



LA VIEW DI FIDEURAM ASSET MANAGEMENT

EDIZIONE 09.2023

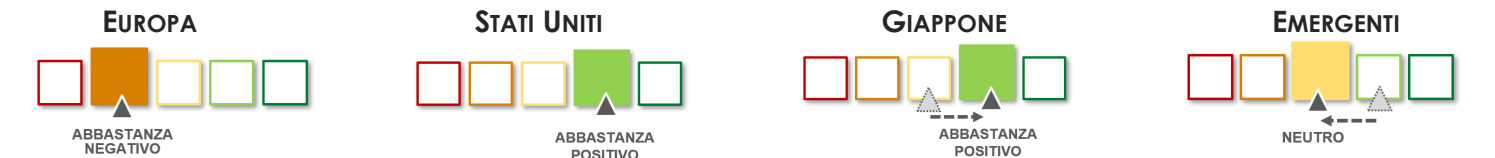
SCENARIO MACROECONOMICO

La disomogeneità nei ritmi di crescita tra le principali aree dell'economia globale ha trovato conferma anche nel corso degli ultimi mesi. L'andamento dell'attività economica è rimasto infatti piuttosto vivace negli USA, rendendo improbabile uno scenario di recessione nel breve termine, ma ha subito una frenata in Cina (sebbene con segnali di stabilizzazione in agosto) e nell'Area Euro. Il rientro dell'inflazione negli USA e in Eurozona è proseguito nell'estate e appare probabile che il ciclo restrittivo di politica monetaria sia ora giunto al termine dopo i rialzi decisi dalla Fed a fine luglio e dalla BCE a inizio settembre. Nel breve periodo i rischi sulla politica monetaria rimangono però al rialzo: non si può infatti escludere un ulteriore ritocco dei tassi nei prossimi mesi, mentre il nostro scenario non contempla tagli dei tassi per Fed e BCE prima della parte finale del prossimo anno.

MERCATI AZIONARI



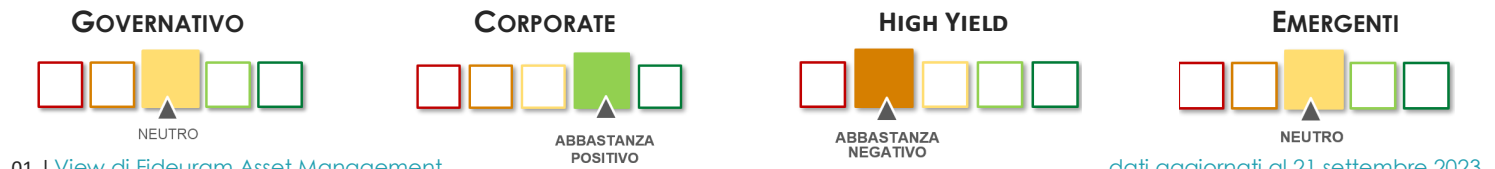
I portafogli sono sovrappeso di azioni, ma hanno modificato la preferenza tra i mercati principali, affiancando il Giappone agli USA perché la tenuta del quadro macroeconomico migliora l'aspettativa sugli utili. Il Giappone, inoltre, beneficia del rialzo delle aspettative di inflazione, del miglioramento della profittabilità aziendale per via del processo di ristrutturazione dei bilanci e dell'impatto positivo sul settore finanziario dato dal graduale allentamento del controllo della curva dei tassi. Riduciamo a neutrale l'investimento nei paesi emergenti e nella Cina, dove la revisione al ribasso delle aspettative di crescita riduce le stime sugli utili e la risposta di politica economica cinese non appare ancora sufficientemente incisiva. Confermiamo il sottopeso in Europa, più vulnerabile sul fronte macro e reddituale. Dal punto di vista settoriale e tematico abbiamo una preferenza delle componenti *growth*, in particolare per il settore della *cybersecurity*, ma manteniamo un favore anche per il settore energetico. Dopo il recente rialzo dei mercati aumentiamo alcuni temi più difensivi (come i *dividend aristocrats*).



MERCATI OBBLIGAZIONARI



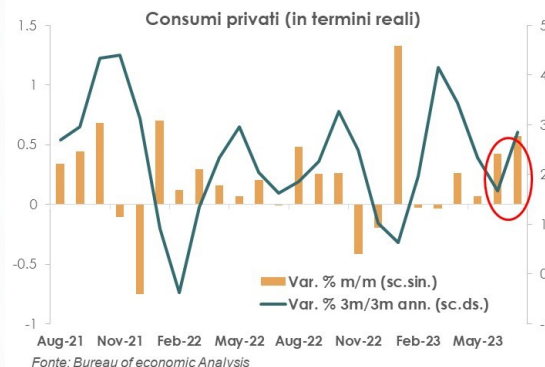
I portafogli mantengono un modesto sovrappeso di *duration* e una sostanziale neutralità di rischio di credito e favoriscono l'esposizione ai segmenti di maggiore qualità nel comparto del credito societario. L'aumento della probabilità di uno scenario di *soft landing* associato alla riduzione dell'inflazione favorisce il rialzo dei tassi di interesse a lunga scadenza e un po' di irripidimento della curva USA. Tuttavia, rimaniamo dell'idea che la *duration* costituisca un elemento di protezione del rischio azionario qualora la nostra opinione favorevole sulle azioni si dimostri troppo ottimista. L'unico comparto del rischio di credito sovrappeso è l'*investment grade*, dove la qualità del credito è migliore, il rendimento atteso favorevole, e il mix spread/duration di tasso più equilibrato. Siamo sottopesati di *high yield*, che ci appare il segmento più vulnerabile al restringimento delle condizioni finanziarie e creditizie, e neutrali sul debito emergente.



USA: RECESSIONE IMPROBABILE NEI PROSSIMI TRIMESTRI

La crescita del PIL è rimasta piuttosto vivace (2.1% annualizzato) anche nel secondo trimestre e, sulla base delle indicazioni finora disponibili, dovrebbe **aver addirittura accelerato nel trimestre corrente**, grazie al significativo supporto dei consumi privati, sostenuti da condizioni ancora favorevoli del mercato del lavoro, nonostante il graduale rallentamento registrato dalla crescita degli occupati. Il **nostro scenario di previsione non prospetta più una recessione** a partire dalla fine dell'anno e nella prima parte del 2024. Dopo le notevoli sorprese al ribasso in giugno e luglio, l'inflazione *core* ha nuovamente lievemente riaccelerato in agosto. Come ampiamente atteso, la Fed ha mantenuto i tassi invariati nella riunione che si è conclusa il 20 settembre. Confermiamo inoltre la previsione che il ciclo di politica monetaria si sia concluso con il rialzo di 25 pb nella riunione di fine luglio, ma con un rischio non trascurabile di un rialzo nelle riunioni di novembre o dicembre.

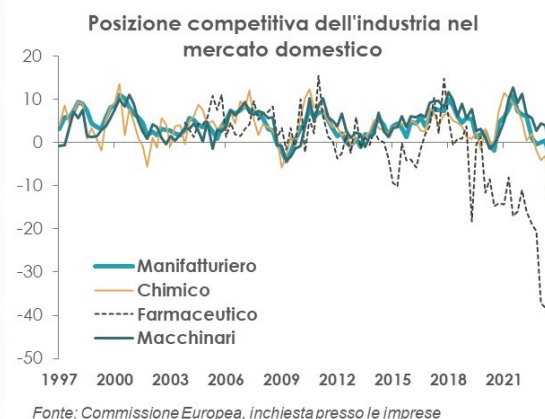
I consumi privati hanno decisamente accelerato a inizio estate



AREA EURO: CICLO MONETARIO RESTRITTIVO GIUNTO AL TERMINE

Nel corso dell'estate **le prospettive di crescita nell'Eurozona si sono ulteriormente indebolite**. Eurostat ha rivisto al ribasso la crescita nel secondo trimestre dall'1.0% allo 0.5% annualizzato e la nostra stima per il trimestre in corso indica come probabile una crescita intorno allo zero (con un non trascurabile rischio di contrazione). Abbiamo pertanto lievemente rivisto al ribasso la nostra stima di crescita del PIL per l'anno in corso, ora allo 0.5%. L'inflazione ha invece proseguito nella propria discesa, ma, sopra al 5% (sia per la totale sia per la *core*), rimane ancora piuttosto distante dall'obiettivo della banca centrale. La BCE nella riunione di inizio settembre ha pertanto deciso un ulteriore rialzo di 25 pb, nonostante gli evidenti segnali di debolezza della congiuntura. Allo stesso tempo la **BCE ha lasciato chiaramente intendere che altri rialzi dei tassi sono ora improbabili** (e non sono contemplati nel nostro scenario previsivo).

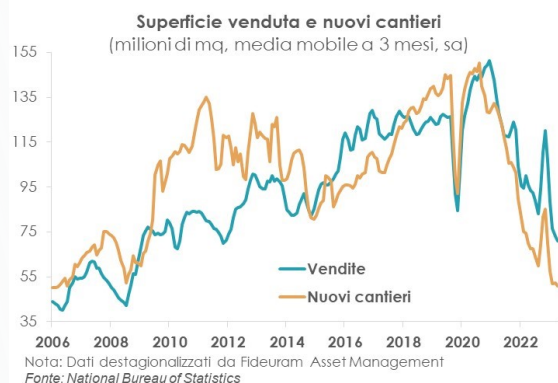
L'effetto della crisi energetica del 2021-22 impatta ancora il settore industriale



CINA: SEGNALI INCORAGGIANTI DAI DATI DI AGOSTO

Produzione industriale, vendite al dettaglio ed esportazioni hanno sorpreso positivamente le attese in agosto suggerendo un miglioramento dell'attività economica dopo la crescita deludente del secondo trimestre e i deboli dati di luglio (che hanno determinato una revisione al ribasso della crescita attesa del PIL per quest'anno dal 5.4% al 4.9%). Si **conferma però anche la profonda crisi del settore residenziale** che fino ad ora le autorità hanno cercato di arginare con interventi poco efficaci. Il peggioramento della crisi nel corso dei mesi estivi ha finalmente **convinto le autorità ad intervenire in modo più deciso migliorando le prospettive del settore, il cui aggiustamento dovrebbe però impattare sulla crescita ancora a lungo**. Come da noi atteso, la banca centrale ha tagliato sia i tassi di interesse sia la riserva obbligatoria e non possiamo escludere ulteriori tagli nel corso dei prossimi mesi.

Per il momento nessun segnale di ripresa dal settore residenziale



PREVISIONI FIDEURAM ASSET MANAGEMENT SUL QUADRO MACROECONOMICO

	PIL			Inflazione			Tasso di riferimento politica monetaria		
	2022	2023*	2024*	2022	2023*	2024*	2022	2023*	2024*
USA	2.1	2.1	0.7	8.0	4.2	2.8	4.38	5.38	4.63
Area Euro	3.4	0.5	0.5	8.4	5.8	2.8	2.50	4.50	4.25
Giappone	1.0	1.7	0.9	2.5	3.1	2.3	-0.10	-0.10	0.00
Cina	3.0	4.9	4.7	2.0	0.4	1.2	2.75	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

Nonostante le valutazioni siano relativamente contenute, manteniamo un leggero sottopeso sui mercati azionari europei. Dopo la sovraperformance della prima parte dell'anno vediamo uno scenario meno favorevole, funzione di un contesto di graduale indebolimento ciclico per il venir meno del precedente impulso fiscale e per la debolezza dei consumi cinesi, della politica monetaria restrittiva da parte della BCE e di un percorso reddituale più debole rispetto ad altre aree geografiche anche per il minore peso della tecnologia.

La tenuta ciclica migliora la crescita attesa degli utili e a questo si affianca l'innovazione tecnologica che vede i principali *player* di creazione dell'infrastruttura legata all'intelligenza artificiale riconoscerne già un impatto nei risultati aziendali. Il livello delle valutazioni limita il potenziale di rialzo 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.

Abbiamo aumentato l'esposizione per via del *mix* di valutazioni attraenti e miglioramento sul fronte degli utili. La profittabilità aziendale è sostenuta da elementi sia ciclici (rialzo delle aspettative di inflazione e dei margini del settore finanziario grazie all'allentamento del controllo della curva da parte della BoJ), che strutturali (ristrutturazione dei bilanci e aumento degli investimenti). Se confermata, l'uscita dalla deflazione rappresenta un elemento di supporto di lungo periodo per il mercato, a fianco dei progressi di *governance* societari.

Abbassiamo a neutrale l'investimento nell'area emergente perché la sottoperformance macroeconomica cinese riduce le stime di crescita attesa degli utili. Le valutazioni sono di supporto e permane l'aspettativa di una fase di stimolo da parte delle autorità di governo cinesi, nonostante fino ad ora i provvedimenti abbiano lasciato deluse le aspettative degli investitori.



MERCATI OBBLIGAZIONARI

GOVERNATIVO



Pensiamo che Bund e Treasury trattino a valutazioni complessivamente corrette che riflettono uno scenario di *soft landing*, graduale discesa dell'inflazione e stabilità dei tassi ufficiali una volta raggiunto il picco. Al margine, preferiamo la *duration core* europea a quella USA per il quadro ciclico più sfidante in Europa. Gli spread periferici si mantengono relativamente stretti e, dal punto di vista del *carry*, meno attraenti della componente corporate in particolare nella parte a breve della curva anche in considerazione dell'evoluzione recente delle dinamiche fiscali di alcuni paesi.

CORPORATE



Siamo sovrappeso perché la qualità del credito è migliore e la riduzione della correlazione tra tasso base e *spread* stabilizza il rendimento totale. Inoltre, le curve *investment grade* offrono un *rolldown* ancora favorevole rispetto alle curve governative e un *carry* favorevole sulle scadenze brevi. Manteniamo neutrale l'esposizione agli emittenti finanziari, nonostante il favore sul settore in un'ottica di più lungo periodo, per la maggiore incertezza indotta dai recenti eventi che hanno riguardato il settore.

HIGH YIELD



Siamo sottopeso sul segmento *high yield* 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 lieve aumento, ma nel breve pensiamo che gli *spread* possano essere vulnerabili in caso di rallentamento ciclico e in ogni caso tra gli asset rischiosi preferiamo le azioni.

EMERGENTI



La volatilità dei tassi base, il recente recupero del dollaro e gli spread di credito relativamente contenuti ci lasciano più favorevoli nei confronti dei segmenti di maggiore qualità del reddito fisso e non abbiamo un sovrappeso nei segmenti emergenti, più rischiosi di altri, sebbene in un'ottica di più lungo periodo vediamo l'asset class con favore.

CAMBIA LA GEOGRAFIA DELL'ALLOCAZIONE AZIONARIA

Nel corso del mese di agosto si è registrata una correzione piuttosto marcata dei principali indici azionari. A fronte di questo movimento si è approfittato per modificare l'ordine di preferenza nei confronti delle aree geografiche, pur mantenendo il complessivo posizionamento positivo.

Nello specifico, alla conferma sul sovrappeso verso il mercato USA, è stato affiancato il Giappone, mentre è stata riportata più vicino alla neutralità l'esposizione ai mercati emergenti e alla Cina, mantenuta la cautela nei confronti dell'Area Euro.

Questo posizionamento riflette una maggiore **attenzione all'evoluzione dei fondamentali e alla dinamica delle revisioni degli utili che in Giappone e negli Stati Uniti evidenzia una traiettoria al rialzo, rispetto alle sensibili rettifiche al ribasso nel mondo emergente, in particolar modo in Cina.**

Il mercato giapponese appare supportato da diversi elementi di carattere ciclico e tecnico, ma anche di valenza più strutturale, che si affiancano all'attrattività valutativa. Tra questi in particolare il trend di incremento della redditività aziendale, le riforme che favoriscono politiche di *governance* più favorevoli agli azionisti (distribuzione dei dividendi, *buyback*, etc.) e la spinta agli investimenti aziendali favorita dal passaggio ad un regime più inflazionistico e da tassi presumibilmente in ascesa.

In Cina, alla riapertura *post-lockdown* che aveva innescato una rapida ripresa economica ha fatto seguito un altrettanto veloce raffreddamento guidato prevalentemente dalla debolezza dei consumi domestici. Le autorità economiche cinesi hanno risposto attraverso stimoli frammentari senza dar luogo ad un intervento particolarmente deciso e strutturato. L'area presenta valutazioni ancora interessanti e le minori attese cicliche hanno determinato una discesa delle stime sulla crescita degli utili, anche se ancora su livelli complessivamente buoni.

In un mercato complessivamente meno direzionale si aprono anche opportunità di carattere tematico e settoriale. Tra queste, all'interno del settore tecnologico abbiamo una preferenza per il tema della *cybersecurity* grazie a prospettive favorevoli di medio-lungo periodo. Viene mantenuto inoltre il favore nei confronti del **settore energetico**, grazie alla disciplina dell'offerta e al miglioramento atteso dei profitti delle società del comparto. Infine, tra le componenti difensive, **si conferma l'interesse per le società che accrescono con regolarità la remunerazione a favore degli azionisti.**

RENDIMENTI DEI TITOLI GOVERNATIVI IN MARGINALE RIALZO

Sui mercati obbligazionari e in particolare nel segmento governativo abbiamo assistito di recente ad un rialzo dei tassi di interesse a lunga scadenza. Se durante lo scorso anno i rendimenti obbligazionari aumentavano a seguito dell'azione delle Banche Centrali nell'intento di rallentare l'inflazione, l'attuale quadro è caratterizzato da un percorso restrittivo arrivato al termine o già in gran parte scontato dal mercato. **La recente dinamica di aumento marginale dei tassi di interesse a lunga scadenza associata ad un certo irripidimento della curva trova principalmente ragione in una crescita che si è dimostrata migliore delle attese e l'aspettativa di tassi più elevati più a lungo.** Agli attuali livelli, che scontano già tale scenario, pensiamo che **la *duration* possa offrire diversificazione dal rischio ciclico in caso di deterioramento congiunturale.**

Gli spread delle obbligazioni *corporate investment grade* si sono compressi ritornando su livelli prossimi a quelli precedenti all'avvio della restrizione monetaria, anche nelle parti più basse dello spettro del *rating*. La decorrelazione tra tasso base e *spread* in caso di rischio ciclico e la più difensiva qualità del credito stabilizzano però l'*yield* totale. Questo supporta ancora la preferenza relativa per il comparto *investment grade* all'interno dei segmenti del credito.

La tenuta macroeconomica sta altresì contenendo i tassi di *default* e *downgrade* e gli *spread*, ma la ridotta attività di emissione attuale e la prospettiva di tassi più elevati più a lungo implicano possibile fragilità per gli emittenti più deboli, dato il progressivo incremento dei bond in scadenza. **Siamo pertanto sottopeso nella componente *high yield* preferendo l'assunzione di rischio ciclico attraverso la componente azionaria. La stessa preferenza per il credito di qualità definisce un approccio neutrale nei confronti del segmento emergente,** nonostante i tassi si collochino (in particolare nelle scadenze brevi/intermedie) su livelli interessanti.

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**

