

LA VIEW DI FIDEURAM ASSET MANAGEMENT

EDIZIONE 01.2024

SCENARIO MACROECONOMICO

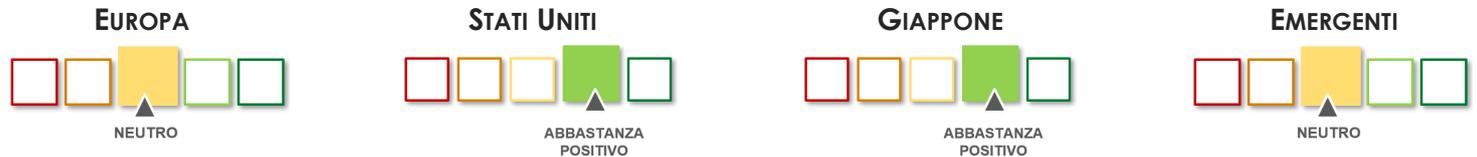
Le prospettive di breve periodo della politica monetaria sono notevolmente cambiate nel corso degli ultimi due mesi e il mercato è ormai concentrato sulla tempistica dei tagli dei tassi per Fed e BCE, che le stesse banche centrali ritengono ormai piuttosto probabili nel corso dei prossimi mesi alla luce della dinamica favorevole dell'inflazione (in particolare *core*) nella parte finale del 2023. In Eurozona il rallentamento dell'inflazione si è associato alla prosecuzione della stagnazione dell'attività economica iniziata a fine 2022, mentre negli USA la dinamica dei prezzi *core* ha rallentato, nonostante una sorprendente accelerazione dei ritmi di crescita nella seconda parte del 2023 ben sopra il potenziale dell'economia. Il nostro scenario continua a prospettare un rallentamento dell'economia USA nel breve periodo, ma sono aumentati i rischi al rialzo su questa previsione.

MERCATI AZIONARI



Manteniamo il comparto azionario in sovrappeso perché vediamo gli utili societari crescere sequenzialmente e le società mantenere la capacità nel battere le stime. Le valutazioni nel complesso non sono basse, e nello specifico quelle del settore tecnologico relativamente alte; tuttavia, il ciclo degli utili, la riduzione del rischio di recessione e la stabilizzazione dei tassi di interesse ci fanno ritenere che, quantomeno nel breve periodo, le valutazioni possano tenere.

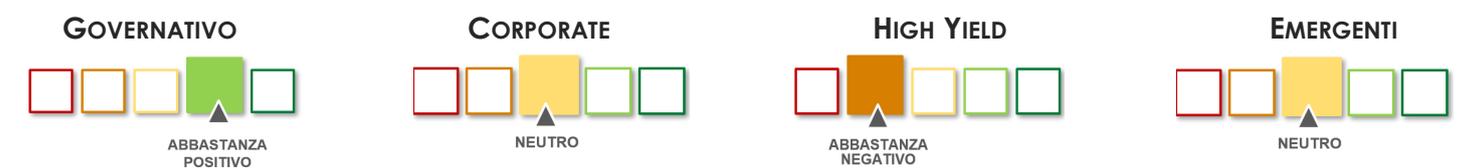
Confermiamo la preferenza per i mercati americani e giapponese, i primi per il mix di superiore qualità e crescita attesa dei profitti, il secondo per il contesto di ristrutturazione dei bilanci e potenziale uscita dalla deflazione che favorisce un miglioramento della redditività. Siamo neutrali su Europa ed emergenti. Dal punto di vista settoriale/tematico, vediamo la leadership di mercato allargarsi dopo la forte concentrazione in pochi titoli nel 2023 e, in aggiunta al favore per le componenti tecnologiche, abbiamo aumentato le componenti più difensive del mercato, come le *utility*, le infrastrutture e il settore farmaceutico.



MERCATI OBBLIGAZIONARI



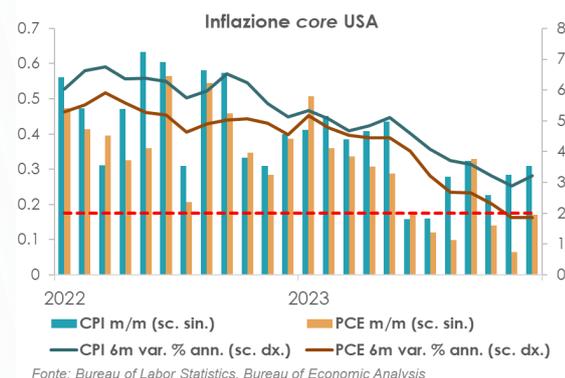
I portafogli hanno una duration superiore a quella dei benchmark di riferimento e con spazi di ulteriore aumento in caso di ulteriore rialzo dei *bond yield*. Pensiamo che il percorso di graduale discesa dell'inflazione e di rallentamento della crescita nominale limitino il potenziale di rialzo dei tassi e permettano alle banche centrali di iniziare in tarda primavera la fase di ribasso dei tassi ufficiali. Confermiamo la preferenza per il settore governativo, sia USA che europeo, e di sottopeso nei comparti di credito. Con gli spread prossimi ai minimi del 2023 nell'ambito del credito societario favoriamo il comparto *investment grade* (con inclusione del settore finanziario) e siamo più cauti sulle componenti più volatili e rischiose, come l'*high yield*.



USA: ECONOMIA PIÙ SOLIDA MA TAGLI DEI TASSI IN VISTA

La crescita del PIL nel trimestre finale del 2023 (3.3% ann.) è risultata decisamente più forte delle nostre stime (1.6%) e anche gli indicatori relativi ai consumi del mese di dicembre sono risultati più robusti del previsto, suggerendo un ingresso nel primo trimestre molto più solido del previsto. Abbiamo pertanto rivisto la previsione di crescita del PIL del 2024 dall'1.3% al 2.0% e su questa stima prevalgono ancora i rischi al rialzo. Nonostante la marcata accelerazione della crescita nel secondo semestre dello scorso anno ben sopra il potenziale dell'economia, l'inflazione core ha continuato a rallentare. Questa dinamica giustifica il mutato atteggiamento della Fed a partire dalla riunione del FOMC di metà dicembre nella direzione di contemplare tagli dei tassi nel corso dei prossimi mesi. Il nostro scenario prospetta al momento un primo taglio da parte della Fed in maggio.

La dinamica dei prezzi core ha rallentato negli ultimi mesi



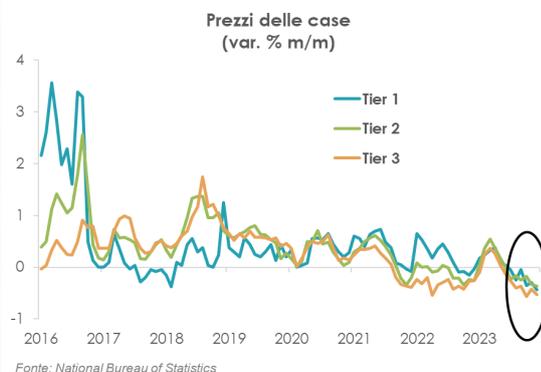
AREA EURO: BCE MENO PREOCCUPATA PER L'INFLAZIONE

Il PIL nel quarto trimestre 2023 è rimasto invariato (-0.1% t/t ann.): l'Area Euro rimane in stagnazione e gli indici PMI sono risultati deboli anche a gennaio (in particolare nei servizi), mentre la restrizione monetaria continua a trasmettersi all'economia reale. Ci attendiamo un miglioramento dalla primavera, grazie al recupero del potere d'acquisto, per la discesa dell'inflazione e gli aumenti salariali. Le recenti tensioni nel Mar Rosso hanno aumentato i costi dei noli e allungato i tempi di consegna, ma la debolezza della domanda dovrebbe attutire l'impatto sui prezzi finali di vendita. La dinamica dell'inflazione (attesa poco sotto il 3% a gennaio) sarà importante per la BCE al fine di decidere quando avviare il ciclo espansivo. Nella riunione di gennaio la BCE non ha chiuso la porta ad un taglio dei tassi già in aprile, ma al momento il nostro scenario centrale mantiene giugno come mese più probabile.

CINA: ANNO NUOVO VECCHIE SFIDE

L'attività economica in Cina ha chiuso il 2023 senza sorprese con una crescita media del PIL nell'anno al 5.2%, in linea con le attese. La crescita nominale nel 2023 ha invece rallentato dal 5.5% al 4.2% con il deflatore in territorio negativo negli ultimi tre trimestri. Per l'anno in corso ci attendiamo una crescita al 4.9% grazie al contributo dei consumi privati, mentre dovrebbe venire meno il contributo negativo della domanda estera netta. Nel frattempo, le autorità stanno incrementando gli interventi di politica economica con la politica fiscale sempre più in primo piano e in coordinamento con gli interventi di politica monetaria. Il taglio di 50pb del coefficiente di riserva obbligatoria a partire dal 5 febbraio va in questa direzione.

La debolezza della domanda pesa sui prezzi delle case



PREVISIONI FIDEURAM ASSET MANAGEMENT SUL QUADRO MACROECONOMICO

	PIL			Inflazione			Tasso di riferimento politica monetaria		
	2023	2024*	2025*	2023	2024*	2025*	2023	2024*	2025*
USA	2.4	2.0	1.7	4.1	2.4	2.3	5.38	4.13	3.13
Area Euro	0.5	0.5	1.3	5.5	2.5	2.0	4.50	3.25	2.50
Giappone	2.0	1.0	1.2	3.2	2.3	1.9	-0.10	0.00	0.00
Cina	5.2	4.9	4.6	0.2	1.0	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 contenute, tuttavia siamo neutrali perché il *momentum* macro è meno brillante e la crescita sequenziale dei profitti più debole rispetto agli Stati Uniti, anche per il diverso mix settoriale e 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.

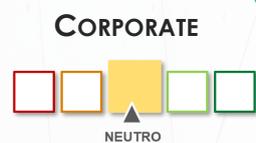
Il mercato USA rimane uno dei favoriti per la maggiore qualità delle società e l'andamento dei profitti che fino ad ora si sono rivelati migliori delle attese e che sono attesi crescere anche nei trimestri a venire, con un forte contributo del settore tecnologico. Il livello delle valutazioni limita il potenziale di *upside* assoluto del mercato e per questo, in aggiunta al favore per le componenti *growth* e tecnologiche, abbiamo iniziato un percorso di graduale aumento anche delle componenti più difensive del mercato, come le *utility*, le infrastrutture e il settore farmaceutico.

Abbiamo una posizione di sovrappeso grazie al mix di valutazioni attraenti, rialzo degli utili attesi che è 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 ai progressi di *governance* societari.

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.



MERCATI OBBLIGAZIONARI



Abbiamo un'opinione di favore sulla duration in funzione di considerazioni cicliche, del livello dei tassi reali, dell'andamento dell'inflazione e per le prospettive di politica monetaria. Riteniamo che l'area di corretta valutazione del Bund a 10 anni sia nel range tra 2,3% e 2,5% e del Treasury a 10 anni intorno a 4,3 - 4,4% e vediamo questi livelli come una opportunità di 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 macroeconomica 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. Tuttavia, gli spread sono relativamente contenuti e faticiamo a vedere spazi di ulteriore significativa riduzione da questi livelli. Nel complesso consideriamo il comparto come caratterizzato da un mix favorevole di tasso e spread che stabilizza i rendimenti a livelli attraenti, ma preferiamo in questa fase la componente di tasso governativo anche per la maggiore capacità di protezione del rischio azionario.

Siamo sottopeso per riflettere il rischio di un peggioramento degli standard di lending e dell'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, ma nel breve pensiamo che gli spread possano essere vulnerabili in caso di rallentamento ciclico e tra gli asset rischiosi preferiamo le azioni, quantomeno fintanto che le società continueranno a mostrare capacità di revisione al rialzo degli utili.

Siamo neutrali sugli emergenti, sia in valuta forte che locale. Il livello relativamente contenuto degli spread lascia spazi complessivamente limitati di ulteriore compressione, mentre la buona performance realizzata delle divise locali nei mesi scorsi ci lascia più favorevoli in altri segmenti del reddito fisso e caratterizzati da maggiore qualità e minore volatilità.

UN CONTESTO ANCORA POSITIVO PER I MERCATI AZIONARI

Dopo un 2023 molto positivo per i principali indici dei paesi sviluppati in termini di performance, il nuovo anno si apre in continuità grazie ad un **contesto favorevole all'azionario**. La crescita economica ha dimostrato una buona tenuta grazie alla forza dei consumi, il raffreddamento del mondo del lavoro è graduale e non appare tale da indurre timori recessivi, mentre l'inflazione prosegue nella propria discesa, pur restando al di sopra dei livelli pre-Covid.

In termini di posizionamento **il mercato americano rimane, insieme al Giappone, l'area geografica di preferenza per la maggiore qualità delle società e per la dinamica di crescita dei profitti**. Sebbene le valutazioni nel complesso non siano basse, il ciclo degli utili, la riduzione del rischio di recessione, la stabilizzazione dei tassi di interesse e il tema dell'innovazione tecnologica ci fanno ritenere che, quantomeno nel breve periodo, possano sostanzialmente tenere.

Per quanto riguarda il mercato azionario europeo, le valutazioni rimangono significativamente a sconto rispetto a quelle del mercato USA: ciò è parzialmente spiegato dai migliori fondamentali economici e aziendali e dalle differenti composizioni degli indici. Inoltre potrebbe pesare una maggiore esposizione ai rischi geopolitici medio-orientali, a fronte di politiche fiscali che diventano al margine più restrittive.

Per contro, vediamo margine per un incremento delle operazioni straordinarie e crediamo **che il mercato potrebbe diventare più interessante in corso d'anno quando dovrebbe ridursi il differenziale di crescita di utili con gli USA e quello delle sorprese macroeconomiche**, anche grazie ad una ulteriore discesa dei tassi reali (e dei costi di finanziamento).

Anche sul mercato giapponese viene mantenuta la positività, dal momento che si confermano i fattori di sostegno sia di natura macroeconomica che microeconomica.

Per quanto concerne i primi, se i miglioramenti sul fronte inflattivo verranno confermati, anche con le negoziazioni salariali (Shunto) in marzo, la Banca Centrale giapponese potrebbe rimuovere gradualmente la sua politica di tassi d'interesse negativi (NIRP) e di controllo della curva dei rendimenti (YCC). Dal punto di vista microeconomico, una conferma della crescita degli utili nell'ultimo trimestre dell'anno fiscale aprirebbe la porta ad ulteriori operazioni di acquisto di azioni proprie da parte delle aziende giapponesi e a politiche di distribuzione di dividendi più favorevoli. Le valutazioni offrono ancora spazio, ma in una ottica di più breve periodo, dopo le soddisfacenti performance degli ultimi mesi, non si può escludere una fase di consolidamento in attesa di maggiore visibilità sull'evoluzione macroeconomica e sulle scelte di politica monetaria.

Viene mantenuto un approccio neutrale nei confronti dell'area emergente e cinese. Le valutazioni sono attraenti e proseguono i *rumors* di misure sempre maggiori da parte delle autorità cinesi, ma il trend disinflazionistico, le difficoltà del settore immobiliare e la bassa fiducia dei consumatori ritardano la ripresa delle quotazioni di mercato.

I MERCATI OBBLIGAZIONARI PREZZANO LA SVOLTA ESPANSIVA

Nella seconda parte del mese di dicembre si è realizzata una marginale riduzione tattica del sovrappeso di duration governativa a seguito della rapidità del movimento di rialzo dei mercati obbligazionari. **Sia per l'esposizione governativa americana che europea l'impostazione strategica resta tuttavia di favore**, valutando favorevolmente un eventuale aumento dell'esposizione ai titoli di stato in caso di ulteriore rialzo dei *bond yield* in situazioni di debolezza o di miglioramento del quadro congiunturale.

Nello specifico, i livelli del Treasury decennale sopra 4.3% appaiono essere interessanti in ottica di incremento della nostra esposizione di sovrappeso.

Il quadro europeo è più complicato sia per la crescita, con le evidenze sempre più miste e la debolezza in corso, **sia per l'inflazione**, con i possibili timori di ripercussioni delle tensioni in Mar Rosso. Al momento la BCE è concentrata a non alimentare aspettative troppo aggressive e a monitorare l'evoluzione dei salari, date le maggiori rigidità del mercato del lavoro. Proprio il maggiore focus sull'inflazione potrebbe spingere la BCE a non fare mosse preventive, ma un peggioramento della crescita potrebbe costringerla poi a interventi più veloci e consistenti. E le scelte di politica monetaria sono la determinante principale dell'andamento del bund in questa fase.

Livelli a ridosso di 2.5% per il decennale tedesco ci sembrano difficilmente sostenibili in questa fase ciclica.

Nell'ambito del rischio di credito societario, che resta complessivamente neutrale, manteniamo una **preferenza relativa per le obbligazioni di qualità** (*investment grade*). Tra i vari segmenti creditizi di qualità superiore e che presentano anche valutazioni più attrattive, comprendiamo le emissioni del comparto finanziario europeo e in USA le *Mortgage Backed Securities*.

Il progressivo incremento dei tassi di default, comunque contenuto in chiave storica, riflette il fallimento delle frange più deboli, che continuano anche ad avere difficoltà di accesso al credito. Sebbene non vediamo un significativo rialzo dei tassi di default, **preferiamo assumere il rischio ciclico attraverso l'esposizione azionaria, mantenendo la cautela sul credito high yield**, dove il premio per il rischio di *downgrade* e di liquidità è basso in chiave storica.

Infine, sul debito emergente manteniamo un posizionamento neutrale. Riteniamo che **il debito emergente in valuta forte presenti delle valutazioni relative troppo contenute rispetto alle obbligazioni dei paesi avanzati**, soprattutto nelle componenti di maggiore qualità che preferiamo in questa fase ciclica e politica.

Anche nel segmento in valuta locale notiamo che il mercato prezza un ammontare elevato di espansione monetaria, rispetto al rientro delle aspettative avvenuto in Europa e USA, che rimangono le aree dove esprimiamo il sovrappeso obbligazionario.

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**

