

# LA VIEW DI FIDEURAM ASSET MANAGEMENT

EDIZIONE 10.2024

## SCENARIO MACROECONOMICO

Nel corso delle ultime settimane si è assistito ad una svolta in senso meno restrittivo della politica monetaria nelle economie avanzate (con il taglio di 50 pb da parte della Fed nella riunione di settembre e con la decisione della BCE di ridurre ancora i tassi in ottobre, dopo il taglio deciso appena cinque settimane prima in settembre) e ad una serie di annunci di politica economica da parte delle autorità cinesi molto più espansivi delle attese (anche se rimane incerta l'entità complessiva delle misure, soprattutto sul versante fiscale). Negli USA, peraltro, i dati più recenti hanno largamente ridimensionato gli elementi di debolezza del mercato del lavoro che avevano indotto la Fed ad optare per una mossa molto aggressiva in settembre. Da notare, infine, che l'esito delle elezioni negli USA potrebbe avere implicazioni economiche rilevanti a livello domestico e globale.

## MERCATI AZIONARI



Il veloce recupero dei livelli prossimi ai massimi dopo la correzione di agosto ci porta a mantenere neutrale l'esposizione azionaria. I dati macro e l'iniziale dose di stimolo cinese rafforzano la percezione della tenuta ciclica e l'attesa di una continuità della crescita degli utili.

Tuttavia, le valutazioni scontano già in buona parte la crescita degli utili del 2025 e la scadenza elettorale americana, che storicamente non è quasi mai stata un game changer, rappresenta nel breve una ulteriore fonte di incertezza. Dal punto di vista geografico manteniamo le principali aree in prossimità della neutralità, con un favore per le azioni inglesi in ambito europeo. Al momento, vediamo il recupero del mercato cinese come il risultato di un riposizionamento da parte degli investitori, che può anche proseguire nell'immediato, ma non ancora un cambiamento strutturale dello scenario. Anche dal punto di vista settoriale e tematico abbiamo un posizionamento relativamente diversificato e con rischi attivi contenuti, ma anticipiamo la possibilità che questa impostazione possa essere modificata a favore delle componenti più value e cicliche, in presenza di un quadro macro.

### EUROPA



NEUTRO

### STATI UNITI



NEUTRO

### GIAPPONE



NEUTRO

### EMERGENTI



NEUTRO

## MERCATI OBBLIGAZIONARI



I portafogli sono impostati con una *duration* un po' superiore a quella dei *benchmark* e una preferenza per il rischio di credito di alta qualità (corporate investment grade e subordinazione finanziaria). Il peso della componente governativa è tra il neutrale e il lieve sovrappeso in quanto la tenuta ciclica mostrata dagli ultimi dati ha ridotto la dimensione dei tagli complessivi attesi dalla Banche Centrali e riportato i tassi core nella parte alta del range di corretta valutazione. Agli attuali

livelli (oltre 4.1% per il decennale USA e 2.3% circa per quello tedesco), inoltre, i titoli di stato core hanno riacquisito capacità di decorrelazione del rischio azionario qualora il quadro macro peggiorasse. 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. Ai primi preferiamo la gestione tattica del rischio azionario; i secondi appaiono esposti al risultato delle elezioni USA e alla conseguente politica tariffaria.

### GOVERNATIVO



NEUTRO

### CORPORATE



ABBASTANZA  
 POSITIVO

### HIGH YIELD



ABBASTANZA  
 NEGATIVO

### EMERGENTI



NEUTRO

## USA: OCCHI PUNTATI SULLE ELEZIONI

I dati sul mercato del lavoro di settembre, con un aumento di 254 mila addetti e la marcata discesa del tasso di disoccupazione, hanno **decisamente ridimensionato gli elementi di debolezza che erano emersi in luglio e agosto** e che avevano indotto la Fed a procedere con un taglio aggressivo dei tassi di riunione di settembre. Il ritrovato vigore nelle condizioni del mercato del lavoro ha pertanto azzerato la probabilità di un altro taglio di 50 pb nella prossima riunione della Fed che si concluderà il 7 novembre e per la quale **l'esito più probabile appare un taglio di 25 pb** (la stessa decisione è poi attesa per la riunione di metà dicembre). Il risultato delle elezioni del 5 novembre, il cui esito risulta ancora incerto, potrebbe inoltre avere implicazioni non trascurabili sullo scenario economico nei prossimi anni.

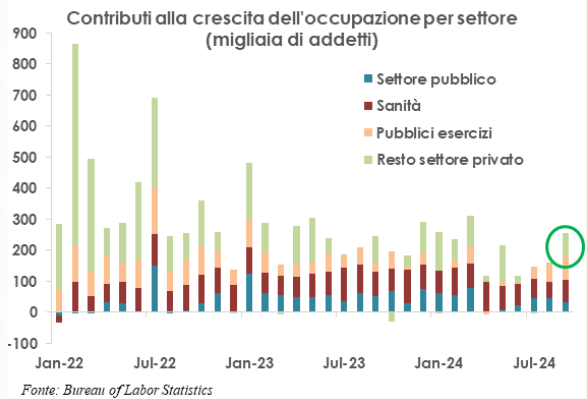
## AREA EURO: LA BCE ACCELERA IL TAGLIO DEI TASSI

Due sorprese hanno caratterizzato lo scenario macro nell'ultimo mese e convinto la BCE a rimuovere la restrizione monetaria più rapidamente del previsto: da un lato, **l'ulteriore indebolimento della fiducia delle imprese** a settembre, anche nel settore dei servizi, **dall'altro, l'inflazione, sempre di settembre, che ha sorpreso al ribasso**, scendendo all'1.7% dal 2.2% di agosto (rispetto ad attese di 1.9%-2%). Inoltre, la politica fiscale dovrà diventare più restrittiva dal 2025, dopo l'espansione avvenuta per fronteggiare la pandemia, come richiesto dal nuovo Patto di Stabilità. Pertanto, **la BCE nella riunione di ottobre ha tagliato ancora i tassi di 25pb**, dopo sole cinque settimane dal taglio di settembre. Ci attendiamo che la BCE continui a tagliare ancora i tassi ad ogni riunione almeno fino alla prossima primavera.

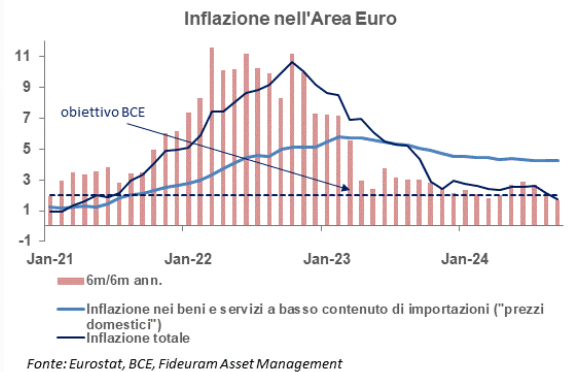
## CINA: PUNTO DI MINIMO DELLA CRESCITA PROBABILMENTE SUPERATO

Nel terzo trimestre la crescita del PIL ha accelerato dal 2.0% al 3.6% annualizzato, con la maggior parte dei dati di settembre risultati superiori alle attese, anche se è proseguita la debolezza nel settore immobiliare. A partire dalla fine di settembre una serie di annunci da parte prima delle autorità di politica monetaria e poi anche fiscali hanno sorpreso positivamente le attese, facendo emergere un maggior coordinamento tra la autorità di politica economica e una maggiore determinazione per raggiungere l'obiettivo di crescita per l'anno in corso. Prevediamo pertanto una crescita del 4.8% per quest'anno, con un quarto trimestre in forte accelerazione (6.5% annualizzato) e del 4.7% per il 2025 (riviste al rialzo rispettivamente dal 4.7% e 4.5%).

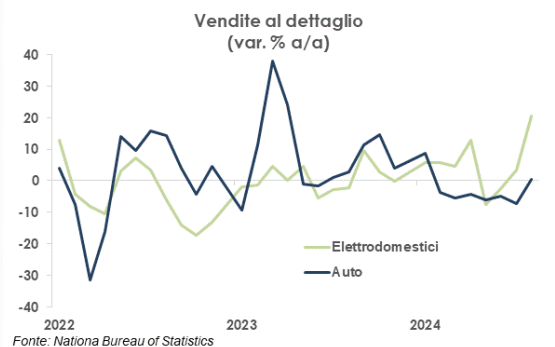
### L'occupazione è tornata a crescere su ritmi elevati in settembre



### L'inflazione ha sorpreso al ribasso a settembre, scendendo sotto il 2%



### Accelerazione nelle vendite di elettrodomestici e auto in settembre grazie agli incentivi del Governo



## 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	2,6	2,0	4,1	3,0	2,3	5,38	4,63	3,63
Area Euro	0,5	0,7	0,8	5,5	2,3	2,0	4,00	3,00	1,75
Giappone	1,7	-0,1	1,0	3,2	2,5	2,0	-0,10	0,25	0,50
Cina	5,2	4,8	4,7	0,2	0,4	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

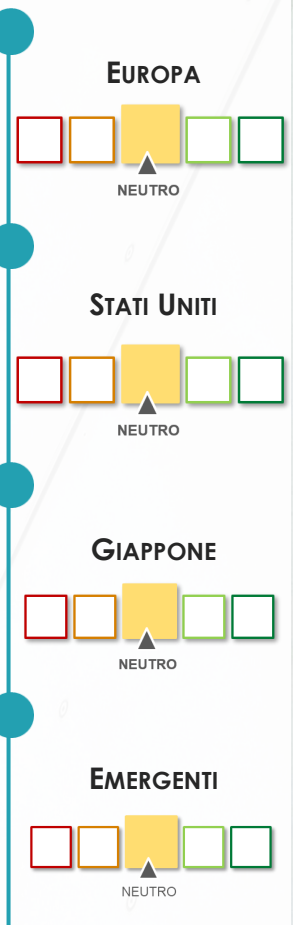
## MERCATI AZIONARI

Le valutazioni sono attraenti rispetto a quelle USA, ma l'evoluzione ciclica è meno brillante di quanto previsto. Pensiamo che il ciclo dei profitti possa comunque rafforzarsi nei trimestri a venire, grazie anche al maggior supporto di politica monetaria. Manteniamo una preferenza per il mercato inglese, dove il contesto istituzionale e politico è percepito in miglioramento e le valutazioni presentano ancora uno sconto significativo. Dal punto di vista settoriale il settore bancario presenta utili in crescita, nonostante il minor contributo atteso del margine di interesse, e valutazioni interessanti.

Siamo neutrali sulle azioni USA in quanto le valutazioni già scontano una dinamica favorevole degli utili anche per gran parte del prossimo anno. Continuiamo a credere che lo scenario più probabile sia quello di *soft landing* per l'economia e di continuità del ciclo di crescita degli utili. Tuttavia, l'incertezza macro è aumentata, anche per l'approssimarsi delle scadenze elettorali. Limitiamo in questa fase la dimensione delle scommesse attive di carattere tematico, ma il nostro scenario macro è compatibile con un ampliamento del mercato a favore di quelle componenti che hanno accumulato un gap di performance e valutazioni rispetto alle *mega cap growth*.

Siamo neutrali sul Giappone in quanto i progressi di natura fondamentale appaiono riflessi nelle valutazioni e nel posizionamento di mercato. Inoltre, un'eventuale fase di rafforzamento del cambio rappresenta un elemento di ulteriore incertezza per il mercato nel breve periodo. Tuttavia, in un'ottica di maggiore respiro vediamo le azioni giapponesi caratterizzate da valutazioni con spazio di espansione e utili in crescita, grazie al rialzo delle aspettative di inflazione, al percorso di ristrutturazione dei bilanci e all'aumento della spesa per investimenti.

Il recente forte recupero della Cina fa seguito ad uno stimolo più vigoroso da parte delle autorità di governo. La parte fiscale però delle misure non è ancora ben definita né in termini di contenuto che di entità. Per il momento la risalita del mercato cinese sembra derivare più da un riposizionamento degli investitori che da un cambiamento strutturale dello scenario. Sugli emergenti in generale, l'evoluzione macro è favorevole (tassi, stimolo cinese, *soft landing*) ma rimane l'incertezza politica qualora dopo le elezioni americane ci fosse un ritorno ad un utilizzo più ampio delle tariffe sul commercio internazionale.



## MERCATI OBBLIGAZIONARI

### GOVERNATIVO



Il peso nei portafogli è di neutralità o lieve sovrappeso nell'idea che l'equilibrio della struttura dei tassi si sia abbassata rispetto ai mesi scorsi grazie alla riduzione dell'inflazione, alla riduzione dei tassi da parte delle Banche Centrali e ai segnali macro più misti. Il recente movimento al rialzo ha portato i rendimenti dei titoli di Stato nella parte alta del nostro range di corretta valutazione, conferendo al margine maggiore attrattività all'*asset class* nel breve. In Europa, ed in particolare nei tassi *core*, vediamo un rischio inferiore rispetto agli USA di irripidimento della parte a più lunga scadenza della curva. 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 di 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, offrono un extra-rendimento rispetto ai titoli di stato. Rappresentano elementi di supporto da un lato la tenuta ciclica, dall'altro i tagli dei tassi da parte delle Banche Centrali che definiscono un 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 delle banche centrali.

### EMERGENTI



La posizione sugli emergenti è nel complesso neutrale perché il *carry* offerto è relativamente generoso in senso assoluto ma, per quanto l'evoluzione delle condizioni macroeconomiche (tassi, stimolo cinese, *soft landing*) gradualmente evolva in direzione favorevole per gli emergenti, permane l'incertezza sul fronte politico e valutario qualora le elezioni americane dovessero aprire la strada ad un aumento delle tariffe sugli scambi commerciali. Abbiamo una posizione di favore nei confronti dei bond indiani.

## NEUTRALI DOPO I RECENTI RIALZI

La struttura dell'esposizione azionaria si mantiene neutrale, sia nel complesso, che nelle singole aree geografiche. Rispetto al sovrappeso azionario mantenuto per gran parte dell'anno ci poniamo in una **posizione più equilibrata**, con minori scelte attive anche dal punto di vista geografico, settoriale e tematico. L'attuale esposizione riflette l'idea che **l'economia stia andando verso un percorso di "atterraggio morbido"** e che, anche al netto di una maggiore incertezza macroeconomica, **il ciclo di crescita degli utili possa proseguire**. Una dinamica ancora positiva degli utili rappresenta un limite ad una significativa discesa dei mercati. Per contro le valutazioni elevate, specialmente per il mercato americano **incorporano gran parte della crescita degli utili attesa per i prossimi trimestri**. Inoltre, le performance estremamente positive degli ultimi due anni hanno portato **i mercati a livelli storicamente alti**. Pertanto, si ritiene che, nell'attuale scenario di tenuta ciclica, eventuali correzioni o **momenti di debolezza potrebbero offrire opportunità per incrementare moderatamente il peso azionario**.

Negli USA il mercato ha recentemente beneficiato di un miglioramento della percezione nelle prospettive macroeconomiche, evidenziato da una **rotazione settoriale dalle componenti difensive verso quelle più legate al ciclo economico**. Tuttavia, le valutazioni elevate a cui si aggiungono le incertezze legate alle elezioni, suggeriscono un atteggiamento neutrale.

In Europa si mantiene un **posizionamento neutrale** con una leggera preferenza per il **Regno Unito**, dove le **valutazioni sono più attraenti**. Le revisioni degli utili nell'area restano deboli, soprattutto a causa delle **difficoltà economiche in Germania** e dell'**impostazione più restrittiva della politica fiscale in alcuni paesi**.

Per quanto riguarda l'azionario giapponese, si riconoscono ancora nel medio termine **margin di crescita grazie all'impatto delle riforme di corporate governance e all'uscita dalla deflazione**, ma si mantiene un **posizionamento neutrale** poiché molto appare già riflesso nelle valutazioni e un possibile rafforzamento dello yen crea incertezza. Abbiamo un **posizionamento neutrale sui mercati emergenti** e abbiamo adottato un **approccio più tattico nei confronti della Cina**. Allo stimolo di carattere monetario si sta affiancando l'aspetto fiscale, ma nonostante siano state annunciate alcune iniziative, **mancano dettagli sufficienti per valutare l'impatto sia in termini di portata che di efficacia**. Questo suggerisce che il recente recupero del mercato cinese sia dovuto principalmente a un **riposizionamento degli operatori**, in attesa di capire se le misure fiscali che verranno attuate possano produrre effetti duraturi e strutturali sul mercato nel lungo periodo, che vadano oltre ai benefici di un rialzo tattico.

## MODERATO SOVRAPPESO DI DURATION CON FOCUS SUL CREDITO DI QUALITÀ

La struttura dell'esposizione obbligazionaria si caratterizza per un **leggero sovrappeso di duration** e una **preferenza per il rischio di credito di alta qualità** declinato nei segmenti corporate investment grade e della subordinazione finanziaria. Questo posizionamento è coerente con il contesto di un percorso di **discesa dei tassi ufficiali**, **l'attenuazione delle pressioni inflazionistiche** e **banche centrali più orientate a sostenere la crescita economica**.

Il recente rialzo dei rendimenti realizzato dai titoli di stato, americani in particolare, ha smussato alcuni eccessi legati alle aspettative di **forti tagli da parte della Fed**, riportando i tassi nella parte alta di quello che consideriamo il range di corretta valutazione. Agli attuali livelli (sopra il 4% per la scadenza decennale), i **tassi USA potrebbero tornare a diversificare il rischio ciclico**, ma nelle prossime settimane la parte più lunga della curva potrebbe risentire dell'approssimarsi della **scadenza elettorale in USA** e di un'eventuale affermazione repubblicana, con conseguente **maggiore volatilità rispetto ai tassi europei**. Anche per i tassi europei si vedono spazi per aumentare l'esposizione, su livelli che non appaiono giustificati in considerazione del quadro macroeconomico meno brillante rispetto agli USA e da una **BCE che sta procedendo più rapidamente nel percorso di tagli dei tassi**. Gli *spread* periferici si attestano al di sotto il rischio di credito, ma nel breve termine non **si prevedono elementi di particolare volatilità**. Nel caso della Francia, gli *spread* sui tassi decennali riflettono il deterioramento delle variabili fiscali, in assenza di convincenti manovre di bilancio.

La preferenza per il **credito di qualità e le emissioni finanziarie subordinate è supportata da rendimenti attraenti e da una correlazione tra la componente tasso e quella a *spread*** che sta resistendo anche in fasi di maggiore volatilità del tasso base. Inoltre, il prolungamento del ciclo economico sta migliorando la qualità del credito. La componente *high yield* ha beneficiato nelle ultime settimane della **migliore percezione delle prospettive macroeconomiche** che ha indotto un restringimento degli *spread* anche per i *rating* più bassi. Rimangono a favore **i bassi tassi di default e l'assenza di segnali di deterioramento della qualità del credito**. In logica di portafoglio, si preferisce assumere una moderata componente di rischio ciclico attraverso il comparto azionario e mantenere nel rischio di credito la preferenza per emittenti di qualità rispetto al segmento speculativo, mantenuto in sottopeso.

Sui bond emergenti le elezioni statunitensi e le conseguenze in termini di politiche tariffarie rappresentano un rischio di **difficile prevedibilità per l'area**. Pertanto, si mantiene un **posizionamento neutrale**, a fronte di rendimenti assoluti che sono comunque elevati. Nel debito locale, si continuano a preferire le obbligazioni indiane per rendimento e minore volatilità.

## 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](http://www.fideuramispbsgr.it)

Società del gruppo **INTESA**  **SANPAOLO**

