

# LA VIEW DI FIDEURAM ASSET MANAGEMENT

EDIZIONE 11.2024

## SCENARIO MACROECONOMICO

La vittoria di Trump con il pieno controllo del Congresso da parte del Partito Repubblicano introduce due nuovi elementi d'incertezza nello scenario globale. Il primo riguarda la misura in cui le promesse elettorali di Trump saranno effettivamente implementate e il secondo l'impatto di queste decisioni su crescita e inflazione a livello globale (particolarmente incerto soprattutto per quanto riguarda le tariffe). Il nostro scenario centrale ipotizza un'implementazione solo parziale del programma di Trump, in particolare su politica fiscale e commerciale, con un modesto impatto positivo sulla crescita negli USA nel 2025-26 e un effetto negativo, ma contenuto, per Eurozona e Cina (in questo secondo caso grazie al supporto della politica fiscale). La Fed dovrebbe continuare a tagliare i tassi, ma lievemente meno di quanto atteso in precedenza, mentre la BCE sarà un poco più "morbida".

## MERCATI AZIONARI



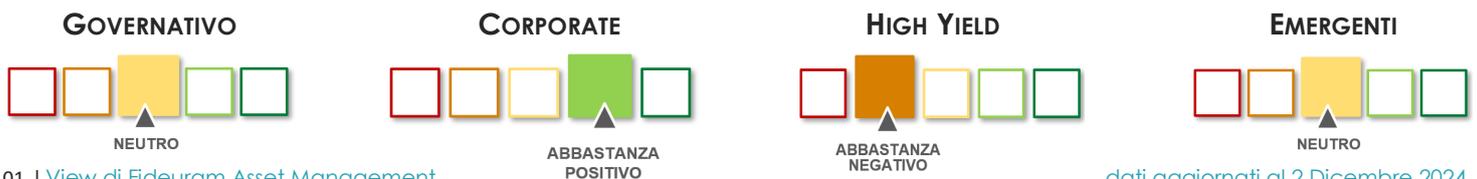
Il peso delle azioni nei portafogli è tra il neutrale e il lieve sovrappeso con una preferenza per il mercato americano. L'elezione di Trump aumenta l'aspettativa di continuità del ciclo economico e dei profitti USA grazie al supporto di iniziative di politica economica e deregolamentazione. Crediamo che la crescita degli utili possa continuare ad allargarsi verso quei settori che hanno fatto meno bene rispetto alle grandi capitalizzazioni tecnologiche nei trimestri precedenti. Pur mantenendo una posizione favorevole alla tecnologia, abbiamo aumentato l'esposizione a settori più ciclici e *value*, oltre che alle capitalizzazioni inferiori. L'evoluzione politica favorevole per gli USA, quantomeno nel breve periodo, trova contraltare nelle aree geografiche ex-USA dove il momento ciclico è più debole (come in Europa) o il rischio politico superiore, come nel caso della Cina o altri paesi emergenti per la prevedibile imposizione di tariffe (anche se inferiori a quanto ventilato in campagna elettorale). Abbiamo un posizionamento nel complesso neutrale in Giappone, nei paesi emergenti e in Europa (dove manteniamo un favore per le azioni inglesi).



## MERCATI OBBLIGAZIONARI



La componente obbligazionaria dei portafogli è impostata con una duration un po' superiore a quella dei *benchmark* e una preferenza per il rischio di credito di alta qualità in quanto manteniamo come scenario di riferimento un percorso disinflattivo e di normalizzazione della politica monetaria. Il peso della componente governativa è neutrale in USA perché la forza ciclica e l'incertezza sull'impatto della politica economica di Trump lasciano la curva in una condizione di maggiore vulnerabilità qualora i dati macro dovessero segnalare rischi di surriscaldamento. In Area Euro abbiamo un lieve sovrappeso in quanto l'evoluzione ciclica è più debole e gli spazi per interventi di ribasso per la BCE maggiori. Le obbligazioni societarie *investment grade* e la subordinazione finanziaria rimangono sovrappesate ma nel complesso l'esposizione al rischio di credito è limitata dalla maggiore cautela che abbiamo nei confronti del comparto *high yield* e la sostanziale neutralità sugli emergenti. Non pensiamo che le asset class a maggiore rischio di credito siano vulnerabili ad un aumento significativo dei default, ma l'opinione ancora costruttiva sul mercato azionario e la maggiore incertezza macro ci fanno preferire emittenti di *rating* superiore.



## USA: IL PESO DELLE PROMESSE

Il nostro scenario centrale prospetta che **solo una parte delle promesse del programma elettorale di Trump siano effettivamente implementate dalla prossima Amministrazione**, in particolare in tema di espansione fiscale, riduzione dell'immigrazione clandestina e, soprattutto, politica commerciale. Alla luce di queste ipotesi abbiamo rivisto al rialzo (circa +0.3%) la nostra stima di crescita del PIL nel 2024, con un aumento molto limitato invece anche per l'inflazione (0.1%). Abbiamo, di conseguenza, **alzato il livello terminale dei tassi della Fed nel corso del prossimo anno, ma soltanto di 25 pb** (al 3.50-3.75% a giugno). I rischi principali sullo scenario sono quelli di aumenti più significativi delle tariffe (in particolare un dazio "universale" su tutte le importazioni) e di una politica fiscale più espansiva.

## AREA EURO: ASPETTANDO LE TARIFFE

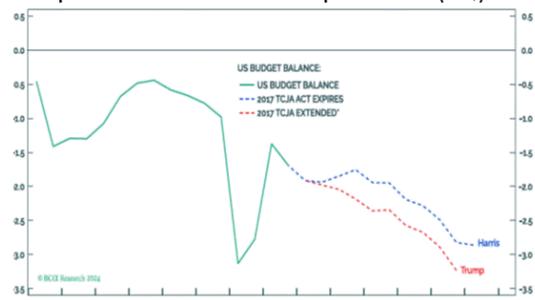
L'Eurozona affronta le ricadute delle elezioni negli USA in una **condizione di debolezza ciclica e crisi politica** (in Germania si terranno elezioni anticipate a febbraio) e nuove tensioni sui prezzi del gas naturale. Abbiamo ridotto dello 0.3% la crescita del PIL nel 2025, allo 0.5%, per tenere conto dell'impatto negativo dell'incertezza della politica commerciale e incorporando nello scenario l'attesa di tariffe del 10% solo sulle esportazioni di auto dall'Eurozona verso gli USA, non su tutti i beni. L'inflazione dal minimo di 1.7% a settembre è risalita per effetti base nei prezzi energetici al 2.3% a novembre, ma rimane l'attesa di un rientro al 2% più stabilmente dalla prossima primavera, con l'avvio di una discesa dei prezzi dei servizi. **La BCE taglierà ancora i tassi a dicembre di 25pb**, ma potrebbe esserci spazio anche per un taglio di 50 pb alla luce del peggioramento delle prospettive di crescita.

## CINA: AUMENTA L'INCERTEZZA A CAUSA DEI DAZI

La vittoria di Trump ha aperto lo scenario di rischio legato ad un potenziale aumento delle tariffe al 60% sulle importazioni cinesi, che, se effettivamente attuato, potrebbe avere un impatto pari a circa il 2% sulla crescita del PIL della Cina nel 2025. **Riteniamo tuttavia più probabile un aumento dei dazi limitato al 15%-20%** a partire dal primo trimestre del 2025 con un impatto sulla crescita intorno al -0.7%, che scende però al -0.3/0.4% per le misure di supporto fiscale che il Governo adotterà. **Abbiamo pertanto rivisto al ribasso le nostre attese di crescita per il 2025 dal 4.7% al 4.4%**. I dati di ottobre hanno confermato l'accelerazione della crescita attesa nell'ultimo trimestre dell'anno (dal 3.6% al 6.5% con rischi al rialzo) grazie al buon andamento delle esportazioni e dei consumi.

La situazione dei conti pubblici è precaria anche senza estensione dei tagli fiscali del 2017 (TCJA)

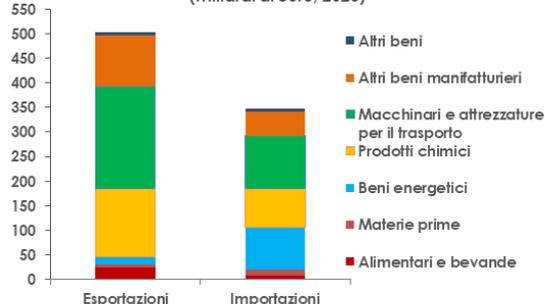
Impatto estensione TCJA su deficit pubblico USA (tln \$)



Fonte: Congressional Budget Office, BCA

L'UE vanta un ampio surplus commerciale nei confronti degli USA

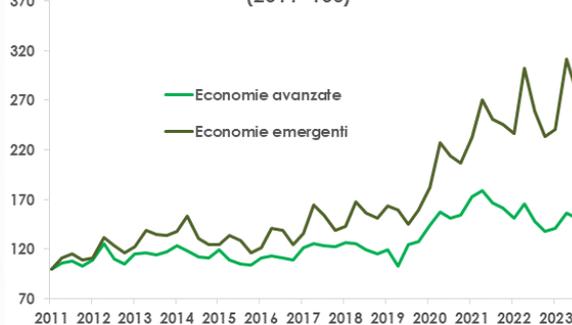
Commercio UE verso gli Stati Uniti (miliardi di euro, 2023)



Fonte: Eurostat

Dopo la guerra commerciale il motore della crescita delle esportazioni si è spostato verso le economie emergenti

Esportazioni cinesi per destinazione (2011=100)



Fonte: FMI, Fideuram Asset Management

## PREVISIONI FIDEURAM ASSET MANAGEMENT SUL QUADRO MACROECONOMICO

	PIL			Inflazione			Tasso di riferimento politica monetaria		
	2023	2024*	2025*	2023	2024*	2025*	2023	2024*	2025*
USA	2,9	2,7	2,3	4,1	3,0	2,4	5,38	4,38	3,63
Area Euro	0,5	0,6	0,5	5,5	2,4	2,1	4,00	3,00	1,50
Giappone	1,7	-0,2	1,0	3,2	2,6	2,0	-0,10	0,25	0,50
Cina	5,2	4,8	4,4	0,2	0,3	1,5	2,50	1,90	1,70

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

\* Previsioni Fideuram Asset Management

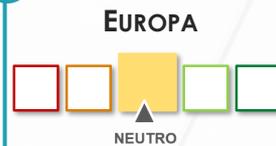
## MERCATI AZIONARI

L'evoluzione ciclica è meno brillante di quanto previsto e gli sviluppi di politica economica USA rappresentano un ulteriore rischio allo scenario. Per contro, gli utili tengono, la BCE può tagliare i tassi anche di più di quanto scontato in precedenza e le valutazioni sono a significativo sconto rispetto a quelle USA. Manteniamo una preferenza per il mercato inglese, dove che la percezione del contesto istituzionale e politico può migliorare e le valutazioni sono ancora più basse. Dal punto di vista settoriale le banche confermano la prospettiva di continuità della crescita degli utili, ma le operazioni di consolidamento nel settore limitano il potenziale di rialzo nel breve periodo e abbiamo un po' ridotto l'esposizione.

Abbiamo leggermente alzato il peso delle azioni USA dopo le elezioni presidenziali per riflettere l'aspettativa di supporto da parte della politica economica. Le valutazioni non sono basse e possono essere vulnerabili a situazioni di incertezza macro o politica, ma attribuiamo una maggiore probabilità alla continuità della crescita dei profitti con ampliamento anche a quei settori che negli ultimi tempi hanno sottoperformato la tecnologia e le grandi capitalizzazioni. Abbiamo quindi affiancato all'investimento in tecnologia una esposizione anche a favore delle capitalizzazioni inferiori e a settori più ciclici e *value*.

Siamo neutrali sul Giappone dove nel breve periodo i progressi di natura fondamentale paiono in parte riflessi nelle valutazioni. Inoltre, un'eventuale fase di rafforzamento del cambio rappresenta un elemento di ulteriore incertezza per la crescita degli utili nel breve periodo. Tuttavia, in un'ottica di maggiore respiro continuiamo a vedere quali fattori positivi il rialzo delle aspettative di inflazione, il percorso di ristrutturazione dei bilanci e l'aumento della spesa per investimenti.

Le elezioni presidenziali USA hanno un po' complicato il percorso dei paesi emergenti, quantomeno nel breve periodo. Le valutazioni sono relativamente contenute e permane l'aspettativa di annunci di stimolo fiscale da parte delle autorità cinesi, che pensiamo però successivo ai futuri primi confronti con la nuova amministrazione USA. Sul fronte del commercio internazionale rimane l'aspettativa dell'imposizione di ulteriori tariffe sugli scambi da parte americana. Riteniamo ancora prematura una posizione sugli emergenti superiore alla neutralità.



## MERCATI OBBLIGAZIONARI

### GOVERNATIVO



Il peso nei portafogli è di neutralità o lieve sovrappeso, in particolare nella parte europea. In USA, infatti, l'incertezza sull'impatto della politica economica apre a scenari diversi, anche di surriscaldamento, rispetto a quello centrale di continuità del percorso disinflattivo e di normalizzazione monetaria. In Europa invece vediamo più possibilità per la BCE di tagliare i tassi e abbassare l'equilibrio della struttura dei rendimenti. Gli *spread* periferici, pur trattando ad un livello un po' inferiore a quello suggerito dai fondamentali, rimangono fonte di *carry* attraente.

### 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 e al netto dei movimenti di breve periodo, rimangono in grado di offrire un extra-rendimento rispetto ai titoli di stato in uno scenario ancora costruttivo e di equilibrio della struttura di tasso ad un livello inferiore rispetto a qualche tempo fa.

### HIGH YIELD



I tassi di default, nonostante l'impatto sui crediti di qualità inferiore di un aumento del costo del capitale, sono ancora relativamente contenuti. Tuttavia, pur in presenza di rendimenti attesi attraenti su base storica, rimaniamo sottopesati perché tra gli *asset* rischiosi preferiamo le azioni, almeno fintanto che le società continueranno a mostrare capacità di crescita e revisione al rialzo degli utili, e per limitare il rischio di credito che può originare dal mantenimento di tassi alti da parte della Fed.

### EMERGENTI



In generale, siamo cauti sulle componenti più volatili e di minore qualità del segmento obbligazionario. Le obbligazioni emergenti, ed in particolare quelle in valuta locale, offrono un *carry* relativamente generoso in senso assoluto ma permane l'incertezza sul fronte politico e valutario a seguito dell'esito elettorale americano e la possibile imposizione di ulteriori tariffe sugli scambi commerciali. Anche per questo motivo abbiamo deciso di prendere profitto della posizione di favore che avevamo nei confronti dei bond indiani.

## EFFETTO TRUMP 2.0 SUI MERCATI AZIONARI

La vittoria di Trump e la maggioranza repubblicana al Congresso, hanno alimentato aspettative di un ciclo di espansione economica guidato da stimoli fiscali, deregolamentazione e con l'imposizione di nuove tariffe al commercio internazionale. **Il mercato ha reagito con un deciso rialzo nei settori più ciclici e negli indici delle capitalizzazioni inferiore (*mid e small cap*).** Tuttavia, appare improbabile una totale implementazione del programma elettorale. **Il deficit elevato limita la capacità di stimolo fiscale, mentre dazi e tariffe appaiono piuttosto come strumenti di negoziazione.** Inoltre, riteniamo che l'attuale mandato politico non supporti politiche che possano alimentare ulteriori pressioni inflazionistiche, il che ci fa mantenere uno scenario di riferimento coerente con un percorso disinflattivo e di normalizzazione della politica monetaria. Nonostante questi rischi, **l'estensione del ciclo economico statunitense appare probabile, con un impatto positivo anche sul ciclo degli utili aziendali.** Questo contesto favorisce un ribilanciamento tra settori tecnologici ed il resto del mercato, con una riduzione graduale del divario di crescita degli utili tra le grandi capitalizzazioni tecnologiche e i settori più ciclici e *value*. La tecnologia continuerà a guidare la crescita, ma il contributo degli altri comparti diventerà più significativo. Sulla base di queste considerazioni **abbiamo incrementato moderatamente l'esposizione all'azionario statunitense, con un focus su segmenti più ciclici/value e sulle capitalizzazioni inferiori, mantenendo invariata l'allocazione nei settori tecnologici.** Tuttavia, le valutazioni già elevate limitano il potenziale di rialzo, e l'incertezza legata ai negoziati su temi chiave – come immigrazione e commercio – potrebbe riportare volatilità nei prossimi mesi.

Il mercato azionario europeo ha recentemente sofferto a **causa delle incertezze politiche in Francia e Germania, della debolezza del ciclo economico e di una crescita degli utili meno vivace rispetto agli Stati Uniti.** Nonostante le valutazioni a sconto rispetto agli USA, la sensibile discesa delle stime intervenuta sugli utili nel prossimo anno e i maggiori margini di azione della BCE, prevalgono nel breve le incertezze legate all'introduzione di tariffe al commercio. Viene mantenuta la preferenza verso il mercato britannico. Manteniamo l'esposizione neutrale anche verso il Giappone. **Sebbene fattori interni, come le riforme nella governance aziendale possano sostenere le valutazioni nel medio termine, nel breve periodo il contesto globale e i contraccolpi sul commercio internazionale rappresentano dei freni.**

L'area emergente è probabilmente la più penalizzata dalla vittoria repubblicana, che oltre a rafforzare il dollaro vede profilarsi il rischio incombente di tariffe alle esportazioni verso gli USA. Le misure di stimolo cinese al momento non sembrano ancora sufficienti per garantire una ripresa sostenibile. **In questa fase, manteniamo un approccio cauto e neutrale, considerando operazioni tattiche limitate data l'elevata incertezza di breve termine.**

## MANTENIAMO IL FOCUS SUL CREDITO DI QUALITÀ

L'esposizione obbligazionaria è impostata con una *duration* leggermente superiore a quella dei *benchmark* e una preferenza per il rischio di credito di alta qualità, in particolare titoli corporate *investment grade* e obbligazioni bancarie subordinate. **Il peso della componente governativa è tra il neutrale e il lieve sovrappeso, con una preferenza per l'Area Euro**, dove l'evoluzione ciclica è più debole e ci aspettiamo che la BCE possa tagliare i tassi anche più di quanto scontato dal mercato.

La vittoria di piena Trump ha delineato **la prospettiva di crescita più sostenuta, supportata da espansione fiscale e deregolamentazione**, con il possibile effetto "collaterale" di un'inflazione potenzialmente più elevata. **Questo ha portato il mercato a prezzare dapprima una riduzione delle aspettative sui tagli della Fed e un rialzo del tasso decennale per poi ritracciare recentemente.** Sui governativi americani adottiamo quindi un posizionamento neutrale, considerando l'incertezza legata alla politica economica della nuova amministrazione e alle reazioni della Fed, lasciando la curva in una condizione di maggiore vulnerabilità qualora i dati macro dovessero segnalare rischi di surriscaldamento. Scenari estremi, come recessione o surriscaldamento, rimangono a bassa probabilità ma potrebbero aumentare la volatilità, limitando il ruolo di diversificazione di portafogli dei titoli governativi americani rispetto al rischio azionario.

**Conserviamo una *view* positiva sul credito di alta qualità e sulle obbligazioni bancarie subordinate sebbene gli *spread* siano contenuti.** I rendimenti complessivi, infatti, permettono di assorbire eventuali rialzi dei tassi o moderati allargamenti degli *spread*. **La forte correlazione con il tasso base rende queste *asset class* difensive in contesti avversi**, mentre il settore finanziario offre opportunità grazie alla sua *duration* più contenuta e valutazioni più attrattive.

**Preferiamo l'assunzione di rischio ciclico attraverso i mercati azionari piuttosto che attraverso il credito speculativo (*high yield*), mantenendolo in sottopeso.** Il debito emergente è penalizzato da un contesto di dollaro forte e rischi di tariffe al commercio internazionale. Manteniamo dunque un posizionamento neutrale nella logica di preferenza verso segmenti di alta qualità.

## 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**

