



LA VIEW DI FIDEURAM ASSET MANAGEMENT

EDIZIONE 02.2024

SCENARIO MACROECONOMICO

Le notevoli sorprese al rialzo nell'andamento dell'occupazione e, soprattutto, dell'inflazione negli USA nel mese di gennaio hanno decisamente ridimensionato le aspettative di mercato riguardo alla tempistica dei tagli dei tassi da parte della Fed nel corso dei prossimi mesi (e all'entità complessiva di questi tagli nel corso del 2024). Il nostro caso base prospetta ora un primo taglio della Fed nella riunione di giugno, invece di quella di maggio, ma si deve sottolineare che lo scenario è divenuto più incerto e il rischio di un'ulteriore dilazione dei tagli è tutt'altro che trascurabile. Non abbiamo invece modificato le nostre attese per quanto riguarda la BCE e continuiamo a prevedere un primo taglio dei tassi nella riunione di giugno. Segnaliamo infine che la fase di moderata deflazione in Cina sta risultando più prolungata del previsto, ma dovrebbe essere prossima al termine.

MERCATI AZIONARI



Manteniamo le azioni in sovrappeso perché gli utili societari crescono sequenzialmente e le società hanno mantenuto capacità di battere le stime anche nell'ultima stagione. Le valutazioni nel complesso non sono basse e, nello specifico, quelle del settore tecnologico relativamente alte; tuttavia, la resilienza dell'economia e degli utili e un range dei tassi più stretto e inferiore allo scorso anno suggeriscono una tenuta delle valutazioni.

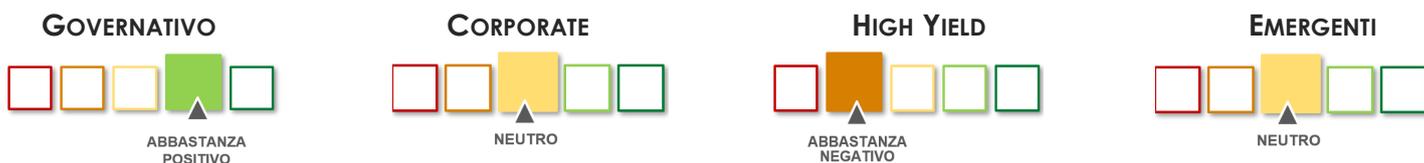
Confermiamo la preferenza verso i mercati con i migliori fondamentali: gli USA per la composizione dell'indice e la crescita attesa dei profitti; il Giappone, per il processo di uscita dall'inflazione e il miglioramento della redditività aziendale tramite anche politiche di *corporate governance* più favorevoli agli azionisti. Siamo neutrali sui mercati azionari europei ed emergenti. Dal punto di vista tematico, manteniamo l'esposizione alle componenti tecnologiche ma crediamo probabile un allargamento della leadership di mercato anche a favore delle componenti più *value*, grazie alle buone condizioni macroeconomiche e difensive come il settore farmaceutico e il tema dei *dividend aristocrats*.



MERCATI OBBLIGAZIONARI



I portafogli hanno una duration superiore a quella dei *benchmark* di riferimento e con spazi di incremento dell'esposizione in caso di ulteriore rialzo dei rendimenti. Pensiamo che il percorso di graduale discesa dell'inflazione limiti il potenziale di rialzo dei tassi lasciando spazio alle banche centrali di avviare in corso d'anno una fase di ribasso dei tassi ufficiali. Confermiamo la preferenza per il settore governativo, sia USA che europeo, e di sottopeso nei comparti di credito, soprattutto nei segmenti di minore qualità o di più elevata volatilità. Nel comparto del credito societario favoriamo pertanto il comparto *investment grade* (con inclusione del settore finanziario).



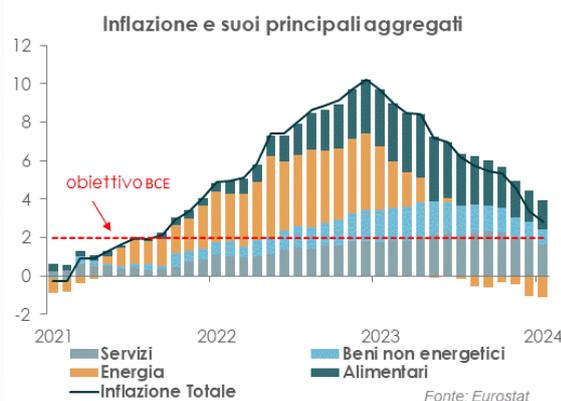
USA: NARRATIVE CONTRASTANTI PER LO SCENARIO DI BREVE PERIODO

La crescita del PIL nel secondo semestre del 2023 ha accelerato, congiuntamente con una significativa riduzione dell'inflazione *core*. I dati sull'occupazione di gennaio (oltre 350 mila nuovi addetti) sono inoltre risultati molto più forti delle attese. Anche l'inflazione ha però sorpreso al rialzo in gennaio, mentre le vendite al dettaglio sono risultate più deboli del previsto. Lo scenario di breve periodo risulta pertanto ancora piuttosto incerto ed appare probabile che ancora qualche mese sia necessario perché la Fed possa avere sufficiente confidenza sul rientro stabile dell'inflazione all'obiettivo del 2% per decidere di avviare il processo di allentamento della restrizione monetaria. Abbiamo pertanto **spostato dalla riunione di maggio a quella di giugno il primo taglio dei tassi da parte della Fed**. I rischi rispetto a questo scenario centrale sono nella direzione di un avvio ancora più ritardato dei tagli dei tassi.

AREA EURO: DOVE VOLANO LE COLOMBE

Le indicazioni di ripresa della crescita continuano a restare **modeste** e si basano sulla tenuta del mercato del lavoro e sul recupero dei consumi, grazie alla discesa dell'inflazione e agli aumenti dei salari. Nello scorso trimestre, infatti, pur in presenza di una crescita nulla, l'occupazione è cresciuta ancora e il tasso di disoccupazione è rimasto stabile al minimo storico del 6.4%. **A gennaio l'inflazione, sia totale sia core, è scesa ancora di un decimale (rispettivamente al 2.8% e 3.3%)**. Lo scenario favorevole per le attese sui prezzi dei beni energetici agevola il rientro dell'inflazione all'obiettivo del 2% nei prossimi trimestri. La BCE continua però a ribadire di voler vedere maggiore evidenza sulla dinamica salariale prima di avviare i tagli, pertanto **il mercato ha ridimensionato le attese di un primo taglio dei tassi già ad aprile**, con la probabilità scesa al 50% da più dell'80% un mese fa.

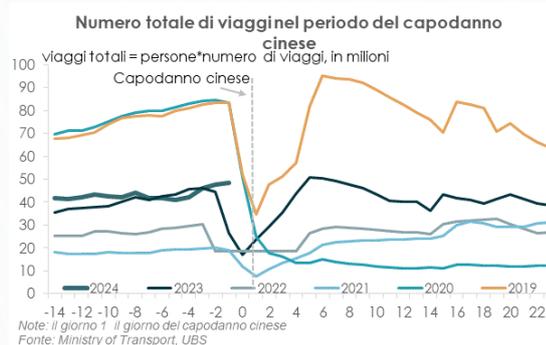
La discesa dell'inflazione è stata sostenuta soprattutto dal sensibile calo dei prezzi dei beni (energetici e non)



CINA: L'OMBRA DELLA DEFLAZIONE

In gennaio si è assistito ad un peggioramento della deflazione con la variazione dei prezzi passata dal -0.3% al -0.8% a/a, con il maggior contributo negativo da parte degli alimentari in parte a causa di uno sfavorevole effetto base legato al Capodanno cinese. **Nel corso dell'anno ci attendiamo il ritorno dell'inflazione**, con il tasso medio per il 2024 rivisto però al ribasso dallo 0.9% allo 0.7%. La forte crescita del credito al sistema economico in gennaio conferma l'orientamento accomodante della politica monetaria come ribadito dal Rapporto Trimestrale di politica monetaria della PBoC. La maggior parte delle province ha annunciato un obiettivo di crescita non inferiore al 5%; pertanto, ci attendiamo che anche l'obiettivo nazionale per il 2024 sarà intorno al 5%.

Aumento della mobilità delle persone alla vigilia del Capodanno cinese



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	2,1	1,7	4,1	2,8	2,3	5,38	4,38	3,38
Area Euro	0,5	0,5	1,3	5,5	2,4	2,1	4,50	3,25	2,50
Giappone	1,9	0,7	1,2	3,2	2,3	1,9	-0,10	0,00	0,00
Cina	5,2	4,9	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 a livelli minimi rispetto agli USA e riflettono una condizione macroeconomica meno salutare e una crescita sequenziale dei profitti più debole, anche per il diverso mix settoriale e il minore peso della tecnologia. L'andamento dei profitti dovrebbe però migliorare in corso d'anno e pensiamo che nei prossimi trimestri ci potrà essere una fase più favorevole per le azioni europee una volta che sarà più chiaro il punto di svolta degli utili.

Il mercato USA rimane favorito per la maggiore qualità delle società e per l'andamento dei profitti che fino ad ora si sono rivelati migliori delle attese e che si prevede continuo a crescere nei trimestri a venire, grazie anche al forte contributo del settore tecnologico. Le valutazioni più alte limitano il potenziale di crescita del mercato e per questo, in aggiunta al favore per le componenti *growth* e tecnologiche, abbiamo allargato l'esposizione anche verso componenti più *value* e verso settori più difensivi (farmaceutico, dividend aristocrats).

Abbiamo una posizione di sovrappeso per via del *mix* di valutazioni attraenti e del rialzo degli utili attesi. I progressi previsti in Giappone sono funzione di elementi ciclici (rialzo delle aspettative di inflazione e della redditività del settore finanziario grazie all'allentamento del controllo della curva da parte della BoJ) e strutturali (ristrutturazione dei bilanci e aumento degli investimenti). Se confermata oltre l'orizzonte ciclico, l'uscita dalla deflazione può rappresentare un elemento di supporto di lungo periodo per il mercato, che si affianca alle riforme di corporate governance.

Le valutazioni sono attraenti ma il trend disinflazionistico, la bassa fiducia dei consumatori e le difficoltà del settore immobiliare in Cina si traducono in continue revisioni al ribasso delle stime di crescita degli utili. Manteniamo un approccio neutrale nei confronti *dell'asset class*, in attesa di segnali di efficacia delle manovre dei *policy makers* cinesi.

EUROPA



STATI UNITI



GIAPPONE



EMERGENTI



MERCATI OBBLIGAZIONARI

GOVERNATIVO



CORPORATE



HIGH YIELD



EMERGENTI



Manteniamo un sovrappeso di *duration* perché riteniamo che le banche centrali ridurranno i tassi nei prossimi trimestri, al di là della volatilità di breve periodo indotta dai dati congiunturali. Vediamo l'area di corretta valutazione del *Bund* a 10 anni a ridosso del 2,5% e quella del *Treasury* a 10 anni intorno a 4,4% e sopra questi livelli valutiamo l'opportunità di un ulteriore aumento dell'esposizione ai titoli di stato. Gli *spread* periferici europei sono nella parte bassa del *range* di corretta valutazione ma l'attuale evoluzione macro non ci appare compatibile con un loro brusco allargamento, quantomeno nel breve periodo.

Il settore *investment grade* rimane quello che preferiamo nell'ambito del rischio di credito societario, anche se gli *spread* sono relativamente contenuti e non lasciano spazi significativi di ulteriore riduzione da questi livelli. Tuttavia, il rendimento complessivo è attraente, la qualità del credito elevata e vediamo favorevolmente anche l'esposizione alle emissioni del settore finanziario.

Siamo sottopeso per riflettere il rischio di un impatto sui crediti di qualità inferiore di un aumento del costo del capitale. I rendimenti attesi sono attraenti su base storica, e i tassi di default sono ancora contenuti, seppure in aumento. Tra gli *asset* rischiosi preferiamo l'esposizione alle azioni, almeno fino a quando le società continueranno a mostrare capacità di revisione al rialzo degli utili.

Siamo neutrali sugli emergenti sia in valuta forte che locale. Gli *spread* in valuta forte si collocano su un livello contenuto soprattutto nella componente *investment grade*. Nel segmento in valuta locale il mercato sconta già una dimensione corposa di tagli dei tassi, rispetto al rientro delle aspettative avvenuto in Europa e USA che rimangono le aree dove esprimiamo il sovrappeso obbligazionario.

IL BINOMIO CRESCITA ECONOMICA ED UTILI SOSTIENE I MERCATI

Come evidenziato dalla diffusione degli ultimi dati macro, la forza dell'economia americana **continua a sorprendere grazie alla forza dei consumi e ad un solido mercato del lavoro**, allontanando almeno nel breve periodo i rischi recessivi. Il percorso di discesa dell'inflazione prosegue, seppur in maniera meno rapida e lineare.

Queste prospettive cicliche che non solo restano **sostenute**, ma vengono anche riviste al rialzo, forniscono un **importante supporto al trend di crescita sequenziale degli utili**, con le società che mantengono nel complesso la capacità di battere le stime, come sta emergendo anche nell'ultima stagione degli utili in USA.

È pur vero che **le valutazioni non sono basse, ma nel breve periodo possono tenere** proprio grazie al contesto ciclico, alla prospettiva di riduzione dei tassi di interesse e al contributo degli utili del settore tecnologico.

Queste considerazioni **ci portano a confermare la struttura dell'esposizione azionaria che rimane in complessivo sovrappeso**, senza variazioni nelle preferenze geografiche. **Manteniamo il favore** sia verso il mercato USA, per la maggiore qualità delle società e per la dinamica di crescita dei profitti sia per il Giappone, grazie alla combinazione dei molteplici fattori tra i quali la prospettiva di **rimozione della politica di controllo della curva e il miglioramento della redditività** grazie all'uscita dalla deflazione e a politiche aziendali più favorevoli agli azionisti.

Sulle azioni europee, per le quali la *view* è neutrale, è iniziato un **graduale percorso di accumulo**.

Le valutazioni rimangono a sconto rispetto a quelle del mercato americano, ma a partire dalla seconda metà del 2024 **si evidenzia un punto di svolta per le stime degli utili e dei fatturati delle società**, parallelamente ad una crescita economica che dovrebbe migliorare.

Nessuna modifica per quanto riguarda l'approccio verso i mercati emergenti e cinese. L'esposizione **resta neutrale** in attesa di evidenze positive sugli effetti delle misure adottate dalle autorità cinesi, sul *trend* disinflattivo e sulle difficoltà del settore immobiliare.

EFFETTO ASPETTATIVE DI POLITICA MONETARIA SUI RENDIMENTI GOVERNATIVI

Durante il mese di gennaio i rendimenti dei titoli governativi sia americani che tedeschi si **sono mossi al rialzo**. Con questo movimento il mercato ha rivisto le tempistiche di avvio del percorso di riduzione dei tagli dei tassi che ad inizio anno si posizionavano già a partire dal mese di marzo.

In considerazione della sostanziale continuità dello scenario macroeconomico **non cambia** di conseguenza l'impostazione dell'esposizione obbligazionaria che vede **una preferenza per la parte di maggiore qualità**. Questo approccio si declina in un sovrappeso di esposizione nei confronti dei titoli di stato americani ed europei a fronte di una minore esposizione nel rischio di credito, all'interno del quale **continuiamo a preferire il segmento *investment grade***.

Sia per l'esposizione governativa americana che europea **valutiamo favorevolmente un eventuale aumento dell'esposizione in caso di ulteriore rialzo dei *bond yield***: vediamo l'area 4.4% per il *Treasury* a 10 anni e quella a ridosso del 2.5% per il *Bund* a 10 anni come primi livelli di interesse.

I segmenti di maggiore qualità restano i preferiti nell'ambito del credito societario, tuttavia gli *spread* sono particolarmente compressi. All'interno della complessiva neutralità per *l'asset class*, tra i vari segmenti creditizi **preferiamo quelli di qualità superiore, che presentano anche valutazioni più attrattive** (ad esempio in USA le *Mortgage Backed Securities* e in Europa il comparto finanziario).

Di contro continuiamo a ritenere **la parte speculativa (il segmento *High Yield*) quella più fragile ed esposta al progressivo incremento dei tassi di default**, che al momento restano comunque contenuti in chiave storica, **preferendo l'assunzione di rischio ciclico attraverso l'esposizione azionaria**.

Invariato anche il posizionamento neutrale verso l'obbligazionario emergente, sia in valuta forte che locale. Il livello relativamente contenuto degli *spread* lascia spazi complessivamente **limitati** di ulteriore compressione, mentre la **buona performance** realizzata dalle divise locali nei mesi scorsi ci lascia più **favorevoli** verso altri segmenti del reddito fisso caratterizzati da maggiore qualità e minore 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

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

