



LA VIEW DI FIDEURAM ASSET MANAGEMENT

EDIZIONE 06.2023

SCENARIO MACROECONOMICO

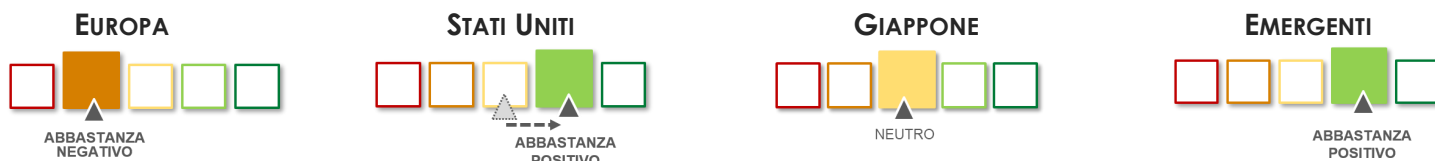
Lo scenario macro a livello globale si è relativamente stabilizzato nel corso degli ultimi due mesi dopo le tensioni nel sistema bancario emerse in marzo negli USA, con la sola significativa eccezione della sorprendente debolezza dell'attività economica in Cina, evidenziata dai dati di aprile e maggio, che ha indotto le autorità ad una svolta in senso moderatamente espansivo. Negli USA e nell'Area Euro, d'altro lato, l'inflazione totale risulta in netto calo, ma l'inflazione *core* rimane ancora piuttosto elevata, in linea peraltro con le nostre attese, e le condizioni del mercato del lavoro si confermano molto robuste. Fed e BCE sono così risultate più aggressive delle attese nelle riunioni di metà giugno. Un ulteriore rialzo di 25 pb (da noi inserito nello scenario già prima della riunione di giugno) appare ora probabile per la Fed e anche il tasso terminale della BCE è stato rivisto al rialzo di 25 pb.

MERCATI AZIONARI



Abbiamo aumentato a sovrappeso l'investimento azionario, favorendo i mercati USA ed emergenti. La tenuta del quadro macroeconomico consente un miglioramento delle aspettative sugli utili, in particolare americani. Nonostante il comportamento recente poco brillante, manteniamo il favore anche sul mercato cinese per via della migliore crescita attesa degli utili in quest'area legata alla riapertura dell'economia cinese post-lockdown, e da valutazioni a sconto a

seguito della sottoperformance accumulata negli anni scorsi. Confermiamo il sottopeso in Europa che pensiamo abbia una capacità limitata di sorprendere ulteriormente sia dal punto di vista macro che reddituale. Dal punto di vista settoriale e tematico la stabilizzazione dei tassi di interesse a lunga scadenza ci porta ad una marginale preferenza delle componenti *growth* e difensive.

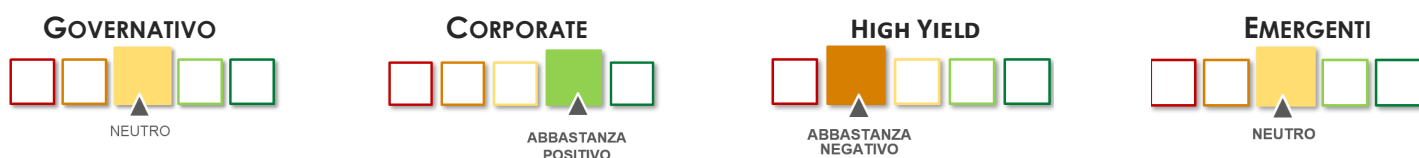


MERCATI OBBLIGAZIONARI



Manteniamo un modesto sovrappeso di duration e una sostanziale neutralità di rischio di credito e favoriamo i segmenti di maggiore qualità nel comparto del credito societario. Nonostante la tenuta ciclica e la vischiosità dell'inflazione *core* consentano alle banche centrali americana ed europea di comunicare la possibilità di proseguire il rialzo dei tassi, la parte a medio/lunga delle curve è da tempo in un'area di stabilizzazione. Inoltre, il restringimento delle condizioni di accesso al credito e la riduzione della correlazione bond/equity conferiscono attrattività alla duration

governativa. Non abbiamo però una posizione di forte sovrappeso perché le curve dei paesi core anticipano già una riduzione dei tassi di interesse ufficiali rispetto allo scenario di riferimento delle banche centrali. L'unico comparto del rischio di credito che rimane sovrappeso è l'*investment grade*, dove la qualità del credito è migliore, il rendimento atteso favorevole, e il mix spread/duration di tasso più equilibrato. Siamo sottopesati di *high yield*, che ci appare il segmento più vulnerabile al restringimento delle condizioni finanziarie e creditizie.



USA: UN SUPPLEMENTO DI RESTRIZIONE DA PARTE DELLA FED

Le condizioni del mercato del lavoro rimangono robuste e anche in maggio la crescita dell'occupazione (339 mila unità) è stata più forte del consenso. Anche la dinamica dei consumi, pur con un chiaro rallentamento rispetto a inizio anno, rimane abbastanza vivace. **Una recessione non appare quindi imminente** e abbiamo pertanto posticipato la moderata contrazione dell'economia (che manteniamo nel nostro scenario) alla parte finale dell'anno. L'inflazione totale ha registrato un forte calo nei primi mesi dell'anno, ma l'inflazione core non ha mostrato ancora segnali convincenti di una svolta e questo andamento ha probabilmente **indotto la Fed ad un atteggiamento più aggressivo del previsto nella riunione di metà giugno**: i tassi sono infatti rimasti fermi, come atteso, ma la proiezione del tasso terminale è stata rivista al rialzo di ben 50 pb. **Il nostro scenario centrale prospetta ora un altro rialzo di 25 pb in luglio.**

AREA EURO: C'È ANCORA STRADA DA FARE

Eurostat ha confermato la stagnazione del PIL tra fine 2022 e inizio 2023, con **la Germania in recessione e invece Italia e Spagna in recupero già nel primo trimestre**, grazie al PNRR e alla spesa turistica. Il settore dei servizi trainerà la ripresa nel secondo trimestre, ma poi la crescita rallenterà, per effetto della restrizione monetaria e di una domanda mondiale più debole. Il mercato del lavoro è però ancora molto robusto ed **i salari stanno sorprendendo al rialzo** e la BCE è preoccupata che questo ritardi il rientro dell'inflazione al 2% nel medio termine. Sebbene infatti l'inflazione complessiva stia scendendo, trainata dall'energia, non è ancora evidente una svolta per l'inflazione core (ex alimentari ed energia). Nella riunione di giugno la BCE ha alzato ancora i tassi di 25 pb, come da attese, ma **non ha segnalato alcuna intenzione di fermarsi dopo il rialzo a luglio**, che è stato confermato da Lagarde. **Attendiamo ora un altro rialzo di 25 pb anche a settembre**, che dovrebbe essere l'ultimo del ciclo.

CINA: POLITICA MONETARIA IN SOCCORSO ALLA RIPRESA

I dati di maggio hanno confermato che gli effetti positivi della riapertura sono già in fase di esaurimento, come già suggerito dai deboli dati di aprile e **che si rendono pertanto necessari interventi più significativi di politica economica per sostenere la ripresa**. In particolare, nonostante la difficile interpretazione dei dati a causa delle distorsioni dovute all'effetto base, consumi ed esportazioni sono risultati particolarmente deboli, costringendoci a rivedere di nuovo al ribasso le previsioni di crescita per il trimestre in corso (dal 5.3% al 2.0% annualizzato) con la crescita media prevista per quest'anno che scende al 5.7% (dal 6.1%). **La PBoC ha pertanto deciso di tagliare i tassi ufficiali** in una mossa a sorpresa e, nel caso non emergessero segnali di ripresa, non possiamo escludere ulteriori mosse nella seconda parte dell'anno.

MERCATI AZIONARI

Il contesto macro e la correzione delle materie prime energetiche hanno supportato l'Europa, ma la capacità di sorprendere ulteriormente è limitata e dopo la sovraperformance dei mesi scorsi manteniamo un modesto sottopeso, che valutiamo anche di poter aumentare nel periodo a venire a fronte di evidenza di rallentamento ciclico. Pensiamo che il settore bancario europeo abbia intrapreso un percorso di miglioramento della profittabilità e abbia valutazioni attraenti, ma in questa fase preferiamo avere maggiore cautela.

Abbiamo aumentato l'esposizione a sovrappeso perché la tenuta ciclica migliora la crescita attesa degli utili. A questo si affianca l'innovazione tecnologica che vede i principali player di creazione dell'infrastruttura legata all'intelligenza artificiale riconoscerne già un iniziale impatto nei risultati aziendali. La stabilizzazione dei tassi di interesse a medio/lunga scadenza definisce un contesto più favorevole per le componenti *growth* e tecnologiche, ma nel breve ci aspettiamo che il posizionamento degli investimenti si allarghi anche a quelli settori che sono rimasti un po' indietro nel movimento al rialzo e per questo motivo abbiamo aumentato l'esposizione anche ai titoli a minore capitalizzazione.

Il Giappone tratta a valutazioni inferiori alle altre aree geografiche e gli utili hanno intrapreso un percorso di graduale miglioramento grazie alla tenuta della crescita globale, la debolezza dello yen e l'aumento dei margini aziendali. Valutiamo con favore la possibilità che la BoJ possa allentare il controllo della curva dei tassi, favorendo la profittabilità del settore finanziario e il rialzo delle aspettative di inflazione.

Siamo sovrappeso nell'area emergente per l'attesa di un miglioramento degli utili aziendali. La recente debolezza ciclica cinese rafforza l'aspettativa di una fase di stimolo economico da parte delle autorità. Inoltre, dopo anni di sottoperformance, le valutazioni relative di Cina ed emergenti trattano ad un buono sconto rispetto a quelle dei paesi sviluppati.



MERCATI OBBLIGAZIONARI

GOVERNATIVO



Nonostante la BCE e la Fed abbiano comunicato la continuazione del percorso di rialzo dei tassi ufficiali, lo spazio di rialzo della parte a lunga della curva europea è limitato dal rallentamento del ciclo economico. Vediamo un'area di corretta valutazione per il Treasury decennale tra 3,5 e 3,8% e per il Bund intorno a 2,5% e consideriamo una attività di acquisto di titoli di stato sopra questi livelli, o comunque nella parte alta di questo range.

CORPORATE



Siamo sovrappeso perché la qualità del credito è migliore e la riduzione della correlazione tra tasso base e spread stabilizza il rendimento totale. Inoltre, le curve corporate offrono un *rolldown* ancora favorevole rispetto alle curve governative, in particolare USA. Manteniamo neutrale l'esposizione al settore finanziario per la maggiore incertezza indotta dai recenti eventi che hanno riguardato il settore.

HIGH YIELD



Siamo sottopeso nel segmento *high yield* per riflettere il rischio di un peggioramento delle condizioni di accesso al credito e l'impatto 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 pensiamo che gli spread possano essere vulnerabili in caso di rallentamento ciclico.

EMERGENTI



In questa fase in cui favoriamo un'esposizione ai segmenti di maggiore qualità del reddito fisso non abbiamo un sovrappeso nei segmenti emergenti, che sono caratterizzati da maggiore volatilità. Manteniamo un peso limitato nei titoli di stato cinesi, nonostante il contributo di diversificazione, per una minore attrattività del rendimento rispetto ad altri segmenti obbligazionari.

PROSEGUE LA PERFORMANCE POSITIVA DEI MERCATI AZIONARI

Il comparto azionario continua a dimostrarsi la migliore *asset class* da inizio anno in termini di performance, grazie al susseguirsi nel tempo di diversi elementi di supporto tra i quali un posizionamento basso, gli effetti della riapertura cinese e infine il rally legato all'intelligenza artificiale.

L'attuale contesto vede da un punto di vista dell'evoluzione macroeconomica una migliore tenuta delle attese di crescita per le principali aree geografiche, con un rallentamento previsto di una portata più modesta rispetto alle esperienze passate e che viene progressivamente allontanato nel tempo.

A questa migliore tenuta macroeconomica si affianca un andamento dell'aspetto reddituale che è progressivamente migliorato, con utili aziendali attesi che di recente sono stati rivisti al rialzo.

Tenendo conto di questi elementi viene incrementata l'esposizione azionaria complessiva, che da neutrale diventa leggermente positiva, con una **preferenza per le aree diverse dall'Europa, in particolare USA ed emergenti**.

L'incremento dell'esposizione verso gli USA è stata realizzata in una prima fase attraverso l'indice *small cap* Russell 2000 (che presenta un premio per il rischio maggiore rispetto all'indice S&P 500 e che potrebbe trarre beneficio da un differimento della recessione) e successivamente in modo più generalizzato, al fine di beneficiare di un maggior livello di partecipazione del mercato rispetto ai soli titoli *big tech*.

Sebbene i dati più recenti in **Cina** abbiano disatteso le aspettative di una rapida ripresa e frenato il recupero dei listini locali e dei mercati dell'area emergente ad essa collegata, manteniamo il sovrappeso sugli **emergenti**, in considerazione della migliore crescita attesa degli utili e allo sconto valutativo rispetto ai mercati sviluppati.

Resta il sottopeso per l'**area euro** perché, sebbene l'outlook macroeconomico sia migliore delle attese dei mesi precedenti, riteniamo che venga progressivamente meno la capacità di sorprendere rispetto al recente passato, esaurendo così anche la forza relativa rispetto agli USA.

Sul **mercato azionario giapponese** manteniamo ancora un posizionamento neutrale visti i livelli raggiunti a seguito del forte *rally*, valutando l'eventuale incremento di esposizione nel caso in cui si verificasse una pausa all'interno di questo movimento. Per l'area restano come elementi positivi la possibile transizione dell'economia verso una nuova fase inflazionistica e le riforme della borsa a supporto di politiche di governance più favorevoli agli azionisti e al rafforzamento dei ritorni sul capitale.

ACQUISISCE INTERESSE LA DURATION GOVERNATIVA

Le riunioni delle principali banche centrali hanno avuto esiti sostanzialmente in linea con le attese. La Fed fa una pausa, mentre la BCE rialza i tassi di 25 punti segnalando la necessità di ulteriore restrizione per raggiungere i target di inflazione.

Titoli Governativi

Manteniamo un **leggero sovrappeso sulla duration governativa** in funzione di alcuni elementi quali una certa stabilizzazione andamento del Treasury e del Bund a lunga, che riflettono la prossimità al termine della fase di rialzo dei tassi, e le prospettive di rallentamento ciclico che limitano lo spazio di eventuale rialzo. A questo si aggiunge la correlazione tra bond ed equity non più positiva come nel 2022, che migliora la diversificazione all'interno dei portafogli bilanciati in episodi di volatilità.

Prodotti a Spread

Manteniamo il favore verso le **obbligazioni societarie *investment grade*** in funzione della migliore qualità del credito e della riduzione della correlazione tra tasso base e spread, che stabilizza il rendimento totale. In questa fase si preferisce un'esposizione a segmenti di maggiore qualità a fronte di un sottopeso verso i segmenti di qualità inferiore, che appare più esposto all'incremento dei tassi di *downgrade* e *default*. Analogamente manteniamo un'esposizione neutrale verso l'**obbligazionario emergente** per via di una maggiore volatilità; limitiamo l'esposizione verso i titoli di stato cinesi per i quali è venuto meno il vantaggio di rendimento rispetto ai mercati sviluppati.

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 Montebello 18, 20121 Milano
Telefono +39 02 725071 – Fax 02 72507626
www.fideuramispbsgr.it

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

