



# LA VIEW DI FIDEURAM ASSET MANAGEMENT

EDIZIONE 07.2023

## SCENARIO MACROECONOMICO

Negli ultimi mesi si è registrata una dinamica ancora abbastanza vivace della crescita negli USA, mentre l'andamento dell'attività economica è risultato più debole delle attese nell'Area Euro e, soprattutto, in Cina. L'inflazione *core* ha però rallentato significativamente negli USA in giugno, dopo essere rimasta sopra il 5% per tutta la prima parte dell'anno. Nell'Area Euro invece non sono ancora emersi evidenze tangibili di una chiara discesa dell'inflazione *core*. Riteniamo pertanto probabile che la BCE alzerà ancora i tassi di 25 pb nelle riunioni di luglio e settembre, mentre nel caso della Fed il nostro scenario centrale prospetta che il rialzo dei tassi di 25 pb nella riunione di fine luglio dovrebbe essere l'ultimo del ciclo restrittivo (anche se rimane un rischio non trascurabile di un rialzo nelle riunioni di settembre o novembre).

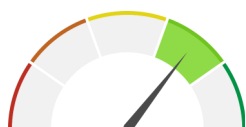
## MERCATI AZIONARI



Manteniamo il sovrappeso sul comparto azionario, con le preferenze geografiche confermate per USA ed emergenti e una sottoesposizione nei confronti del mercato europeo. La tenuta ciclica si trasferisce in una dinamica degli utili migliore delle attese, soprattutto nel contesto USA che beneficia anche della spinta dell'innovazione tecnologica. In ambito emergente, nonostante una stringa di dati cinesi meno tonici delle aspettative, rimangono differenziali di utili a favore e maggiori margini di manovra da parte delle autorità di politica economica. Dal punto di vista settoriale e tematico abbiamo una marginale preferenza delle componenti *growth*, ma la resilienza economica lascia spazio ad un aumento dei segmenti più ciclici (tra cui, ad esempio, le aziende di minori dimensioni) rispetto a quelli più difensivi.



## MERCATI OBBLIGAZIONARI

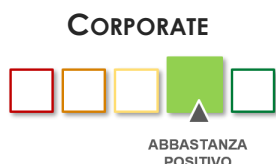


Confermiamo il sovrappeso di *duration* e il favore per il credito di maggiore qualità, a fronte di un sottopeso delle componenti più speculative.

La tenuta del quadro macroeconomico e l'inclinazione più restrittiva delle Banche Centrali stanno accreditando l'ipotesi di tassi un po' più elevati un po' più a lungo, ma l'impatto sulle valutazioni dei tassi a media/lunga scadenza è limitato dall'effetto negativo sulle prospettive congiunturali future.

Inoltre, dato il contesto di incertezza macroeconomica, la *duration* rappresenta un efficace elemento di diversificazione del rischio ciclico derivante dalla sovraesposizione azionaria.

La maggiore qualità e il mix di tasso base e spread (che hanno ritrovato correlazione negativa) ci fanno preferire il credito *investment grade* a quello *high yield*, più vulnerabile al restringimento delle condizioni creditizie.



## USA: INATTESO RALLENTAMENTO DELL'INFLAZIONE CORE IN GIUGNO

A inizio 2023 l'inflazione totale ha rallentato in maniera significativa, ma fino a maggio l'inflazione *core* (ovvero esclusi alimentari ed energia) era risultata regolarmente sopra il 5%. In giugno però si è registrata una notevole sorpresa, con **il tasso di crescita m/m dei prezzi core che, allo 0.16%, è risultato ai minimi dal febbraio 2021** (con la variazione a/a al 4.8%). Nonostante questa sorpresa, **appare probabile che la Fed alzi i tassi di 25 pb nella riunione di fine luglio**, dopo la pausa nella riunione di metà giugno. La dinamica decisamente più favorevole dell'inflazione, in parte peraltro probabilmente dovuta a fattori temporanei, riduce però (ma non annulla del tutto) il rischio di altri rialzi nelle riunioni successive a quella di luglio. Anche i segnali provenienti dalle condizioni del mercato del lavoro di giugno sono risultati in linea con le attese di un moderato rallentamento (la crescita degli occupati è stata inferiore al consenso per la prima volta da oltre un anno).

## AREA EURO: QUEL CHE RESTA DELLA CRESCITA

Dopo la revisione al ribasso dei dati del primo trimestre l'Eurozona risulta ora avere registrato **una lieve recessione "tecnica"** tra la fine del 2022 e l'inizio del 2023. Il PIL tornerà a crescere nel secondo trimestre (1% t/t ann.), ma il marcato rallentamento del PMI dei servizi negli ultimi mesi solleva **rischi al ribasso per la seconda metà dell'anno**: la spesa in servizi, infatti, insieme agli investimenti, sta sostenendo la ripresa. Non ci attendiamo che l'Eurozona rientri in recessione: la restrizione monetaria della BCE esercita sempre più effetto, ma al contempo la discesa dell'inflazione migliora il reddito disponibile ed **il mercato del lavoro rimane molto robusto**. La BCE, preoccupata per la persistenza dell'inflazione *core* nella riunione di giugno ha preannunciato un altro rialzo di 25 pb a luglio e non ha mostrato alcuna intenzione di voler interrompere il ciclo di rialzo dei tassi. **Attendiamo ora un altro rialzo di 25 pb a settembre, che dovrebbe essere l'ultimo.**

## CINA: PROSEGUE LA CRISI DEL SETTORE IMMOBILIARE

**Il PIL del secondo trimestre ha deluso le attese**, pur mostrando un'accelerazione della crescita dal 4.5% al 6.3% a/a in base ai dati ufficiali. Rispetto al primo trimestre, si è invece registrato un marcato rallentamento, sebbene **i dati di giugno suggeriscano una ripresa dell'attività economica**, mentre si conferma la crisi nel settore immobiliare e un ulteriore peggioramento della disoccupazione giovanile. **Abbiamo rivisto al ribasso le nostre attese di crescita per la seconda parte dell'anno**, a causa dei consumi che stentano e decollano e per il permanere della crisi nel settore immobiliare, e ora ci attendiamo una crescita media al 5.4% (dal 5.7%). **La politica monetaria continuerà a fornire sostegno alla crescita attraverso almeno un ulteriore taglio dei tassi e del coefficiente di riserva obbligatoria**, mentre ulteriori interventi a sostegno della crescita, sebbene non di ampia portata, potrebbero giungere dalla riunione del Governo a fine luglio.

## MERCATI AZIONARI

L'Europa ha confermato le nostre aspettative di non avere più capacità di sorprendere dal punto di vista macroeconomico. Anche il differenziale degli utili verso gli USA si sta riducendo, fino ad annullarsi e invertirsi nei prossimi trimestri. Agli attuali livelli le valutazioni in alcuni paesi/comparti stanno diventando più interessanti, ma l'evoluzione dei fondamentali è ancora incerta.

Abbiamo una posizione di sovrappeso perché la tenuta ciclica migliora la crescita attesa degli utili. A questo si affianca l'innovazione tecnologica, che già si sta riflettendo nei risultati aziendali dei principali player di creazione dell'infrastruttura legata all'intelligenza artificiale. 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 pertanto abbiamo aumentato l'esposizione anche ai titoli a minore capitalizzazione.

Per il mercato giapponese vi sono fattori positivi di medio termine: a livello macro il passaggio dal regime deflazionistico a quello inflazionistico e a livello aziendale il miglioramento atteso della redditività aziendale e le politiche di governance più favorevoli agli azionisti. Nel breve, la capacità delle aziende di preservare gli utili e i rialzi già conseguiti dai listini rappresentano elementi a supporto del posizionamento neutrale.

Nonostante le evidenze macroeconomiche abbiano disatteso le aspettative di una consistente accelerazione economica, rimangono a favore dell'area rispetto ai paesi avanzati i differenziali di crescita economica e degli utili e gli spazi di manovra di politica economica. Su quest'ultimo versante, le misure di recente implementate in Cina sono state finora timide e non ancora di dimensioni tali da imprimere abbrivio ai mercati.



## MERCATI OBBLIGAZIONARI

### GOVERNATIVO



Nonostante la Fed e la BCE appaiano intenzionate ad alzare i tassi di riferimento in misura un po' superiore rispetto alle attese, l'impatto sui tratti a scadenza medio-lunga è attutito dal maggior effetto restrittivo sulle prospettive macroeconomiche. Non ci aspettiamo una discesa rapida dei tassi, ma il potenziale di rialzo oltre il 4% è contenuto e la duration rappresenta quest'anno un valido strumento di diversificazione del rischio ciclico.

### CORPORATE



Manteniamo il sovrappeso di obbligazioni societarie *investment grade* perché la qualità del credito migliore rende il comparto più resistente alla restrizione delle condizioni di accesso al credito e a sviluppi macroeconomici meno benigni. La correlazione di breve negativa tra tasso base e spread stabilizza infatti il rendimento totale in diversi scenari. L'esposizione al settore finanziario rimane neutrale per la possibile volatilità, nonostante il favore in un'ottica di più lungo periodo.

### HIGH YIELD



Siamo sottopeso nel segmento *high yield* per riflettere il rischio di un peggioramento delle condizioni finanziarie e creditizie e l'impatto di un aumento del costo del capitale. I tassi di default sono ancora contenuti ma in progressivo aumento, anticipato dalla risalita dei tassi di *downgrade*. Preferiamo l'esposizione al rischio attraverso la più liquida componente azionaria.

### 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. Dopo il forte deprezzamento del renminbi riportiamo a neutrale la precedente visione di cautela sui titoli di stato cinesi.

## MERCATI AZIONARI ANCORA POSITIVI

Prosegue il momento positivo per i mercati azionari, con i **principali indici** che dopo un breve momento di pausa **si sono riportati sui massimi da inizio anno**.

Manteniamo il **sovrappeso** nei confronti dell'esposizione azionaria in particolare **verso il mercato americano ed emergente**.

**Il principale elemento di supporto è rappresentato dall'aspetto ciclico**, con il mercato, in particolare quello americano, che ha progressivamente allontanato l'aspettativa del momento recessivo. **La solidità del quadro macro si traduce anche in una capacità di tenuta reddituale delle aziende**: sebbene la dinamica degli utili evidenzia una graduale riduzione sequenziale, le società si sono dimostrate in grado di battere le stime riviste progressivamente al ribasso dagli analisti.

Stanno agendo inoltre a favore la stabilizzazione dei tassi di interesse dopo il rilascio delle statistiche sull'inflazione e gli elementi di innovazione tecnologica legati all'implementazione dell'intelligenza artificiale.

A livello geografico, l'impostazione ancora positiva nei confronti dell'investimento azionario vede una **preferenza relativa verso l'azionario americano ed emergente con riferimento all'area asiatica**. Per l'esposizione USA dal punto di vista settoriale e tematico la preferenza marginale è verso le componenti *growth*, ma la tenuta macroeconomica porta a considerare anche un aumento dei settori più ciclici, come ad esempio le *small cap*, rispetto a quelli più difensivi, grazie anche ad un'auspicabile maggiore partecipazione alle performance di settori a sconto valutativo.

Nonostante il comportamento recente poco brillante, viene mantenuto il favore anche sugli emergenti e 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.

Viene altresì confermato il sottopeso in Europa che pensiamo abbia esaurito la capacità di sorprendere ulteriormente sia dal punto di vista macro che reddituale. Gli utili attesi continuano a risentire delle revisioni al ribasso dei settori più ciclici.

Le valutazioni tuttavia sono relativamente contenute, in particolare in UK, fortemente penalizzato dalla composizione dell'indice e dalla forte restrizione monetaria della BoE.

Infine l'esposizione verso il mercato giapponese resta neutrale principalmente per i livelli raggiunti, mentre nel medio termine gli elementi a favore sono la transizione da un regime deflazionistico a quello inflazionistico e l'atteso miglioramento della redditività aziendale grazie alle riforme della borsa.

## TRA BANCHE CENTRALI E INCERTEZZA MACRO

Il miglioramento del quadro macroeconomico aveva riportato le attese di comportamento delle banche centrali sui livelli di marzo, prima che la crisi delle banche regionali americane e l'evento Credit Suisse determinasse una revisione al ribasso del tasso terminale. Successivamente alle statistiche dell'inflazione si sono di nuovo ridotte le aspettative soprattutto per la Fed, con un solo ulteriore rialzo di 25 pb incorporato.

Un punto importante da evidenziare è che, nel caso in particolare della Fed, marginali modifiche delle aspettative di politica monetaria producono effetti relativamente più contenuti sulle valutazioni del tasso decennale. Questo è riconducibile al fatto che **la Fed appare già essere su livelli restrittivi ed ogni ulteriore rialzo ha un impatto negativo sulle prospettive di crescita futura.**

Questo significa che c'è un limite superiore oltre il quale i tassi non possono salire rispetto all'attività della banca centrale ed è il motivo per il quale continuiamo **a pensare che i tassi di interesse decennali resteranno all'interno dell'ampio range in cui si stanno muovendo da ottobre 2022.**

Nonostante i tassi non abbiano ancora raggiunto il picco, **pensiamo che il reddito fisso sia più interessante in termini di carry che non in termini direzionali, ma la duration governativa mantiene un'interessante funzione di diversificazione del rischio azionario.**

In termini di posizionamento, infatti, il sovrappeso di *duration* è funzione principalmente dal sovrappeso nel comparto *investment grade*, e solo in misura minore nei titoli di stato.

Il segmento obbligazionario *corporate* di maggiore qualità resta l'elemento più interessante sotto il profilo rischio-rendimento in funzione del *carry* che genera e del mix equilibrato tra *duration* e *spread* di credito. Per queste ragioni, all'interno di un'esposizione complessivamente neutrale al rischio di credito, **favoriamo il segmento *investment grade* sottopesando l'*high yield***, che ci appare più vulnerabile al restringimento delle condizioni finanziarie e creditizie.

**Manteniamo un approccio neutrale nei confronti delle obbligazioni emergenti in considerazione della preferenza per il credito di qualità.** Limitata anche l'esposizione sui titoli di stato cinesi ma, dopo il forte deprezzamento del renminbi, viene riportata a neutrale la precedente visione di cautela sull'*asset class*. La debolezza dei dati di inflazione e lo stallo delle metriche di *credit impulse* supportano al margine ulteriori misure di stimolo sia monetarie che fiscali. **Le obbligazioni cinesi non offrono al momento nessun differenziale di rendimento rispetto ai mercati sviluppati, ma mantengono una capacità di diversificazione rispetto al resto del mondo governativo.**

## 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**

