferma un posizionamento positivo verso il **credito di alta qualità e le emissioni finanziarie subordinate**. Il miglioramento continuo della qualità del credito e l'aumento dell'offerta riflettono la volontà delle aziende di rifinanziarsi in vista del 2025, approfittando del **calo dei tassi**. Questo segmento, caratterizzato da una forte componente di tasso base, offre **difesa in caso di un peggioramento macroeconomico** e rimane interessante nonostante **spread stretti**. Si conferma anche la preferenza per il comparto finanziario senior e subordinato, grazie a **valutazioni interessanti** e alla **qualità degli emittenti**.

Si mantiene un sottopeso **nell'asset class high yield**, che appare **più esposta a volatilità e all'effetto ritardato dei tassi elevati sull'economia**. Nei mercati emergenti si adotta un approccio neutrale e selettivo. Si conferma inoltre l'esposizione ai bond indiani.

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**

