

# LA VIEW DI FIDEURAM ASSET MANAGEMENT

EDIZIONE 11.2023

## SCENARIO MACROECONOMICO

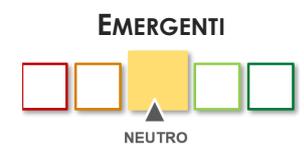
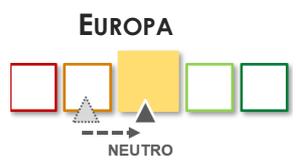
Dopo la forte accelerazione della crescita a livello globale nel terzo trimestre, grazie all'andamento molto solido dell'attività economica sia negli USA sia in Cina, continuiamo a prevedere un moderato rallentamento della crescita a partire dal trimestre corrente (in particolare negli USA), che dovrebbe poi estendersi anche alla prima parte del prossimo anno. Nel corso delle ultime settimane sono inoltre giunte indicazioni più favorevoli delle attese riguardo al rientro dell'inflazione verso gli obiettivi delle banche centrali, sia negli USA sia soprattutto nell'Area Euro. Il mercato ha quindi non solo azzerato i rischi di un ulteriore rialzo dei tassi nel breve periodo, ma prezza ora che l'inizio dei tagli da parte di BCE e Fed possa avvenire già nel corso della prossima primavera, mentre al riguardo il nostro scenario base rimane più cauto.

## MERCATI AZIONARI



Il recupero dei mercati azionari delle ultime settimane è coinciso con l'aumento della probabilità di uno scenario di soft landing dell'economia globale. Nei nostri portafogli confermiamo il sovrappeso azionario, ma ne riduciamo un poco l'intensità, sia per i rialzi già avvenuti, sia perché ci aspettiamo evidenze macroeconomiche più miste.

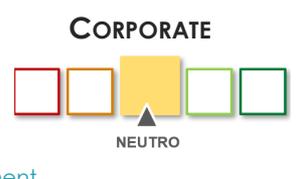
A livello geografico manteniamo la preferenza per i mercati americani e giapponese. Riportiamo a neutrale l'investimento nelle azioni europee, perché le valutazioni relative rispetto a quelle USA sono scese ad un livello prossimo ai minimi e a riflettono ora i fondamentali e l'economia meno vigorosi. Dal punto di vista settoriale, riduciamo l'esposizione nel settore energetico e aumentiamo il peso nel settore delle utility/infrastrutture. I tassi di interesse in stabilizzazione e il pricing regolato rendono, infatti, il comparto utility/infrastrutture più difensivo in fase di graduale rallentamento della crescita dei profitti.



## MERCATI OBBLIGAZIONARI



I portafogli hanno una duration superiore a quella dei benchmark di riferimento anche se in misura inferiore rispetto alle settimane precedenti. Questa marginale riduzione di duration è da intendersi di natura tattica, per via del ribasso veloce dei tassi di interesse in corso. Più strategicamente vediamo con favore un'impostazione di sovrappeso, siamo comunque pronti ad aumentare nuovamente l'esposizione alla duration qualora i tassi di interesse dovessero rialzarsi nel periodo a venire. Confermiamo la preferenza per il settore governativo, sia statunitense che europeo, e il sottopeso nei comparti di credito. Gli spread si sono compressi sensibilmente di recente e sono tornati sui minimi dell'anno. Nell'ambito del credito societario favoriamo il comparto investment grade e siamo più cauti sulle componenti più volatili e rischiose, come l'high yield.



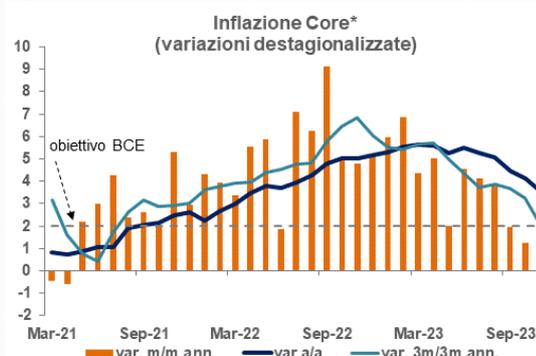
## USA: RALLENTAMENTO IN CORSO, MA CON DATI PER ORA PIÙ FORTI DEL PREVISTO

Abbiamo rivisto al rialzo le nostre previsioni di crescita del PIL sia per il 2023 (dal 2.2% al 2.4%) sia per il 2024 (dallo 0.9% all'1.3%), alla luce della crescita molto forte nel terzo trimestre (addirittura il 5.2% annualizzato, grazie ad un andamento molto robusto dei consumi privati) e delle indicazioni più positive delle attese sui dati relativi al trimestre in corso, che comunque dovrebbe registrare un sensibile rallentamento (poco sotto l'1.5%). Il nostro scenario base continua a contemplare una sensibile decelerazione dell'economia dal trimestre corrente e per tutto il 2024. Sorprese positive sono giunte anche dal dato d'inflazione di novembre, che hanno così annullato i residui rischi di un ulteriore rialzo dei tassi nel breve periodo. Il nostro scenario non prospetta però tagli dei tassi da parte della Fed fino alla fine dell'estate del 2024 ed è quindi meno aggressivo delle attese di mercato, che contempiono un taglio già nella prossima primavera.

## AREA EURO: L'INFLAZIONE SI RAFFREDDA

La crescita del PIL è rimasta stagnante sin dalla fine del 2022: nel terzo trimestre è stata debolmente negativa (-0.4% t/t ann.) e per il quarto trimestre attendiamo un PIL invariato, nonché un debole avvio nel 2024. Ci sono alcuni segnali di ripresa nel settore manifatturiero, ma il settore dei servizi ha rallentato molto dopo l'estate. Dall'inflazione arrivano invece indicazioni più incoraggianti: anche a novembre, come già ad ottobre, l'inflazione ha sorpreso al ribasso scendendo dal 2.9% al 2.4%, minimo da luglio 2021. L'inflazione però ora è attesa risalire nuovamente al 3% ad inizio 2024, ma poi, a meno di altri shock esogeni, dovrebbe rientrare più stabilmente al 2% dall'estate del prossimo anno. Il mercato prezza ora un primo taglio dei tassi già dalla prossima primavera. A nostro avviso la BCE sarà più cauta ed un primo taglio potrebbe avvenire a giugno/luglio 2024.

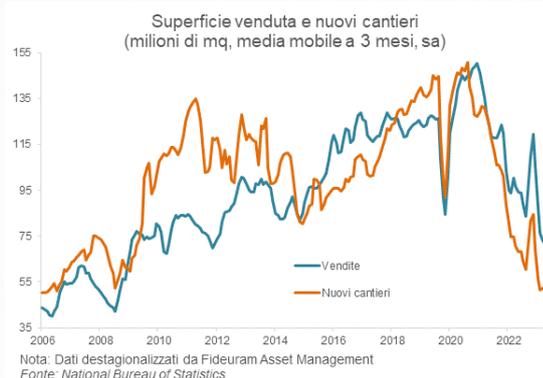
Anche l'inflazione core ha iniziato la discesa (anche più rapida delle attese)



## CINA: SVOLTA NELLA POLITICA FISCALE

Dopo la sorprendente crescita del PIL in Q3 (5.3% annualizzato) i dati di ottobre hanno fornito un quadro misto, con le vendite al dettaglio e la produzione industriale superiori alle attese, ma investimenti ed esportazioni deludenti. Per il trimestre in corso ci attendiamo un rallentamento verso il 4% annualizzato che permetterebbe una crescita media quest'anno del 5.2%. Dal settore residenziale non sono giunti segnali chiari di ripresa, ma l'annuncio di almeno un trilione di yuan di finanziamento a basso costo potrebbe aiutare a stabilizzare il settore residenziale nel corso del prossimo anno. Nell'ultimo mese si è assistito ad una svolta dal fronte della politica fiscale con la decisione, inusuale, di una nuova emissione di 1 trilione di yuan di titoli pubblici e un conseguente allargamento del deficit fiscale del 2023 dal 3% pianificato al 3.8%.

Primi segnali di stabilizzazione del settore immobiliare



## 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	2,4	1,3	8,0	4,2	2,6	4,38	5,38	4,63
Area Euro	3,4	0,5	0,5	8,4	5,5	2,3	2,50	4,50	3,75
Giappone	0,9	1,7	1,0	2,5	3,3	2,4	-0,10	-0,10	0,00
Cina	3,0	5,2	4,9	2,0	0,4	1,1	2,75	2,40	2,30

Crescita media annua per PIL e inflazione; livello di fine anno per i tassi. Tasso refi per BCE.

\* Previsioni Fideuram Asset Management

## MERCATI AZIONARI

Chiudiamo il leggero sottopeso e torniamo neutrali sui mercati europei perché le valutazioni hanno raggiunto uno sconto marcato rispetto a quelle USA. A questi livelli riteniamo che siano riflessi almeno in parte il quadro macro meno brillante e la crescita sequenziale dei profitti più debole rispetto agli Stati Uniti, anche per il diverso mix settoriale.

Il mercato USA rimane, insieme al Giappone, il favorito per la maggiore qualità delle società e per la dinamica dei profitti, che si è rivelata finora migliore delle attese. Prevediamo una crescita sequenziale nei trimestri a venire, anche grazie al settore tecnologico e all'iniziale contributo dell'intelligenza artificiale. Il livello elevato delle valutazioni limita il potenziale di upside assoluto del mercato e per questo, in aggiunta al favore per le componenti growth e tecnologiche, abbiamo iniziato un percorso di graduale aumento delle componenti più difensive del mercato, come le utility e le infrastrutture a scapito di quelle più cicliche.

Il sovrappeso del Giappone è sostenuto dalla continua revisione al 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, giustificando un re-rating valutativo (da livelli di partenza attraenti).

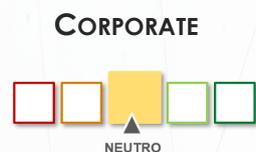
Manteniamo un approccio neutrale nei confronti delle azioni dell'area emergente. Gli utili continuano ad essere rivisti al ribasso sia in Cina che nei paesi emergenti (con solo una lieve riduzione della negatività). Tuttavia la maggiore incisività di politica economica in Cina, le valutazioni attraenti dell'area e una stabilizzazione dei tassi e del dollaro in USA potrebbero risultare di supporto in ottica più ampio respiro.



## MERCATI OBBLIGAZIONARI



Manteniamo il sovrappeso dei governativi implementato in ottobre, quando i tassi si erano avvicinati al 5% negli USA e al 3% in Area Euro. I recenti forti movimenti ci portano a ridurre l'esposizione, ma vediamo eventuali rialzi dei tassi, anche un po' sotto i massimi raggiunti in ottobre, come opportunità per aumentare l'esposizione. In USA preferiamo la parte intermedia della curva. In Europa i buoni risultati delle review periodiche dei rating sui paesi periferici europei lasciano gli spread un po' più protetti.



Il settore investment grade rimane quello che preferiamo nell'ambito corporate. L'indicazione di neutralità deriva dalla notevole compressione degli spread, che non lascia margini di ulteriore restringimento nel nostro scenario centrale. Nel complesso consideriamo il comparto 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.



Confermiamo il 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 aumento, ma nel breve pensiamo che gli spread possano essere vulnerabili in caso di rallentamento ciclico. Preferiamo l'assunzione di rischio attraverso le azioni.



Siamo neutrali verso il debito dei paesi emergenti sia nella componente in valuta forte sia in quella locale che presentano valutazioni strette sia rispetto ai rischi di maggiore incertezza macroeconomica e politica (sono previste 17 elezioni nei paesi emergenti nei prossimi 12 mesi) sia in comparazione alle obbligazioni societarie dei paesi avanzati, soprattutto nel segmento di maggiore qualità. Preferiamo pertanto indirizzare i nostri investimenti verso le obbligazioni USA e Europa.

## L'EVOLUZIONE CICLICA SUPPORTA I MERCATI AZIONARI

Il recupero dei mercati azionari delle ultime settimane è coinciso con l'aumento della probabilità di uno scenario di soft landing dell'economia globale. L'inflazione prosegue nel trend di rallentamento, le banche centrali hanno terminato il percorso di rialzo dei tassi di interesse e la crescita economica ha dimostrato una buona tenuta. Sulla base di questo contesto sono possibili d'ora in avanti evidenze più miste nei dati congiunturali e che potrebbero portare ad una minore direzionalità dati i forti movimenti già intervenuti. Per questo motivo continuiamo ad avere una sovraesposizione al mercato ma ne abbiamo un po' ridotto la dimensione, a favore di un approccio un po' più equilibrato a livello geografico.

Nelle ultime settimane è stata aumentata a neutrale l'esposizione all'Europa in ottica di ampliamento del rialzo dei mercati azionari a quei segmenti che presentano valutazioni attraenti e che abbiano già incorporato il minore vigore rispetto agli USA. L'Europa tratta a multipli che configurano un mercato rallentamento dell'economia e degli utili, mentre la stabilizzazione della Cina e il termine del ciclo di politica monetaria contribuiscono a ridurre la probabilità di recessione (o la sua intensità) ed evitare o attenuare la contrazione degli utili in questa ultima parte dell'anno rispetto a stime già negative. Inoltre, in una connotazione di mercato più difensiva può giovare il più elevato dividendo.

Continuiamo ad essere esposti al mercato USA per via della resistenza dell'economia e degli utili delle grandi aziende al rialzo dei tassi di interesse, che ha allontanato e compresso i rischi recessivi. Se per gran parte del 2023 il driver principale dei mercati è stato legato alle sorprese sulla crescita e alla spinta dell'intelligenza artificiale, nell'ultimo periodo, un supporto è venuto dalla stabilizzazione dei tassi di interesse, che ha esercitato una minore pressione sulle valutazioni.

Manteniamo la sovraesposizione nel mercato giapponese. Permangono i fattori di sostegno già segnalati: a livello macro, il passaggio ad un regime inflazionistico, il miglioramento congiunturale, la progressiva rimozione della politica di controllo della curva; a livello micro le riforme di corporate governance che stanno favorendo un incremento della produttività e della redditività.

Manteniamo un approccio neutrale nei confronti dell'azionario emergente. Anche i più recenti progressi macroeconomici in Cina e l'intensificazione degli interventi delle autorità non appaiono convincere pienamente investitori e analisti. Gli utili continuano ad essere rivisti al ribasso con solo una lieve riduzione della negatività.

## MANTENUTO IL SOVRAPPESO DELLA COMPONENTE GOVERNATIVA

I livelli dei tassi di interesse governativi raggiunti ad ottobre hanno suggerito un'impostazione di sovrappeso e di aumento più strutturale dell'esposizione. I rendimenti governativi USA, a seguito di dati macroeconomici meno solidi, di sorprese al ribasso per l'inflazione e di una comunicazione della Fed meno aggressiva, sono rapidamente ritornati in un'area più vicina a valutazioni compatibili con lo scenario di riferimento.

Ci aspettiamo nel breve una maggiore reattività a singole rilevazioni macroeconomiche che prevediamo più miste in un contesto di inversione della politica monetaria non imminente. La marginale riduzione del sovrappeso viene realizzata mantenendo la preferenza per la parte intermedia della curva. In presenza di ulteriori movimenti al rialzo del tasso (a partire dall'area 4.8% per la scadenza decennale) si valutano spazi per incrementare nuovamente l'esposizione governativa che riteniamo una componente rilevante dei portafogli in ottica 2024.

Viene mantenuto anche il sovrappeso della componente governativa europea (Bund), dove i rischi di vischiosità dell'inflazione si sono ridimensionati insieme a quelli di una sensibile recessione.

Per gli spread periferici, i pronunciamenti delle agenzie di rating e la rete di protezione della BCE rappresentano fattori di sostegno. Ci aspettiamo una "normale" volatilità nel corso dei prossimi mesi legata al dibattito politico, alle elezioni europee (giugno 2024) e alla possibile interruzione del PEPP nel corso del prossimo anno. Per contro si delineano minori pressioni sul tasso base legate al possibile avvio di un ciclo espansivo da parte della BCE in corso d'anno.

Le obbligazioni di qualità restano quelle preferite nello spettro del credito ma da metà ottobre è stata ridotta l'esposizione al comparto per aumentare l'esposizione al segmento dei Titoli di Stato. Va comunque considerato che gli spread sono particolarmente compressi e che gran parte del rendimento a scadenza è funzione del tasso base.

Continuiamo a ritenere la parte speculativa più fragile poiché l'impatto ritardato del rialzo dei tassi sulle frange più deboli del credito dovrebbe progressivamente far aumentare il tasso di default.

L'obbligazionario emergente, sia nella componente in valuta forte che in quella in valuta locale, presentano valutazioni strette sia rispetto ai rischi all'orizzonte di una maggiore incertezza macroeconomica e politica sia in comparazione a quelle dei paesi avanzati (soprattutto nella parte di maggiore qualità).

Preferiamo pertanto indirizzare i nostri investimenti verso le obbligazioni USA e Europa.

## 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**

