



LA VIEW DI FIDEURAM ASSET MANAGEMENT

EDIZIONE 05.2024

SCENARIO MACROECONOMICO

Nel corso della prima parte dell'anno l'andamento della crescita a livello globale è risultato un poco più forte delle attese, con le sorprese al rialzo in Cina (dove il governo sembra ora intenzionato ad affrontare in modo più deciso la crisi del settore residenziale) e nell'Eurozona (uscita dalla fase di stagnazione iniziata a fine 2022 già nel primo trimestre) che hanno più che compensato quelle al ribasso negli USA (dove, peraltro, la crescita della domanda finale interna privata è rimasta robusta) e in Giappone. Dopo tre mesi di sorprese al rialzo, l'inflazione negli USA ha rallentato in linea con le attese in aprile, ma una conferma della decelerazione nella dinamica dei prezzi è necessaria perché la Fed proceda ad un primo taglio dei tassi in settembre, come prospettato dal nostro scenario. La BCE, d'altro lato, è ormai avviata a tagliare i tassi nella riunione di inizio giugno.

MERCATI AZIONARI



Il sovrappeso azionario dei portafogli è di entità media e poggia sull'idea che gli utili continuino il percorso di crescita, che nei prossimi trimestri ci aspettiamo si allarghi anche a quei settori e paesi che fino ad oggi hanno sottoperformato dal punto di vista reddituale la tecnologia e gli Stati Uniti. In tale ottica, a livello geografico rafforziamo il sovrappeso verso l'Europa, per il mix di evoluzione ciclica e dei profitti più favorevole e di valutazioni attrattive. Manteniamo il sovrappeso per il

mercato USA, dove le valutazioni sono più alte e con minori possibilità di espansione, ma il percorso degli utili è solido. Abbiamo una *view* neutrale su Giappone ed Emergenti.

A livello settoriale invece affrontiamo questa evoluzione con gradualità e mantenendo un peso ancora corposo nella tecnologia, introducendo ad esempio una piccola esposizione verso le società attive nella gestione delle reti e infrastrutture elettriche beneficiarie dell'aumento della spesa per investimenti in tecnologia, gestione dei dati, energia rinnovabile e sicurezza.

EUROPA



ABBASTANZA
POSITIVO

STATI UNITI



ABBASTANZA
POSITIVO

GIAPPONE



NEUTRO

EMERGENTI



NEUTRO

MERCATI OBBLIGAZIONARI



I portafogli mantengono un lieve sovrappeso di *duration* concentrato nella parte governativa, con preferenza per il mercato europeo e un complessivo sottopeso di rischio di credito. I recenti dati di inflazione segnalano la continuazione del percorso disinflattivo in Europa e lasciano la BCE nella condizione di tagliare i tassi a partire da giugno. Gli ultimi dati macro e la comunicazione della Fed tendono ad escludere la possibilità di ulteriore restringimento monetario e hanno riportato i tassi

a lunga USA all'interno di quella che consideriamo l'area di corretta valutazione, riducendo anche la volatilità che ha contraddistinto il mercato obbligazionario nei mesi scorsi. Nell'ambito del comparto del credito continuiamo a preferire i titoli societari a più alto merito di credito, *investment grade* e subordinazione finanziaria. Siamo neutrali sul debito emergente e più cauti sui titoli *high yield*. Questa impostazione dipende in parte dal livello relativamente compresso degli *spread*, ma anche e soprattutto dalla scelta di assumere il rischio attraverso la componente azionaria, fino a quando gli utili continuano a salire e a battere le stime

GOVERNATIVO



ABBASTANZA
POSITIVO

CORPORATE



NEUTRO

HIGH YIELD



ABBASTANZA
NEGATIVO

EMERGENTI



NEUTRO

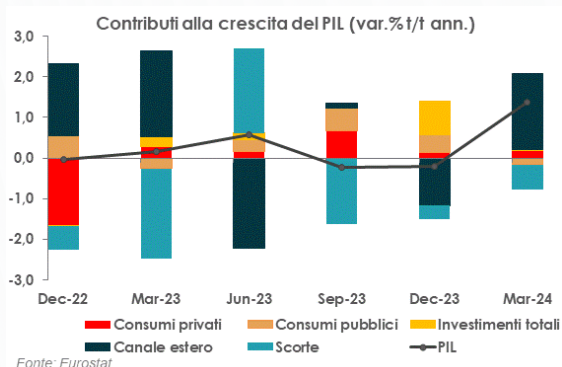
USA: L'INFLAZIONE SMETTE DI SORPRENDERE AL RIALZO IN APRILE

La crescita del PIL nel primo trimestre (1.6% ann.) ha rallentato più delle attese, ma l'andamento della domanda finale privata interna è stato in linea con i due trimestri precedenti. La crescita dovrebbe tornare ad accelerare nel trimestre in corso (poco sopra il 2.5%), ma nelle ultime settimane sono emersi anche alcuni segnali di rallentamento, sia dai dati reali (ad esempio le vendite al dettaglio di aprile) sia dalle survey su imprese e famiglie. Anche la crescita degli occupati ha rallentato in aprile, ma è rimasta ancora alquanto solida (175 mila addetti). Dopo tre sorprese al rialzo, la dinamica dei prezzi core ha rallentato in aprile (+0.29% m/m), esattamente in linea con le nostre attese. Il nostro scenario prospetta un ulteriore, ma molto modesto, rallentamento della crescita dei prezzi anche nei prossimi mesi, tale da rendere possibile un primo taglio della Fed nella riunione di settembre.

AREA EURO: BCE PRONTA A RIDURRE LA RESTRIZIONE MONETARIA A GIUGNO

Nel primo trimestre il PIL dell'Eurozona a sorpresa è cresciuto più delle attese, all'1.3% t/t annualizzato (attendevamo 0.5%, come la BCE), sostenuto dal canale estero. Da ora in avanti l'aumento dei salari reali dovrebbe finalmente consentire la ripresa anche della domanda interna. Il PMI Composite, del resto, è salito anche a maggio e ci sono segnali di risveglio del settore manifatturiero, le cui prospettive restano però incerte (la Commissione Europea sta per imporre tariffe sulle auto elettriche dalla Cina). In aprile l'inflazione nei servizi è scesa al 3.7% (dopo 5 mesi in cui è rimasta stabile al 4.0%) e, nonostante l'aumento dei salari negoziati nel primo trimestre (dal 4.5% al 4.7% a/a), la BCE rimane orientata a tagliare i tassi a giugno, convinta che la crescita dei salari abbia toccato il picco ciclico. Il taglio successivo dovrebbe avvenire non prima di settembre.

La domanda interna è stata molto debole dalla fine del 2022, ma dovrebbe accelerare nei prossimi trimestri



CINA: IMPORTANTE SVOLTA NELLE POLITICHE A SOSTEGNO DEL SETTORE IMMOBILIARE

I dati di aprile hanno fornito un quadro misto sull'andamento dell'attività economica con, da un lato, produzione industriale ed esportazioni superiori alle attese e, dall'altro, investimenti e consumi deludenti. A causa del debole andamento della domanda interna, confermiamo le nostre attese di rallentamento della crescita del PIL dal 6.6% al 4.1% ann. nel trimestre in corso. Per la prima volta, a fine aprile, il Politburo ha sottolineato la necessità di ridurre le scorte di case invendute e di gestire l'offerta aggiuntiva di nuove abitazioni. A metà maggio le autorità hanno poi presentato un pacchetto di misure per sostenere il settore immobiliare che prevede l'acquisto da parte dei governi locali delle case invendute e la loro conversione in edilizia popolare. Si tratta, a nostro avviso, di una svolta importante per il settore.

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	2,5	1,8	4,1	3,3	2,4	5,38	4,88	4,13
Area Euro	0,5	0,8	1,2	5,5	2,3	2,1	4,50	3,75	3,00
Giappone	1,9	0,4	1,2	3,2	2,5	2,0	-0,10	0,25	0,50
Cina	5,2	5,2	4,6	0,2	0,7	1,5	2,50	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

Le valutazioni sono relativamente contenute e, in termini relativi rispetto a quelle USA, a uno sconto marcato. Il *momentum* ciclico sta migliorando, e questo da un lato conferma la nostra attesa che il percorso di crescita sequenziale degli utili si rafforzi nei trimestri a venire e dall'altro permette anche alle società di migliorare le attese di crescita. Questo mix di crescita, valutazione e ciclo dei profitti ci porta a rafforzare l'esposizione già di sovrappeso nel mercato europeo.

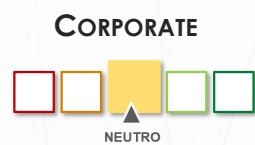
Manteniamo gli USA in sovrappeso per la forza dei profitti, fino ad ora migliori delle attese e attesi robusti anche nei trimestri a venire. Crediamo che il settore tecnologico continuerà ad avere buoni livelli di crescita, ma nella seconda parte dell'anno altri segmenti dovrebbero mostrare una crescita sequenziale in accelerazione. A fianco dell'esposizione tecnologica, che manteniamo nei portafogli, abbiamo iniziato un percorso di graduale aumento della diversificazione settoriale e di stile a favore di quelle componenti che hanno accumulato un *gap di performance* e valutazione rispetto alle *mega cap growth*.

Siamo neutrali sul Giappone dopo i forti rialzi dei mesi scorsi perché pensiamo che nel breve periodo i progressi di natura fondamentale siano in parte riflessi nelle valutazioni e nel posizionamento di mercato già relativamente favorevole alle azioni giapponesi. In un'ottica di più lungo periodo continuiamo a vedere il mercato giapponese caratterizzato da valutazioni che possono ulteriormente espandersi e utili in crescita, grazie al rialzo delle aspettative di inflazione, al percorso di ristrutturazione dei bilanci e all'aumento della spesa per investimenti.

Manteniamo un posizionamento complessivamente neutrale sui mercati emergenti ma cominciamo ad evidenziare alcuni elementi di maggiore positività per l'area o quanto meno per alcuni paesi, ovvero condizioni cicliche in miglioramento, inflazione prossima agli obiettivi delle rispettive banche centrali, valutazioni attraenti, misure cinesi sulla buona strada anche se non ancora sufficienti. Rimane per contro una maggiore volatilità legata anche all'impatto dei tassi di cambio (dollaro in primis) e al rischio politico.



MERCATI OBBLIGAZIONARI



Manteniamo un sovrappeso con preferenza per la parte europea, sulla base di una elevata probabilità che la BCE inizi la fase espansiva in giugno. Riteniamo che l'area di corretta valutazione del Bund a 10 anni sia tra 2,3% e 2,5%. Gli *spread* periferici sono nella parte bassa del *range* di corretta valutazione ma non ci aspettiamo un brusco allargamento, soprattutto nelle scadenze più brevi. In USA confermiamo il *range* di corretta valutazione del Treasury a 10 anni in area 4.3%-4.5%, ma la forte dipendenza dai dati può generare una certa volatilità, nonostante la comunicazione della Fed tenda ad escludere l'ipotesi di rialzo dei tassi di politica monetaria.

La riduzione della volatilità e la recente comunicazione delle Banche Centrali supportano un contesto più favorevole per strategie di *carry*. Nonostante gli *spread* siano relativamente contenuti, il rendimento totale è attraente, e l'*investment grade* rimane il segmento che preferiamo insieme a quello della subordinazione finanziaria. Manteniamo però un posizionamento neutrale perché la componente di maggiore attrattività del rendimento è offerta dal tasso base e, in generale in questa fase preferiamo assumere rischio azionario rispetto a quello di credito.

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 per contenere il rischio di credito che si può generare dal mantenimento di tassi alti da parte delle banche centrali e in quanto tra gli asset rischiosi preferiamo le azioni, almeno fintanto che le società continueranno a mostrare capacità di crescita e revisione al rialzo degli utili.

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, e sul fronte valutario non escludiamo momenti di debolezza. Siamo comunque dell'idea che il contesto ciclico e l'evoluzione della politica monetaria americana stiano evolvendo in senso più favorevole per gli asset emergenti.

INDICAZIONI POSITIVE DAGLI UTILI E PROSPETTIVE VERSO UN ALLARGAMENTO DELLA LEADERSHIP DI MERCATO

L'esposizione azionaria vede la conferma di un moderato sovrappeso, di recente leggermente incrementato, **concentrato** geograficamente negli Stati Uniti e in Europa, a fronte di un posizionamento neutrale nei confronti di Giappone e paesi emergenti.

L'area ad essere stata la **principale beneficiaria** del più recente aumento di esposizione è l'**Europa**, grazie anche alle indicazioni positive derivanti dagli utili del primo trimestre. Le **sorprese al rialzo** dell'*earnings season* (sia pure ancora con una crescita negativa) e l'uscita dalla stagnazione economica hanno convalidato la prospettiva di una svolta del ciclo degli utili, dopo la debolezza degli scorsi trimestri, a cui si affiancano inoltre valutazioni che nel complesso sono ancora interessanti.

Negli Stati Uniti, la stagione degli utili appena conclusa ha visto il **proseguimento delle sorprese al rialzo**, che hanno guidato anche una revisione degli utili prospettici. La forza degli utili e la **capacità di battere le stime** supporta il mantenimento di un moderato sovrappeso dell'azionario americano, che alla dinamica degli utili affianca buoni fondamentali, **nonostante le valutazioni siano elevate**.

Il contributo del settore della tecnologia alla crescita degli utili si mantiene ancora alto anche in prospettiva, ma **ci attendiamo un'accelerazione** da parte del resto del mercato nella seconda parte dell'anno. Questo implica che a fianco di un'esposizione **ancora corposa** verso la tecnologia, **l'allargamento della leadership vada a favore di componenti più cicliche e value**. Questa dinamica, che a livello geografico si è tradotta in una **maggiore esposizione** verso l'Europa, a livello tematico ha visto l'introduzione di un'esposizione dedicata alle società attive nella gestione delle reti e infrastrutture elettriche che sono beneficiarie dell'aumento della spesa per investimenti in tecnologia, gestione dei dati, energia rinnovabile e sicurezza.

Sui mercati emergenti **manteniamo un posizionamento neutrale**, ma iniziamo ad evidenziare alcuni elementi di **maggiore positività** quantomeno per alcuni paesi. Le valutazioni aziendali **rimangono attraenti in chiave storica** sia in termini assoluti che in relativo rispetto ai mercati sviluppati. In alcuni contesti, come nell'area latino-americana e asiatica **la crescita degli utili è elevata** e la qualità delle aziende in miglioramento. Rimane per contro una **maggiore volatilità** legata anche all'impatto dei tassi di cambio.

Il recente *rally* del mercato cinese ha trovato trazione nelle valutazioni compresse e nel basso posizionamento degli investitori, mentre le stime sugli utili **continuano ad essere riviste dal ribasso**. In prospettiva la direzionalità del mercato cinese appare influenzata da un lato dalla capacità di attrarre i flussi degli investitori istituzionali, dall'altra dai provvedimenti che verranno annunciati dai **policy makers** nelle prossime settimane.

I DATI DI INFLAZIONE E LA COMUNICAZIONE DELLA FED ALLONTANANO I TIMORI DI TIGHTENING

Anche nella componente obbligazionaria non sono intervenute modifiche sostanziali di impostazione, **mantenendo invariato** il leggero sovrappeso di *duration*, che è concentrato nella parte governativa con preferenza per il mercato europeo, e un complessivo sottopeso di rischio di credito.

I recenti dati di inflazione più favorevoli e l'intervento del presidente della Fed Powell a margine della riunione di maggio, che ha **escluso** l'ipotesi di un rialzo dei tassi, **hanno ridotto significativamente** la probabilità di un riavvio della restrizione monetaria che il mercato aveva introdotto dopo il sorprendente dato del CPI di marzo. Confermiamo l'area di corretta valutazione del Treasury a 10 anni tra il 4.3% ed 4.5%, ma la forte dipendenza dai dati può generare una certa volatilità.

Continuiamo a pensare che per il mercato sia **più importante** che la Fed inizi a tagliare i tassi rispetto alla dimensione complessiva della riduzione e **non ci attendiamo** che questi intraprendano a breve un significativo percorso di discesa **basato sui fondamentali** (al di là di movimenti legati al riposizionamento di operatori di mercato più flessibili ad es. CTA). Inoltre, soprattutto per quanto riguarda le tempistiche di avvio dei tagli dei tassi **abbiamo maggiore incertezza nei confronti della Fed rispetto alla BCE**. Questo **ci porta a preferire** in questa fase la *duration* europea, dove il mercato incorpora con probabilità quasi piena l'annunciato ribasso dei tassi nella riunione di giugno. Anche in questo caso si **stanno riducendo le probabilità di una manovra più incisiva**, sia per i primi segnali di miglioramento ciclico che per la "pausa forzata" della Fed. Riteniamo che l'area di corretta valutazione del Bund a 10 anni sia tra 2,3% e 2,5%, livelli che ci sembrano già incorporare l'uscita dalla stagnazione e un percorso di tagli dei tassi più lento. **Manteniamo un posizionamento di cautela sul rischio di credito**, favorendo le componenti a più alto merito di credito, *investment grade* e i titoli della subordinazione finanziaria. **Siamo più cauti su emergenti** e, soprattutto, *high yield*. Questo non dipende da un incremento rilevante del tasso di *default*, ma soprattutto dalla **preferenza che abbiamo per le azioni**, almeno fino a che vedremo gli utili societari migliorare e le società essere in grado di battere le stime.

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**

