

LA VIEW DI FIDEURAM ASSET MANAGEMENT

EDIZIONE 06.2024

SCENARIO MACROECONOMICO

L'incertezza sulle prospettive dell'inflazione sta inducendo cautela nell'atteggiamento delle principali banche centrali delle economie avanzate. Come ampiamente atteso, la BCE a inizio giugno ha tagliato i tassi, pur alzando le proprie previsioni d'inflazione, ma non ha dato indicazioni riguardo alle mosse successive. Anche la Fed è stata molto cauta, riducendo da tre a soltanto uno i tagli attesi entro fine anno nelle proiezioni dei membri del FOMC, nonostante la notevole sorpresa al ribasso nell'inflazione di maggio. Il nostro scenario non è invece cambiato: prevediamo un taglio della Fed in settembre, seguito da un altro in dicembre, mentre nel caso della BCE prevediamo due altri tagli dopo quello deciso a giugno (anche in questo caso nelle riunioni di settembre e dicembre). Da notare infine il ritorno del rischio politico in Europa con le elezioni anticipate in Francia indette a sorpresa dal Presidente Macron dopo i risultati del voto per il Parlamento europeo.

MERCATI AZIONARI



Manteniamo un sovrappeso azionario di entità media nei nostri portafogli, legato alla revisione al rialzo degli utili e alla prospettiva di un allargamento nei prossimi trimestri a quei settori e paesi che fino ad oggi hanno sottoperformato dal punto di vista reddituale la tecnologia e gli Stati Uniti.

A livello settoriale 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.

A livello geografico il sovrappeso azionario riguarda principalmente USA ed Europa. Quest'ultima dai risultati dal primo trimestre ha dato segnali di recupero del ciclo economico e degli utili, nonostante la decisione di indire elezioni anticipate in Francia abbia reintrodotta un premio per il rischio politico negli asset europei (e principalmente francesi) e potrebbe creare volatilità almeno fino agli esiti della consultazione.

Su Giappone e paesi emergenti abbiamo un posizionamento neutrale.

EUROPA



STATI UNITI



GIAPPONE



EMERGENTI



MERCATI OBBLIGAZIONARI



I portafogli mantengono un lieve sovrappeso di duration concentrato nella parte governativa, con preferenza per la parte europea e un complessivo sottopeso di rischio di credito, principalmente per i segmenti più speculativi (high yield).

La BCE ha avviato la fase di riduzione dei tassi di interesse in giugno e la Fed ha indicato la possibilità di un unico ribasso nel 2024 ma non ha ridotto la dimensione complessiva dei tagli per il futuro prevedibile (fine 2025). Questo riduce lo spazio di rialzo dei tassi, anche in un contesto di incertezza sul percorso di politica monetaria e di stretta dipendenza dai dati. La reintroduzione di rischio politico in Francia ha portato anche ad un allargamento degli spread periferici, che rientra per ora in un range di normale volatilità (ritorno sui livelli di inizio anno) ed è in parte bilanciato dalla discesa del tasso base tedesco. All'interno del credito preferiamo il segmento di qualità e la subordinazione bancaria. I portafogli mantengono l'assunzione di rischio ciclico attraverso l'esposizione azionaria e siamo sottopesati di credito societario high yield e neutrali di debito emergente.

GOVERNATIVO



CORPORATE



HIGH YIELD



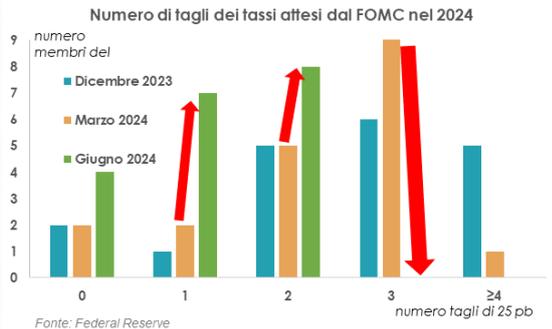
EMERGENTI



USA: SOLLIEVO DALL'INFLAZIONE DI MAGGIO (MA NON ANCORA PER LA FED)

Dopo essere stata molto elevata nei primi quattro mesi dell'anno (e decisamente sopra le attese in gennaio e marzo), **la crescita dei prezzi core ha notevolmente rallentato in maggio** (+0.16% m/m), grazie al sensibile rallentamento dei prezzi dei servizi al netto degli affitti, la componente più sensibile alle condizioni del mercato del lavoro (e, di conseguenza, monitorata con attenzione dalla Fed). Nonostante la sorpresa nell'inflazione di maggio, la riunione della Fed che si è conclusa il 12 giugno (lo stesso giorno in cui sono stati pubblicati i dati d'inflazione) ha **mandato un segnale di notevole cautela**. In particolare, le nuove proiezioni sui tassi dei membri del FOMC incorporano ora un solo taglio dei tassi entro fine anno contro tre previsti in marzo (e una previsione di consenso di due tagli). **Manteniamo comunque invariata la nostra attesa di un primo taglio in settembre** e di un altro in dicembre.

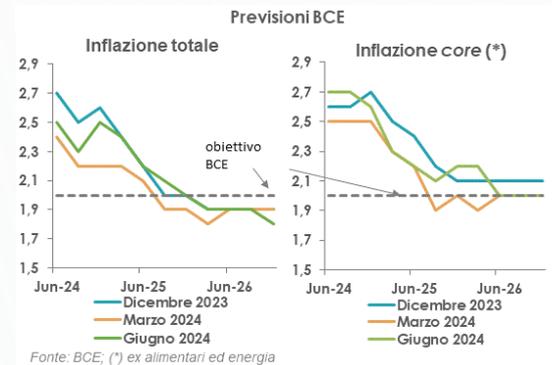
Le proiezioni sui tassi dei membri della Fed si sono mosse in maniera più cauta delle attese nella riunione di giugno



AREA EURO: TENSIONI POLITICHE E COMMERCIALI

Nella riunione del 6 giugno la BCE ha tagliato i tassi di 25 pb, in linea con le attese: nonostante la risalita dell'inflazione a maggio e la revisione al rialzo delle proprie previsioni di inflazione e crescita, la BCE è rimasta convinta che sia comunque opportuno iniziare a ridurre la restrizione monetaria. **Non si è però impegnata in alcun modo sulle mosse future**: le attese, nostre e di mercato, sono per un secondo taglio a settembre, se l'inflazione rallenterà durante l'estate. **L'incertezza politica è molto aumentata** con l'esito delle elezioni europee (peraltro risultate nel complesso in linea con le attese): **in Francia il Presidente Macron ha sciolto il Parlamento e indetto nuove elezioni** con il primo turno il 30 giugno, che potrebbero portare per la prima volta al governo il partito di estrema destra di Le Pen. A sua volta, la Commissione Europea **ha alzato le tariffe sulle importazioni di auto elettriche** di tre produttori cinesi, aumentando la tensione commerciale con la Cina.

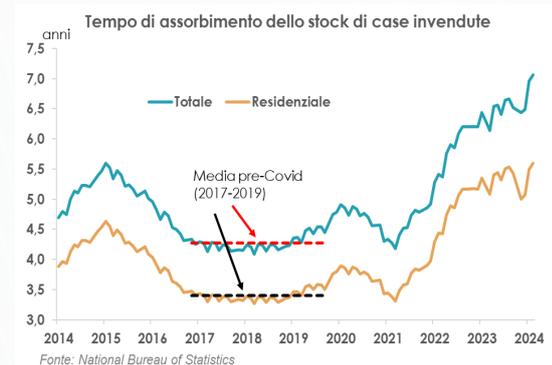
La domanda interna è stata molto debole dalla fine del 2022, ma dovrebbe accelerare nei prossimi trimestri



CINA: SI PUÒ FARE DI PIÙ

Anche i dati di maggio hanno fornito un quadro misto sull'andamento dell'attività economica: le esportazioni e le vendite al dettaglio sono state superiori alle attese, mentre investimenti e produzione industriale sono risultate deludenti. Confermiamo le nostre attese di rallentamento della crescita del PIL dal 6.6% al 4.1% ann. nel trimestre in corso. **I dati di maggio hanno anche evidenziato la prosecuzione della crisi del settore immobiliare**: le vendite sono rimaste deboli e i prezzi hanno continuato a diminuire. Le politiche a sostegno del settore annunciate a metà maggio impiegheranno qualche mese prima di manifestare i propri effetti. Nei prossimi mesi le autorità potrebbero decidere un nuovo taglio dei tassi di interesse o ampliare i fondi destinati alla gestione dello stock di case invendute.

Il tasso di assorbimento dello stock di case invendute è ai minimi dal 2014



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 | 2,3 | 1,8 | 4,1 | 3,2 | 2,3 | 5,38 | 4,88 | 4,13 |
| Area Euro | 0,5 | 0,7 | 1,2 | 5,5 | 2,3 | 2,1 | 4,50 | 3,75 | 3,00 |
| Giappone | 1,8 | 0,5 | 1,2 | 3,2 | 2,8 | 2,3 | -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

Il sovrappeso si basa su valutazioni relativamente contenute e a sconto rispetto a quelle USA, e sul miglioramento delle condizioni cicliche e reddituali. Riteniamo che il *gap* con gli USA in termini di dinamica degli utili possa ridursi nel corso dei prossimi trimestri. Le elezioni inglesi e soprattutto francesi possono produrre una certa volatilità nel breve ma il mercato ha già introdotto un certo premio per il rischio politico.

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 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 impostato positivamente, 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 un po' di volatilità legata anche in questo contesto agli esiti elettorali.



MERCATI OBBLIGAZIONARI



Manteniamo un sovrappeso per la parte governativa con preferenza per la parte europea, dove la BCE ha già iniziato la riduzione dei tassi di riferimento; anche se non ha dato indicazioni chiare sul successivo percorso di politica monetaria, la direzione discendente limita il potenziale di rialzo dei tassi. La reintroduzione di rischio politico in Francia ha portato anche ad un allargamento degli *spread* periferici, che rientra per ora in un range di normale volatilità (ritorno sui livelli di inizio anno) ed è in parte bilanciato dalla discesa del tasso base tedesco.

La Fed ha ridotto il numero di tagli per l'anno in corso ma non la dimensione complessiva del ribasso, per cui rimane una maggiore dipendenza dai dati.

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. Preferiamo evitare i rischi connessi sulle frange più fragili di un periodo prolungato di tassi elevati e favoriamo l'assunzione di rischio ciclico attraverso la componente azionaria fin quando gli utili sono solidi e si dimostrano in grado di battere le stime.

In generale, siamo cauti sulle componenti più volatili e di minore qualità del segmento obbligazionario, più esposte ai dati macroeconomici e ai movimenti dei tassi. La posizione sugli emergenti è nel complesso neutrale perché il *carry* offerto è relativamente generoso in senso assoluto e il contesto ciclico e l'evoluzione della politica monetaria americana stiano evolvendo in senso più favorevole per gli *asset* emergenti.

LA REVISIONE AL RIALZO DEGLI UTILI GUIDA I MERCATI AZIONARI

La struttura dell'esposizione azionaria non si modifica, mantenendo un complessivo sovrappeso, in una misura che può essere definita di media dimensione. In termini geografici **la sovraesposizione è sempre concentrata negli USA ed in Europa**, a fronte di un posizionamento neutrale verso il Giappone ed i paesi emergenti.

Il sovrappeso azionario poggia sull'idea che **il ciclo dei profitti continui ad essere abbastanza robusto**, caratterizzato da un progressivo miglioramento della crescita trimestrale degli utili e dalla capacità delle società di continuare a superare le stime di consenso.

Guardando all'esposizione azionaria americana, si osserva come questa **presenti valutazioni relativamente più ricche** rispetto al resto del mondo. Al momento non riteniamo però che siano le valutazioni il principale elemento a supporto dei mercati azionari, quanto piuttosto la dinamica di crescita degli utili, ragione per la quale poniamo molta enfasi sull'andamento reddituale delle società. I mercati azionari USA, nonostante le valutazioni elevate, **rimangono infatti moderatamente sovrappesati nei nostri portafogli**, proprio per via del sostegno che viene dai buoni fondamentali e dalla forza dei profitti, fino ad ora migliori delle attese e prospetticamente solidi anche nei trimestri a venire. Di recente negli USA abbiamo assistito ad un ulteriore *rally* di mercato ancora guidato dai titoli tecnologici e in particolare dal comparto dei semiconduttori legati allo sviluppo delle infrastrutture di intelligenza artificiale.

Il sovrappeso in Europa deriva dal mix di utili in crescita, andamento ciclico e valutazioni favorevoli. Prospetticamente, il percorso di crescita sequenziale degli utili **vede gradualmente l'Europa accelerare** e avvicinare sul finire dell'anno i tassi di crescita degli utili attesi per l'indice americano S&P 500. Infine, rispetto al mercato americano **l'Europa può contare anche su valutazioni relative contenute e a sconto rispetto agli USA**.

Riteniamo inoltre che vi sia progressivamente spazio per il resto del mercato **nel contribuire maggiormente alla crescita degli utili**.

Dal punto di vista settoriale e tematico crediamo che il settore tecnologico continuerà ad avere buoni livelli di crescita dei profitti, ma nella seconda parte dell'anno anche altri segmenti dovrebbero mostrare una crescita sequenziale in accelerazione. Questo allargamento della leadership a favore delle componenti più cicliche e *value* viene tuttavia affrontato in modo graduale e mantenendo un peso ancora corposo nella tecnologia.

LA BCE AVVIA IL PERCORSO DI TAGLIO DEI TASSI

Come ampiamente atteso è finalmente **iniziata l'attività di riduzione della restrizione monetaria da parte della BCE**, nonostante la contestuale revisione al rialzo delle aspettative di crescita e di inflazione.

Come avevamo sottolineato anche in precedenza, **riteniamo infatti che sia più importante** che le banche centrali inizino a tagliare i tassi di interesse rispetto alla dimensione complessiva dei tagli. Questo perché l'avvio della riduzione rimuove **con decisione dal pricing di mercato** gli scenari pur marginali in termini di probabilità di ulteriore restrizione, e contribuisce a definire un comportamento un po' più prevedibile dell'andamento dei tassi governativi.

L'incertezza per la Fed in questa fase è **maggiore** poiché legata non soltanto all'intensità e al ritmo del ciclo espansivo ma anche alla tempistica di avvio. Il dato di CPI di maggio sorprendentemente **molto al di sotto delle attese** è però positivo poiché va nella direzione di una conferma del processo di disinflazione.

Come emerso anche nella conferenza della BCE non siamo all'inizio di un percorso pluriennale di rapida e lineare riduzione dei tassi di interesse. Si tratta piuttosto **dell'avvio di una fase di maggiore stabilizzazione** (pur attendendoci elementi di volatilità di breve periodo legati al flusso di dati macro) dei tassi decennali che rende prospetticamente meno sfidante anche il contesto in cui si muovono le classi di attivo rischiose.

Manteniamo il marginale sovrappeso verso la componente governativa con preferenza per la parte europea, sulla base di una minore incertezza per il percorso di politica monetaria. L'attuale livello del Bund resta all'interno del nostro range di corretta valutazione posto in area 2.3%-2.5%. Negli USA i dati di inflazione hanno portato il Treasury a 10 anni leggermente al di sotto del range 4.3%-4.5%, che consideriamo di corretta valutazione.

Manteniamo un posizionamento di cautela sul rischio di credito. Le componenti che favoriamo in quest'ambito sono sempre quelle a più alto merito di credito, *investment grade* e i titoli della subordinazione finanziaria. Quest'ultima presenta un migliore rendimento e una più bassa duration a fronte di una buona qualità degli emittenti. **Siamo più cauti su emergenti e, soprattutto, high yield.** Questa impostazione dipende in parte dal livello relativamente compresso degli spread, 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**

