



LA VIEW DI FIDEURAM ASSET MANAGEMENT

EDIZIONE 10.2023

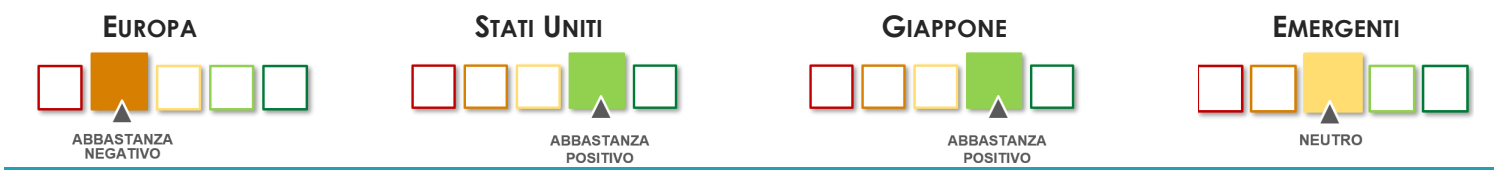
SCENARIO MACROECONOMICO

La crescita dell'economia globale ha registrato un recupero nel terzo trimestre, grazie alla notevole accelerazione degli USA e alla ripresa dell'attività economica in Cina. Il nostro scenario prospetta ora un significativo rallentamento dell'economia americana, ma si deve segnalare che i dati del mese di settembre (in primis, consumi e occupazione) sono rimasti ancora decisamente robusti. Il riaccutizzarsi delle tensioni geopolitiche nel Medio Oriente rappresenta inoltre un evidente elemento di rischio per l'economia globale. Nel nostro scenario centrale il ciclo monetario restrittivo di Fed e BCE si è concluso, ma nel breve periodo rimangono rischi di un ulteriore rialzo (in particolare nel caso della Fed nella riunione di metà dicembre). Il livello ancora elevato dell'inflazione inoltre rende per il momento decisamente improbabile una svolta nella direzione di un taglio dei tassi.

MERCATI AZIONARI



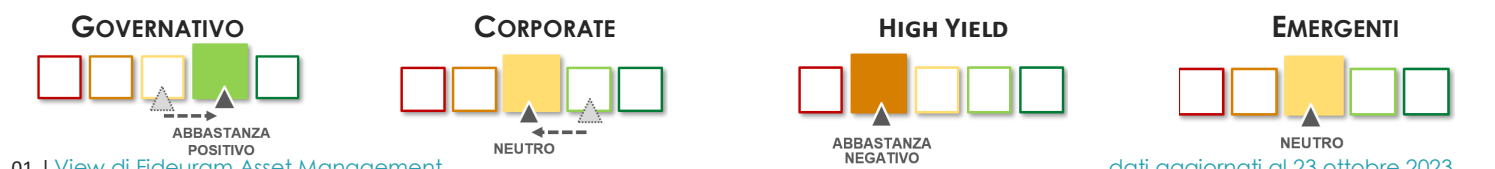
I portafogli mantengono un sovrappeso azionario che poggia sulla dinamica degli utili, migliore delle attese grazie ad una tenuta ciclica più favorevole. Nei trimestri scorsi le società sono state in grado di battere le stime di crescita dei profitti e ci aspettiamo che i numeri del terzo trimestre confermino questa tendenza ed evidenzino un miglioramento della crescita sequenziale, in particolare in USA. Le valutazioni del mercato americano non sono basse, ma non pensiamo che l'attuale contesto macroeconomico porti ad una compressione dei multipli di particolare rilevanza. Prevediamo un rallentamento della crescita, ma nel complesso la nostra visione ciclica è migliorata e non include più una recessione nei prossimi trimestri. Inoltre, l'idea che i *bond yield* siano nella fase terminale del rialzo contribuisce ad una certa stabilizzazione delle valutazioni. Le aree geografiche che preferiamo continuano ad essere gli USA e il Giappone, siamo neutrali di Emergenti e Cina e sottopeso in Europa. Tra le scelte settoriali e tematiche confermiamo il favore per la *cybersecurity*, i *dividend aristocrats* e il settore petrolifero.



MERCATI OBBLIGAZIONARI



I portafogli modificano la loro impostazione aumentando la duration per il tramite dell'aumento dei governativi, sia in USA che in Europa, a scapito del rischio di credito. Il rialzo dei tassi è stato molto veloce e c'è l'idea di un eccesso nel breve periodo, ma siamo anche dell'opinione che a partire da questi livelli sia opportuno avere una esposizione superiore nei titoli di stato. La tesi dell'*higher for longer* procrastina l'attesa che i tassi a breve rimarranno alti a lungo e spinge meccanicamente al rialzo le scadenze più lunghe. Noi pensiamo però che la persistenza di condizioni monetarie restrittive per un periodo di tempo lungo non sia così accettabile dall'economia e che i tassi possano quantomeno stabilizzarsi in una fase di crescita sotto il potenziale. Nonostante sia il comparto del credito societario che preferiamo, torniamo neutrali di *investment grade* anche per finanziare le posizioni nei governativi. Siamo sottopesati di *high yield*, che ci appare il segmento più vulnerabile al restringimento delle condizioni finanziarie e creditizie.



USA: PIÙ SOLIDI DEL PREVISTO, ALMENO PER ORA

L'andamento dell'attività economica ha registrato un evidente miglioramento nel corso dell'estate: dopo quattro trimestri di crescita del PIL costantemente poco sopra il 2% annualizzato, la nostra stima per il terzo trimestre prospetta un'accelerazione al 4.1%, trainata principalmente dalla forza dei consumi e delle esportazioni. Anche la crescita dell'occupazione ha registrato un'inattesa accelerazione a partire da luglio, con un dato molto forte in settembre. Il nostro scenario continua peraltro a prevedere un mercato rallentamento a partire dal trimestre in corso, associato con una prosecuzione del calo dell'inflazione (in particolare al netto della componente energetica). Appare ormai ampiamente scontato che la Fed manterrà i tassi invariati nella prossima riunione che si concluderà il 1° novembre, ma i rischi di un ulteriore rialzo nella successiva riunione di metà dicembre non sono trascurabili.

Inattesa accelerazione della crescita dell'occupazione negli ultimi mesi



AREA EURO: CRESCITA ANCORA DEBOLE

Dopo il marcato peggioramento dei dati durante l'estate, sono emersi alcuni segnali di stabilizzazione: sta infatti terminando il decumulo delle scorte in eccesso nel settore manifatturiero e il calo dell'inflazione, che scenderà sotto il 4% nel trimestre in corso per la prima volta negli ultimi due anni, supporta il reddito disponibile e le prospettive dei consumi privati, con un mercato del lavoro ancora solido. Manteniamo lo scenario di sostanziale stagnazione del PIL nella parte finale dell'anno, ma pesano i rischi al ribasso legati all'evoluzione del nuovo conflitto in Medio Oriente, per le ripercussioni negative sui prezzi dell'energia e sulla fiducia. La BCE dovrebbe avere effettuato l'ultimo rialzo dei tassi a settembre e li manterrà ora stabili "per un lungo periodo" (che non è stato specificato). Eventuali misure volte a ridurre ulteriormente la liquidità in eccesso saranno a nostro avviso caute e prudenti.

CINA: PRIMI SEGNALE DI STABILIZZAZIONE DAL SETTORE IMMOBILIARE

La crescita del PIL del terzo trimestre ha sorpreso positivamente le attese, mostrando un'accelerazione al 5.3% annualizzato dal 2% (rivisto al ribasso dal 3.2%) del trimestre precedente, e potrà ora facilmente raggiungere l'obiettivo del Governo per quest'anno fissato "intorno al 5%" (abbiamo rivisto le nostre attese dal 4.9% al 5.2%). È proseguita anche in settembre la fase di miglioramento iniziata in agosto, con i dati di produzione industriale e, soprattutto, le vendite al dettaglio che sono risultati superiori alle attese. Il nostro scenario prospetta una prosecuzione della ripresa anche nel trimestre in corso. Sebbene gli investimenti nel settore immobiliare abbiamo mostrato un nuovo peggioramento in termini a/a, sia la superficie venduta sia i nuovi cantieri hanno invece registrato un miglioramento.

In settembre il tasso di disoccupazione è sceso al 5%, minimo da novembre 2021



PREVISIONI FIDEURAM ASSET MANAGEMENT SUL QUADRO MACROECONOMICO

	PIL			Inflazione			Tasso di riferimento politica monetaria		
	2022	2023*	2024*	2022	2023*	2024*	2022	2023*	2024*
USA	1.9	2.3	0.9	8.0	4.2	2.8	4.38	5.38	4.63
Area Euro	3.4	0.5	0.5	8.4	5.7	2.7	2.50	4.50	4.25
Giappone	1.0	1.9	1.1	2.5	3.1	2.3	-0.10	-0.10	0.00
Cina	3.0	5.3	4.8	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, dove vediamo un contesto macro meno brillante e una capacità di sorpresa degli utili aziendali inferiore e sequenzialmente più debole rispetto a USA, anche per il diverso mix settoriale e minore peso della tecnologia. Dopo la sovraperformance nella 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, la debolezza dei consumi cinesi e la politica monetaria restrittiva della BCE.

La tenuta ciclica migliora la crescita attesa degli utili, che anche in questo trimestre ci aspettiamo migliori delle attese e che evidenzino un miglioramento sequenziale grazie anche al contributo del settore tecnologico. Le valutazioni limitano l'*upside* assoluto e, in aggiunta al favore per le componenti *growth* e tecnologiche, abbiamo iniziato un percorso di graduale aumento anche delle componenti più difensive a scapito di quelle più cicliche.

Abbiamo una posizione di sovrappeso per via del mix di valutazioni attraenti e del rialzo degli utili attesi che è funzione di elementi sia ciclici (rialzo delle aspettative di inflazione e della redditività 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 oltre l'orizzonte ciclico, l'uscita dalla deflazione può rappresentare un elemento di supporto di lungo periodo per il mercato, che si affianca ai progressi di governance societari.

L'andamento economico cinese riduce le stime di crescita attesa degli utili, ma 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



Riteniamo che il rialzo dei tassi decennali in prossimità del 3% per il Bund e del 5% per il Treasury sconti uno scenario ciclico decisamente più forte del nostro di riferimento, che prevede una discesa della crescita sotto il potenziale per i prossimi trimestri accompagnata da una graduale riduzione dell'inflazione. Sugli *spread* periferici vediamo spazi di modesto allargamento legati alle dinamiche fiscali di alcuni Paesi (Italia), ma non pensiamo a situazioni diverse dal normale momento di volatilità.

CORPORATE



Il settore rimane quello che preferiamo nell'ambito del rischio di credito societario. Ritorniamo tuttavia neutrali anche per finanziare l'aumento di peso dei titoli governativi. Nel complesso l'*investment grade* è caratterizzato da un mix favorevole di tasso e *spread* che stabilizza i rendimenti a livelli attraenti, ma preferiamo in questa fase la componente di tasso governativo anche per la maggiore capacità di protezione del rischio azionario.

HIGH YIELD



Siamo sottopeso sugli *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



Siamo neutrali sugli emergenti, per via della volatilità dei tassi base e del livello relativamente contenuto degli *spread*. Inoltre, la buona performance delle divise locali nei mesi scorsi e il recupero del dollaro ci lasciano più favorevoli nei confronti dei segmenti di maggiore qualità e minore volatilità del reddito fisso.

DINAMICA DEGLI UTILI POSITIVA GRAZIE AD UNA TENUTA CICLICA PIÙ FAVOREVOLE

L'esplosione del conflitto in Medio Oriente introduce maggiori rischi geopolitici nello scenario globale. Sebbene sia particolarmente complesso prevedere o modellizzare le probabilità legate ad un eventuale allargamento del conflitto, **il comportamento dei mercati suggerisce che non si rende necessario modificare l'approccio di investimento**, che al momento resta fondato su variabili esclusivamente economico-finanziarie.

Manteniamo dunque il favore complessivo nei confronti dell'esposizione azionaria senza modificare la struttura di preferenze fondata su Stati Uniti e Giappone, a fronte di una sostanziale neutralità nei confronti dei mercati emergenti e Cina, ed un sottopeso in Europa.

Tale impostazione positiva è funzione di una crescita globale che si è dimostrata migliore delle attese e che ha sostenuto una dinamica degli utili capace di sorprendere al rialzo rispetto alle stime.

Negli USA si è aperta la reporting season e quello che ci attendiamo è – in linea con le attese di mercato - una crescita degli utili leggermente positiva a/a, ma che rappresenta un miglioramento in termini sequenziali rispetto ai precedenti trimestri. Questa prospettiva di solidità reddituale corrobora l'approccio positivo nei confronti dell'esposizione azionaria, con particolare riferimento nei confronti gli Stati Uniti. Le stesse stime sugli utili evidenziano per l'Europa una minore capacità reddituale dopo l'*outperformance* registrata durante la prima parte dell'anno. Tra le ragioni di questo disallineamento c'è una diversa composizione settoriale rispetto agli Stati Uniti, principalmente riconducibile ad un minore peso della tecnologia, settore che prospetticamente può rappresentare ancora un elemento angolare in termini di crescita degli utili.

Appare tuttavia evidente che le valutazioni del mercato americano non siano a buon prezzo, ma la maggiore tenuta ciclica e tassi nella fase terminale del rialzo sono elementi che contribuiscono ad una certa stabilizzazione dei multipli.

Viene mantenuta la sovraesposizione al mercato giapponese per il quale restano i miglioramenti macro (reflazione, incremento di produttività) e micro, grazie alle riforme di *corporate governance*, che probabilmente porteranno ulteriori progressi in termini di redditività aziendale.

Si conferma la view neutrale nei confronti i paesi emergenti perché alle possibili sorprese di una maggiore incisività della politica economica in Cina, si contrappongono un certo scetticismo del mercato sulla capacità di recupero reddituale del paese e dell'area e le tensioni geopolitiche, con le possibili ricadute sulle dinamiche valutarie e sul prezzo delle materie prime.

PIÙ GOVERNATIVI NEI PORTAFOGLI

Di recente abbiamo assistito ad un rapido movimento di rialzo dei tassi di interesse. **Negli USA** tra le dinamiche sottostanti è possibile rintracciare una **maggiore resilienza della crescita economica**, la **tematica di tassi più elevati più a lungo** (c.d. *higher for longer*) che spinge meccanicamente al rialzo i tassi sulle scadenze più lunghe, ma anche squilibri **tra domanda e offerta** (necessità di rifinanziamento del Tesoro, QT, riduzione degli acquisti da parte Cina e Giappone, etc). **Non dissimile la dinamica dei tassi core europei che si sono mossi al rialzo coerentemente con le aspettative di politica monetaria della BCE**, propagando lungo la curva l'effetto dell'attuale restrizione e comunicazione. **Si segnalano tuttavia due elementi di differenziazione rispetto agli USA** che sono rispettivamente gli **aspetti fiscali** e la **minore capacità di sorpresa della crescita economica**.

Questo movimento si basa sull'attesa di un contesto di crescita e di inflazione robusto che è in grado di sopportare tassi reali alti a lungo. **Noi riteniamo che la persistenza di condizioni monetarie restrittive per un periodo di tempo più ampio non sia così sostenibile dall'economia e che quindi l'*higher for longer* non sia una condizione di equilibrio per il mercato obbligazionario**. Tale assunzione rende i tassi a questi livelli vulnerabili in caso si manifestasse una fase di crescita al di sotto del potenziale.

Per queste ragioni, a seguito del movimento al rialzo dei rendimenti viene modificata l'impostazione nei confronti della componente obbligazionaria, nella quale viene implementato un sovrappeso di titoli di stato sia europei che americani.

Il sovrappeso di *duration* viene declinato anche attraverso l'utilizzo di Titoli di Stato legati all'inflazione per cogliere il movimento di discesa dei tassi reali e anche come forma di protezione verso temporanei rialzi dell'inflazione.

A fronte di un incremento di *duration* attraverso la componente governativa il posizionamento nei confronti del credito *investment grade* da positivo torna neutrale, mentre non si modifica il sottopeso sulle componenti di credito *high yield* e la neutralità su bond emergenti.

All'interno del credito societario viene mantenuta la preferenza per il credito di qualità per gli elevati rendimenti, stabilizzati in parte dalla maggiore decorrelazione tra tasso e *spread*, e la natura più difensiva. Tuttavia, si preferisce ridurre l'esposizione a favore di soluzioni governative o con garanzia governativa, più protettive nei confronti del rischio azionario, dal momento che la restrizione delle condizioni creditizie per un periodo più prolungato e la volatilità del tasso base può spingere verso un maggiore ampliamento degli *spread*.

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**

