

*Anima***Research**

OUTLOOK 2024

La (s)volta buona

ANIMA



La (s)volta buona

Overview

Gli investitori di tutto il mondo sono entrati nel 2023 con la speranza che potesse essere l'anno della svolta.

Nelle attese del mercato, il rallentamento di inflazione e crescita avrebbe dovuto indurre le banche centrali a iniziare a ridurre l'intensità della stretta monetaria avviata nel 2022.

Con queste premesse, la fiducia degli operatori era largamente riposta nel mercato obbligazionario governativo, dal quale si credeva potessero arrivare le maggiori soddisfazioni dopo il crollo dell'anno precedente. Al mercato azionario, invece, si guardava con più prudenza, quantomeno per quanto riguarda la prima parte dell'anno.

Oggi, con il senno di poi, possiamo dire che il 2023 non è stato l'anno della svolta, ma l'anno della sua preparazione. E su questa svolta noi continuiamo a scommettere per il 2024.

Sono gli sviluppi macro a spiegare, da un lato, perché questo cambio di direzione sia avvenuto solo parzialmente nel 2023 e, dall'altro, le ragioni che lasciano presagire che tale processo si completerà nel 2024.

Nel 2023, crescita e inflazione, seppur in rallentamento, hanno sorpreso, ancora una volta, per la loro resilienza. Ci aspettiamo che questa forza perda slancio nel corso del 2024, seppur con sfumature diverse fra aree geografiche – in misura superiore in Area Euro rispetto agli Stati Uniti.

Le banche centrali potranno, pertanto, adottare un approccio meno aggressivo, fino al punto di iniziare a riflettere su tempistiche e modalità di allentamento della stretta monetaria.

In questo contesto, le obbligazioni governative, che presentano un profilo rischio/rendimento estremamente appetibile, rimangono la scommessa migliore da avere nei portafogli. Arrivati alla fine del ciclo di rialzi, contano solo due variabili: il livello raggiunto dai tassi e la probabilità di una loro discesa. Entrambe queste considerazioni suggeriscono un sovrappeso sull'asset class.

Anche qualora crescita e inflazione dovessero continuare nel loro rallentamento lento, infatti, i livelli elevati su cui si attestano i tassi rappresentano un supporto importante all'interno dei portafogli. E se attività economica e/o prezzi dovessero perdere slancio più velocemente del previsto, i guadagni in conto capitale accelererebbero il recupero dei portafogli dopo le perdite del 2022.

Le prospettive del mercato azionario sono invece più incerte. Da una parte, l'ammorbidimento dell'approccio delle banche centrali è sicuramente un elemento positivo, perché riduce il costo-opportunità di detenere asset rischiosi. Dall'altra parte, però, l'atteso rallentamento della crescita, seppur moderato e di breve durata,



Fabio Fois

Head of Investment

Research & Advisory

fabio.fois@animasgr.it

rappresenta una minaccia per gli utili aziendali. In questo contesto, suggeriamo un approccio bilanciato, quantomeno nella prima parte dell'anno.

L'outlook per il 2024 nel nostro scenario base non differisce in misura significativa da quello che avevamo tratteggiato a inizio 2023, anche per quanto riguarda i rischi.

Gli sviluppi sul fronte di crescita e inflazione saranno cruciali. Qualora queste due variabili macroeconomiche non dovessero segnalare un calo significativo, come già accaduto quest'anno, le banche centrali potrebbero rimanere incerte se imprimere una svolta accomodante a quello che nel 2023 è stato solo un blando – per quanto benvenuto dai mercati – alleggerimento dell'azione restrittiva. In questo caso, i mercati potrebbero trovarsi a vivere un altro anno di “passaggio”, come già nel 2023, e rimanere, loro malgrado, ancora in attesa della svolta.

Outlook allocativo in pillole:

Azionario Globale – Nel 2024 la volatilità resterà elevata, specie nella prima parte dell'anno, sulla scorta delle attese di un'eventuale fase di rallentamento più marcato dell'economia statunitense. Le condizioni diventeranno più favorevoli dopo l'estate, con lo scenario macro in miglioramento e le banche centrali più accomodanti. In questo contesto, suggeriamo un'allocazione bilanciata con una crescente preferenza per i settori più difensivi, che tendono ad essere più resilienti durante le fasi di debolezza dei mercati. Una volta intravisto il *bottom* degli indici, sarà opportuno aumentare nuovamente l'investimento in settori *early cyclical*s, quali finanziari e industriali, che tendono ad essere più penalizzati durante le fasi di correzione. A livello geografico, l'approccio attuale è contraddistinto da un sovrappeso sugli Stati Uniti, la cui performance positiva dovrebbe evitare che altre aree caratterizzate da una crescita meno robusta siano eccessivamente penalizzate.

Obbligazionario Governativo Paesi sviluppati – Dopo un anno di performance nel complesso ancora deludenti, per il 2024 siamo costruttivi sui mercati obbligazionari e ci aspettiamo ritorni positivi. Anche se le banche centrali, e in particolare la Federal Reserve, sono ancora lontane dal pivot, la crescita in rallentamento e un processo disinflativo che si sta consolidando, seppur in modo non lineare, suggeriscono che gli investimenti obbligazionari abbiano un profilo rischio-rendimento migliore che non a fine 2022. Siamo più costruttivi sui Bund che sui Treasury e ci aspettiamo una performance moderatamente positiva dei BTP: da una parte una Banca Centrale Europea più accomodante potrebbe essere un fattore di supporto, ma dall'altra diversi rischi idiosincratici paiono sottostimati.

Obbligazionario Governativo Paesi emergenti – Le condizioni per i mercati obbligazionari emergenti rimarranno poco favorevoli nella prima metà del 2024, con un dollaro ancora ben supportato dalla Fed e dalla prosecuzione dell'eccezionalismo americano. Nel secondo semestre, l'approssimarsi del pivot della banca centrale americana dovrebbe contribuire a disegnare uno scenario più favorevole per l'asset class.

Obbligazionario Corporate – Il deterioramento del quadro macro/fondamentale potrebbe provocare un aumento dei premi al rischio e della dispersione, ma l'impatto negativo dell'allargamento degli spread sui ritorni sarà compensato da *carry* elevato e rendimenti governativi in calo. Ci aspettiamo un irripidimento della curva del credito e privilegiamo le scadenze intermedie del comparto *investment grade*, i settori non ciclici e, più in generale, le strategie *up in quality*; in ambito *high yield* cresce il focus sulla selezione degli emittenti.

Valute – A inizio 2024 il dollaro dovrebbe restare ben supportato, complice la debolezza dell'euro, ma i massimi contro la divisa unica sono già stati probabilmente segnati. Con l'avvicinarsi del pivot della Fed, verso metà anno, il biglietto verde perderà progressivamente forza. Siamo

costruttivi sullo yen: dopo aver atteso per tutto il 2023, la Banca del Giappone è ormai pronta a normalizzare la politica monetaria e abbandonare il regime di tassi negativi, spinta dal rischio che l'inflazione si consolidi sopra il 2%. Manteniamo un giudizio costruttivo sulla sterlina, condizionata al venir meno della forza del dollaro (i fondamentali macroeconomici del Regno Unito rimangono poco convincenti, con una crescita assente e prezzi ancora alti).

*Anima*Research

Macro Outlook

CRESCITA GLOBALE

Dov'è il rallentamento

L'economia globale ha sorpreso al rialzo nel 2023, e si appresta a chiudere l'anno con una crescita prossima al 2,7%: oltre un punto percentuale al di sopra di quello che il consenso si attendeva a fine 2022. La ragione principale di questo risultato va ricercata nella resilienza dell'economia statunitense, che ha di fatto trainato la crescita nel resto del mondo. **Per il 2024 ci aspettiamo un rallentamento moderato**, dal momento che i motori principali della crescita globale gireranno a un ritmo inferiore al potenziale: gli Stati Uniti scaleranno la marcia, l'Area Euro rimarrà poco più che stagnante e la Cina manterrà un tasso di crescita inferiore al trend pre-pandemico.

TABELLA BASELINE CRESCITA

Scenario base – Crescita in USA, Area Euro e Cina

	USA	EA	Cina
	T/T %, ann	T/T %	a/a %
T3 23	5,1	-0,1	4,9
T4 23	1,8	-0,2	4,5
2023	2,5	0,4	5,1
T1 24	0,7	-0,1	4,5
T2 24	0,3	0,2	4,8
T3 24	-0,3	0,2	4,2
T4 24	-0,3	0,4	4,0
2024	1,2	0,2	4,4

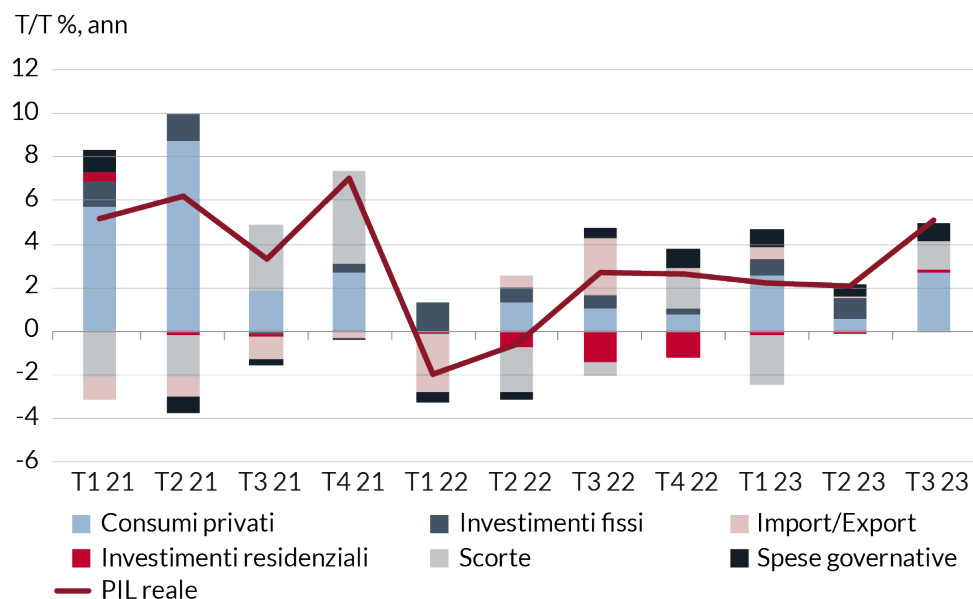
Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

Stati Uniti - Ancora i più forti

Se si considerano le attese degli investitori a inizio 2023, la crescita americana ha superato le più rosee aspettative, arrivando nel terzo trimestre a toccare un picco del 4,9% annualizzato, mentre la crescita annua sfiorerà il 2,5% nel 2023 (**Grafico 1**).

GRAFICO 1

USA, decomposizione del PIL reale



Dati a novembre 2023. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

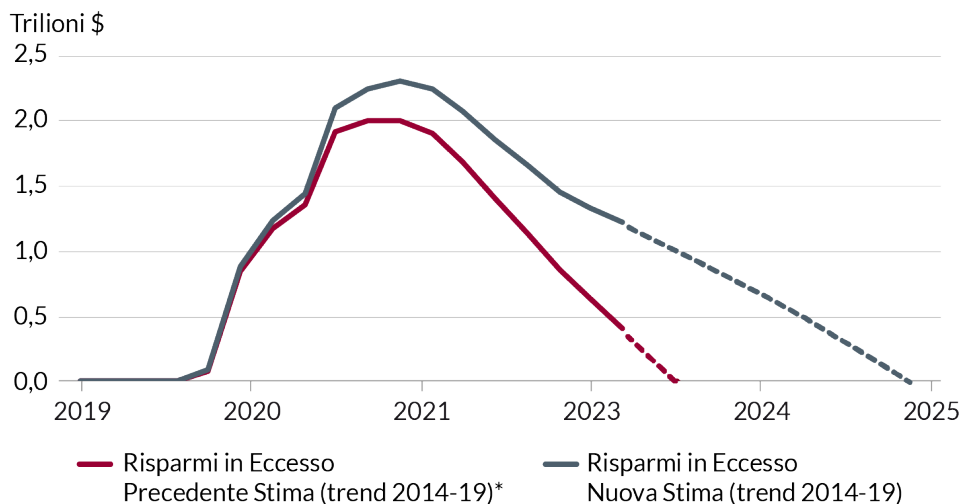
Tuttavia, ci aspettiamo che quello osservato nel terzo trimestre di quest'anno rappresenti il picco della forza dell'attività economica negli Usa, seguito da un progressivo rallentamento della crescita e successivamente da una moderata recessione tecnica nella seconda metà del 2024.

Sebbene con un ritardo superiore alle attese iniziali, infatti, l'inasprimento delle condizioni finanziarie innescato dal ciclo di rialzi della Federal Reserve e il mantenimento di una linea restrittiva peseranno sempre di più sull'attività economica, inducendo le famiglie a moderare prima e ridurre poi i consumi privati. Il contributo alla crescita di tale componente dovrebbe ridimensionarsi fra l'ultimo trimestre del 2023 e il primo dell'anno successivo, per poi diventare leggermente negativo nella seconda metà del 2024 (in media ci aspettiamo una contribuzione negativa dei consumi privati sul PIL di circa -0,2 punti percentuali tra il terzo e il quarto trimestre 2024). L'incredibile forza della spesa delle famiglie, ancora supportata dall'ultima fase di decumulo dei risparmi accantonati durante la pandemia (**Grafico 2**), si è accompagnata anche a un mercato del lavoro piuttosto solido (**Grafici 3 e 4**), che continua a creare nuovi posti di lavoro a un ritmo superiore alla media storica pre-Covid e in cui il tasso di disoccupazione, seppur in leggero aumento, rimane stabilmente sotto il 4%.

La crescita negli Stati Uniti è stata più resiliente del previsto nel 2023, ma sta perdendo slancio e nella seconda parte dell'anno si registrerà una recessione, breve e di lieve entità

GRAFICO 2

Risparmi in eccesso – stimati sul trend pre-pandemico (2014-2019)



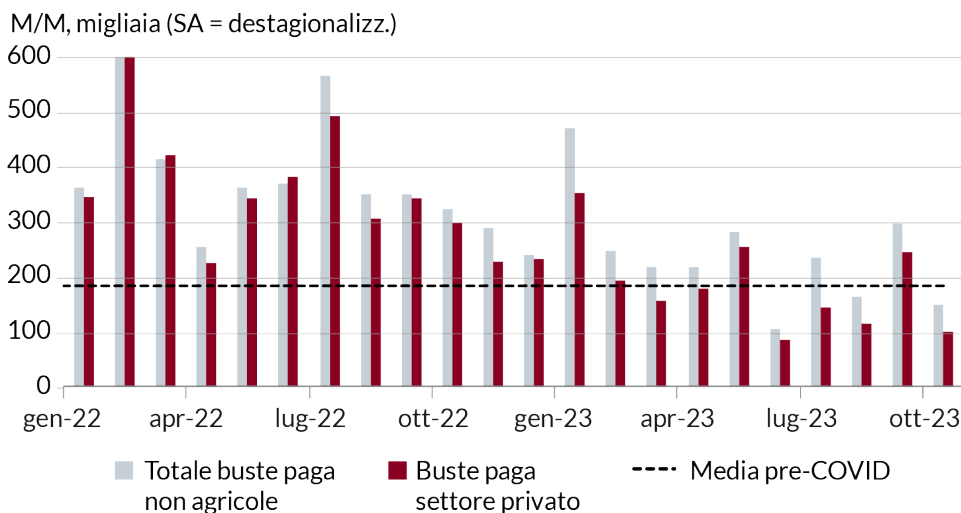
Nota. L'eccesso di risparmio è definito dal risparmio osservato meno il livello di risparmio implicito nel tasso di risparmio pre-pandemia.

**La stima precedente si riferisce all'eccesso di risparmio calcolato prima delle revisioni complete (comprehensive revisions) dei conti del PIL avvenute nel settembre 2023.*

Dati a novembre 2023. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

GRAFICO 3

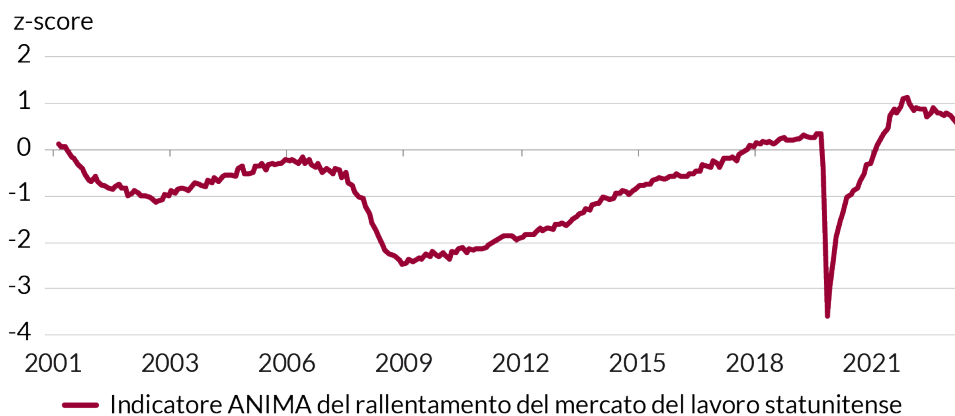
Il mercato del lavoro è rimasto piuttosto solido durante il 2023



Dati a novembre 2023. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

GRAFICO 4

Offerta e domanda di lavoro ancora in disequilibrio



Media degli z-score per Quits rate, Unemp rate, Openings/Unemp ratio, Prime-age emp/pop ratio.

La serie è normalizzata utilizzando la media e la deviazione standard dal 2001 a oggi. Sono indicate le differenze rispetto ai livelli pre-COVID.

Dati a novembre 2023. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

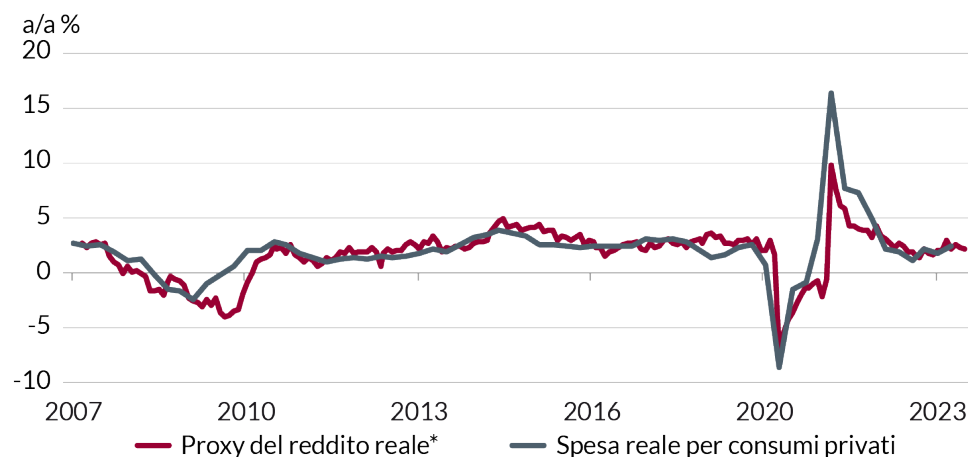
In questo contesto, il nostro scenario centrale prevede che la crescita americana rallenti intorno all'1,2% in termini di media annua, ma resti superiore a quella degli altri Paesi sviluppati, per una serie di fattori.

Innanzitutto, anche se la creazione di nuovi posti di lavoro scendesse sotto il trend pre-pandemico di lungo periodo (circa 190mila nuovi impieghi al mese), ciò non causerebbe un collasso del potere d'acquisto delle famiglie, che, pur in diminuzione, beneficerebbe del calo dell'inflazione rispetto al 2023 (Grafico 5).

Gli Stati Uniti continueranno a crescere più degli altri Paesi sviluppati, complici le ricadute positive del calo dell'inflazione sul potere d'acquisto delle famiglie...

GRAFICO 5

Il reddito reale ha sostenuto la spesa per consumi



*Proxy del reddito reale calcolata come: Payroll employment x AHE x Avg workweek deflattata per il PCE price index.

Dati a novembre 2023. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research



Consolidamento fiscale - Intervento di politica economica finalizzato a ridurre il deficit e il debito pubblico di uno Stato

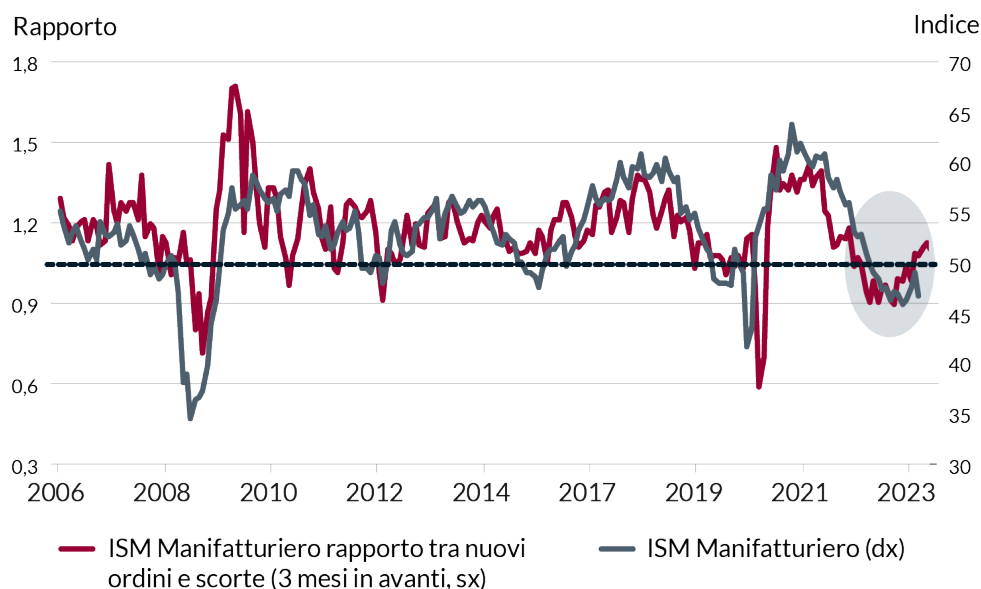
In secondo luogo, il **consolidamento fiscale** del 2024, che pure ci sarà, avverrà a un ritmo inferiore a quello di altre aree geografiche, come Regno Unito e Area Euro: se da un lato parte della restrizione è già iniziata con la fine dei sussidi introdotti durante il Covid, dall'altro è improbabile che la spesa pubblica venga tagliata in modo massiccio proprio durante l'anno delle elezioni presidenziali.

Infine, ci aspettiamo un rafforzamento del comparto manifatturiero: la rotazione dei consumi dai beni ai servizi aveva particolarmente penalizzato questo settore, portando la produzione industriale su livelli prossimi alla stagnazione. Nella prima metà del 2024, invece, quest'ultimo indicatore dovrebbe rafforzarsi leggermente (**Grafico 6**).

...una stretta fiscale più modesta e il rafforzamento del settore manifatturiero

GRAFICO 6

Ci aspettiamo che il comparto manifatturiero si rafforzi leggermente



Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

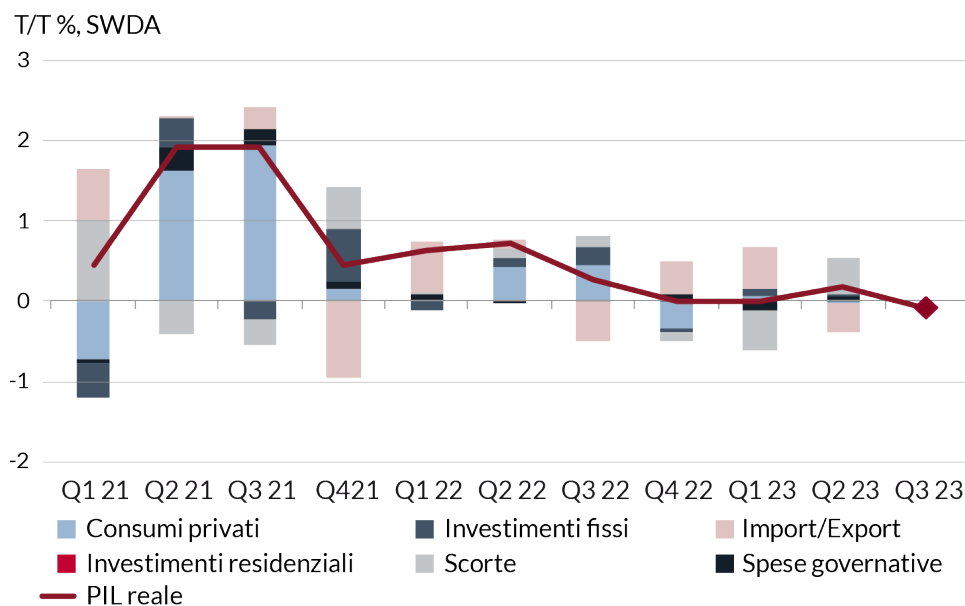
Nel complesso, quindi, prevediamo un rallentamento dell'economia americana nel 2024 e una leggera recessione tecnica nella seconda metà dell'anno; tuttavia, la forza inattesa espressa nel 2023 dovrebbe garantire un tasso di crescita superiore a quello degli altri Paesi avanzati.

Area Euro - L'economia arranca

La contrazione dell'attività economica di -0,1% su base trimestrale registrata nel terzo trimestre conferma che **l'economia dei Paesi dell'Area Euro potrebbe sperimentare una recessione tecnica tra la fine del 2023 e l'inizio del 2024** (**Grafici 7 e 8**).

GRAFICO 7

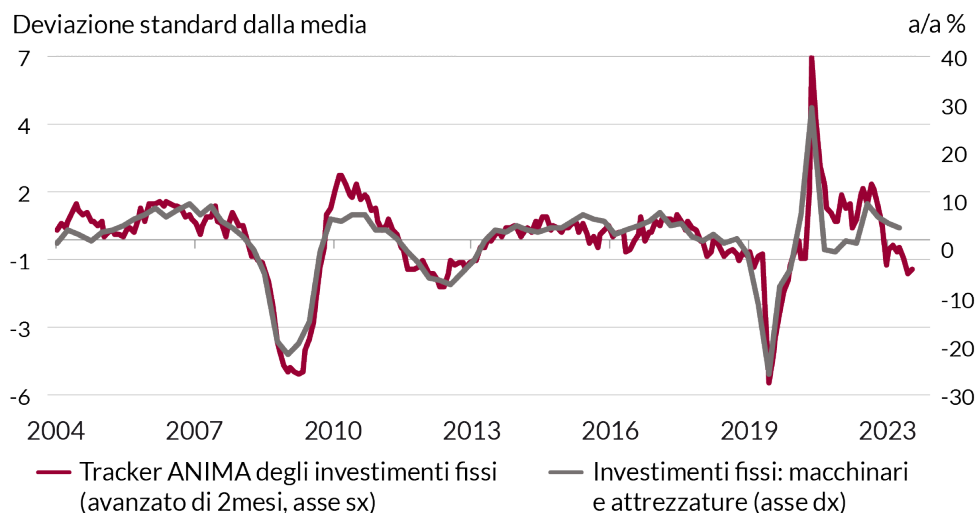
Area Euro, decomposizione del PIL reale



Dati a novembre 2023. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

GRAFICO 8

Gli investimenti fissi continueranno a rimanere deboli



Tracker degli investimenti fissi = costruito con l'analisi dei componenti principali includendo i dati di: importazioni, produzione industriale (escludendo le costruzioni) e ANIMA "adjusted credit impulse" per l'Area Euro (costruito come la differenza tra prestiti e depositi - indebitamento bancario netto - delle società non finanziarie sotto forma di somma mobile di 3 mesi divisa per il PIL nominale).

Dati a novembre 2023. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

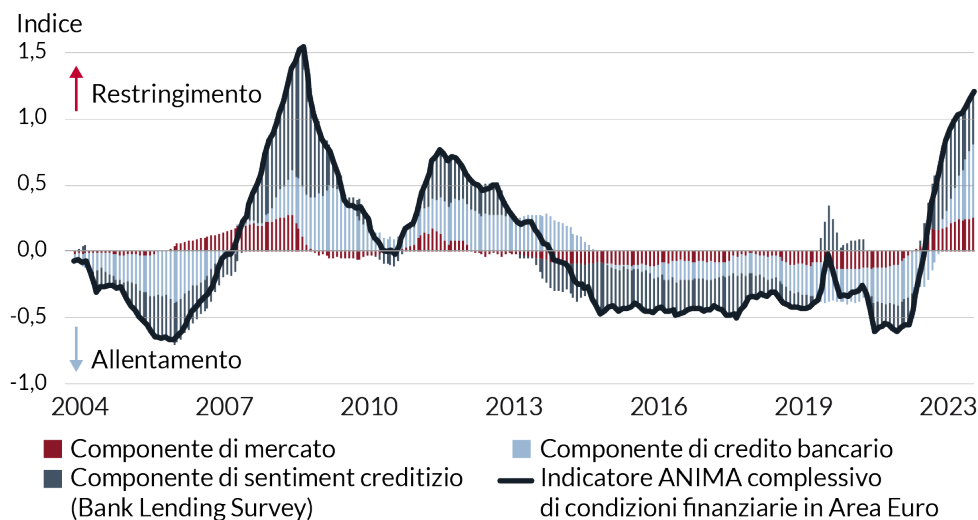
In effetti, gli indicatori ciclici suggerivano un vistoso rallentamento della crescita durante l'estate, soprattutto della componente dei servizi. Il 2024

inizierà dunque all'insegna della debolezza, complice una combinazione di fattori: 1) la morsa del restringimento monetario (**Grafici 9 e 10**); 2) il consolidamento fiscale dei Paesi membri, che limiterà la domanda interna; 3) un contesto globale sfavorevole all'export europeo, con la crescita cinese ancora deludente.

L'Area Euro sta attraversando una fase di contrazione dell'attività economica, che sarà seguita da una ripresa anemica

GRAFICO 9

Il restringimento monetario della BCE è filtrato forzatamente nelle condizioni creditizie



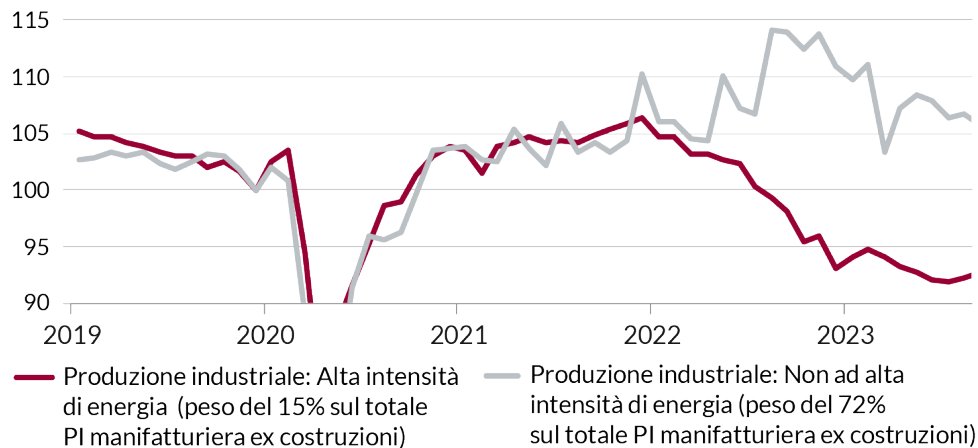
Nota: Per il nostro indicatore delle condizioni finanziarie (FCI), identifichiamo un vasto set di variabili economiche che si riferiscono a: 1) condizioni di finanziamento basate sul mercato (ad esempio, rendimenti sovrani, spread governativi e tassi swap); 2) condizioni di finanziamento basate sul credito bancario (ad esempio, impulso creditizio, volumi di prestiti all'economia reale - HHs e NFCs); 3) dati basati sull'indagine bancaria della Bank Lending Survey (BLS) della BCE, disponibile trimestralmente. Le variabili sono selezionate in base alla loro correlazione con il PIL dell'AE. Seguiamo una metodologia simile a quella di Angelopoulou et al. (2013) pubblicata in un [Working Paper Series](#) della BCE.

Dati a novembre 2023. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

GRAFICO 10

Le industrie ad alta intensità energetica rimangono in contrazione

Indice (Dic 2019=100)

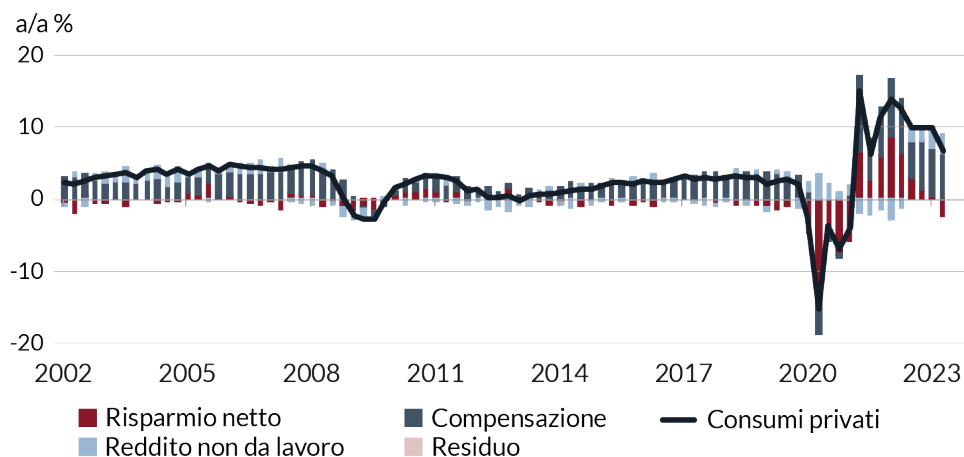


Dati a novembre 2023. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

Più in dettaglio, i consumi dovrebbero rallentare ulteriormente nella prima parte dell'anno, ma senza sprofondare (**Grafico 11**): il mercato del lavoro è atteso rimanere resiliente, con le contrattazioni salariali a contribuire positivamente al reddito disponibile (**Grafico 12**), mentre il potere d'acquisto è destinato a beneficiare del calo dell'inflazione, al punto che si potrebbe registrare una modesta riaccelerazione dei consumi nella seconda metà dell'anno.

GRAFICO 11

I consumi dovrebbero rallentare ulteriormente nella prima parte dell'anno, ma senza sprofondare

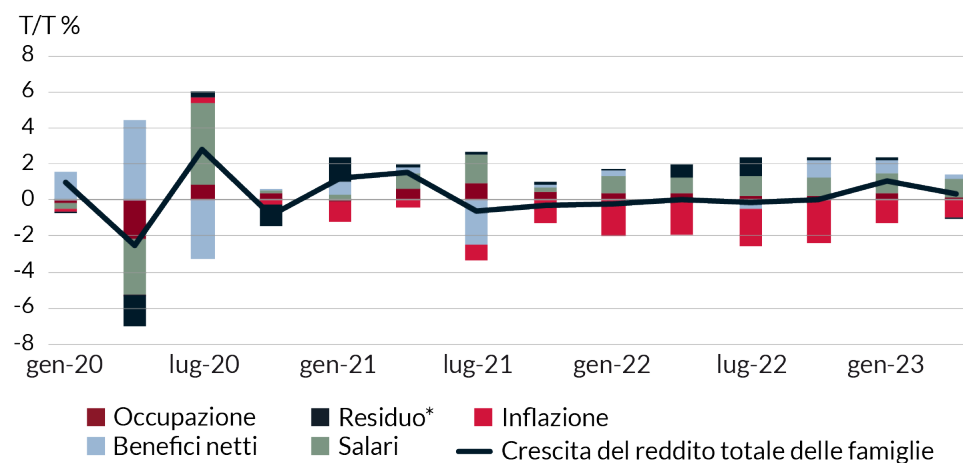


La logica della decomposizione è che (secondo la contabilità nazionale) consumi privati = compensazione + reddito non da lavoro - risparmio. Dove reddito non da lavoro = reddito netto disponibile - compensazione. Il risparmio netto è calcolato come un freno all'interno del contributo. La parte di "aggiustamento" è la differenza tra la crescita dei consumi e questi contributi (dovuta ad arrotondamenti e discrepanze statistiche), ma è piuttosto piccola.

Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

GRAFICO 12

I salari contribuiranno positivamente al reddito disponibile nel 2024



*Una buona parte della voce "residuo" è costituita da redditi da capitale e affitti figurativi. La recente forza riflette soprattutto l'aumento dei tassi di interesse e l'elevata inflazione degli affitti. Deflazionato utilizzando il deflatore dei consumi, al fine di produrre una serie di redditi reali totali.
Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

Sul fronte del consolidamento fiscale, nel 2024 Germania, Francia, Italia e Spagna saranno costrette a ridurre il deficit di bilancio in misura più o meno ampia, per evitare (nel caso di Francia, Italia e Spagna) una procedura d'infrazione per deficit eccessivo. Ciò non potrà che impattare negativamente sulla traiettoria della crescita. In Italia, in particolare, l'esaurimento del Superbonus edilizio del 110% alimenterà una contrazione degli investimenti immobiliari, che negli ultimi due anni avevano contribuito positivamente alla crescita in modo massiccio.

Infine, in un contesto globale di crescita debole, le economie dell'Area Euro più orientate all'export come quella tedesca e quella italiana dovrebbero essere particolarmente svantaggiate, poiché il contributo alla crescita delle esportazioni in termini cumulati risulterà pressoché nullo.

Nel complesso, ci aspettiamo quindi che l'economia europea inizi il 2024 in moderata contrazione e attraversi una fase di semi-stagnazione nella parte centrale dell'anno, per poi registrare, verso fine anno, una ripresa guidata dall'accelerazione dei consumi. In termini di media annua, la crescita dovrebbe rallentare dallo 0,4% del 2023 allo 0,2% nel 2024.

Nel 2024 peseranno l'indebolimento dei consumi e il consolidamento fiscale

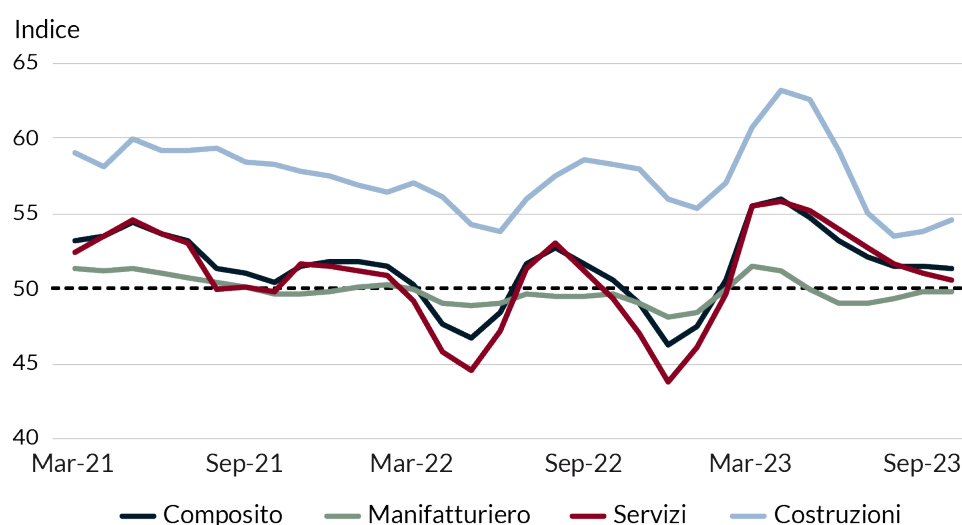
Cina – Avanti, ma sotto potenziale

Nel 2024 la Cina continuerà a crescere a un ritmo del 4,7%, inferiore al trend pre-Covid: pesa la persistenza di una serie di venti contrari, a partire dalla crisi del settore immobiliare e dalla debolezza dei consumi domestici.

Nel corso di quest'anno abbiamo visto una ripresa ad "L", con tutti i settori a segnare un'espansione assai moderata (**Grafico 13**) rispetto ai ritmi di crescita a cui la Cina ci aveva abituati.

GRAFICO 13

Avanti ma sotto potenziale



Dati a novembre 2023. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

Le riforme inaugurate da Xi Jinping durante gli anni scorsi, prima fra tutte quella del settore immobiliare riassumibile nello slogan *"House is for living, not for speculation"*, sono state pensate per avere un impatto di lungo termine sulla struttura dell'economia.

In particolare, il radicale ripensamento del ruolo del settore immobiliare, che prima del Covid pesava attorno al 25-30% del PIL cinese (e costituiva circa il 60% del patrimonio delle famiglie), sarà un fenomeno di durata pluriennale, che ha iniziato a manifestarsi tra il 2022 e il 2023 e dovrebbe protrarsi per buona parte del 2024.

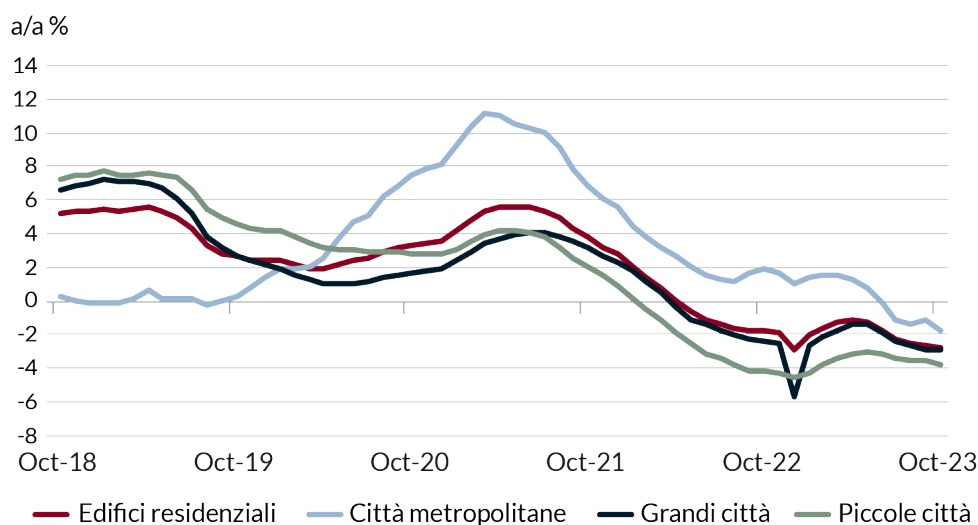
La normalizzazione dei prezzi degli immobili, infatti, non si è ancora conclusa: gli indicatori sui prezzi delle case nelle principali città non smettono di calare (**Grafico 14**), anche se a un ritmo inferiore rispetto al passato. Nel 2024 potremmo assistere a una stabilizzazione, seguita da una moderata risalita e l'intero processo potrebbe anche esaurirsi nel corso dell'anno, ma in ogni caso non prima del secondo semestre.

Parallelamente alla crisi immobiliare, i consumi domestici dovrebbero rimanere depressi e sotto il potenziale, almeno nel primo semestre. Le famiglie cinesi si confermano infatti preoccupate per il futuro, dal momento che una parte rilevante della loro ricchezza è concentrata nelle case, e potrebbero mantenere un approccio cauto nella spesa privata fino a quando non emergeranno segnali durevoli di una ripresa del settore immobiliare.

L'economia cinese è alle prese con una combinazione tossica di sfide cicliche e strutturali

GRAFICO 14

La normalizzazione dei prezzi degli immobili non si è ancora conclusa



Dati a Novembre 2023. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

A parziale compensazione della debolezza della domanda interna, ci aspettiamo un miglioramento del saldo della bilancia commerciale nel corso del 2024. La crescita globale, infatti, dovrebbe stabilizzarsi intorno al 2,7% l'anno prossimo, pressoché in linea con il tasso atteso per il 2023, consentendo al commercio estero di offrire un contributo positivo all'attività economica cinese a partire dal secondo trimestre.

Inoltre, nella prima parte del 2024 le autorità dovrebbero mantenere un approccio accomodante con interventi mirati, in modo da garantire il raggiungimento dell'obiettivo di crescita, che anche per il 2024 dovrebbe essere fissato al 5%, come nel 2023.

La debolezza della domanda interna legata a crisi immobiliare e sfiducia delle famiglie sarà in parte compensata dal supporto delle autorità e dal contributo del canale estero

INFLAZIONE

L'arduo ultimo miglio

Durante la seconda metà del 2023, le pressioni inflazionistiche a livello globale si sono gradualmente allentate, in linea con le nostre aspettative, specie nei Paesi sviluppati.

L'indice dei prezzi al consumo (CPI) globale, dopo aver registrato un picco pluridecennale al 9,3% su base annuale nel quarto trimestre del 2022, ha imboccato un trend ribassista grazie al calo dei prezzi di energia e beni alimentari, e nella seconda metà del 2023 dovrebbe attestarsi, in media, al 6% (Grafico 15).

TABELLA BASELINE INFLAZIONE

Scenario base – Inflazione in USA, Area Euro e Cina

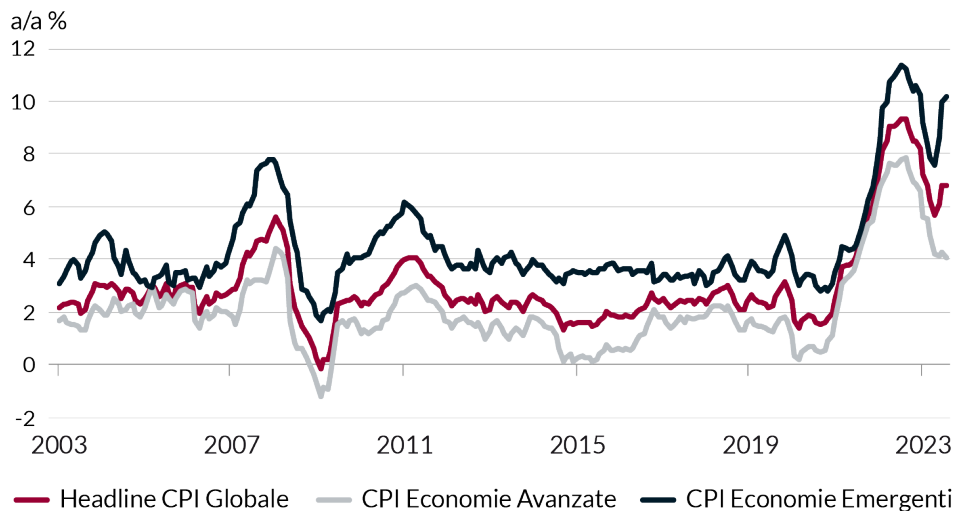
	USA Core	EA Core	Cina Core
	a/a %	a/a %	a/a %
T3 23	4,4	5,1	0,7
T4 23	4,0	3,8	0,7
2023	4,8	5,0	0,6
T1 24	3,6	3,1	0,8
T2 24	3,0	2,9	0,9
T3 24	2,9	2,6	0,8
T4 24	2,6	2,4	1,0
2024	3,0	2,8	0,8

Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

In prospettiva, ci aspettiamo che la disinflazione su queste due componenti si consolidi nel 2024, seppure su scala inferiore rispetto al 2023: il supporto offerto dagli effetti base è già in calo (o calerà presto) e un'eventuale escalation delle tensioni geopolitiche in Medio Oriente potrebbe generare ulteriore volatilità sulle quotazioni delle materie prime energetiche. La dinamica dell'inflazione core continua a essere caratterizzata da un progressivo allentamento dei prezzi dei beni di base, grazie alla normalizzazione delle catene produttive e ai rialzi dei tassi di interesse operati dalle maggiori banche centrali globali, mentre la componente dei servizi si conferma ancora piuttosto resiliente, sulla scia delle robuste pressioni salariali.

GRAFICO 15

L'indice CPI Globale è ormai lontano dal picco, supportato dalla disinflazione nelle economie avanzate



Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

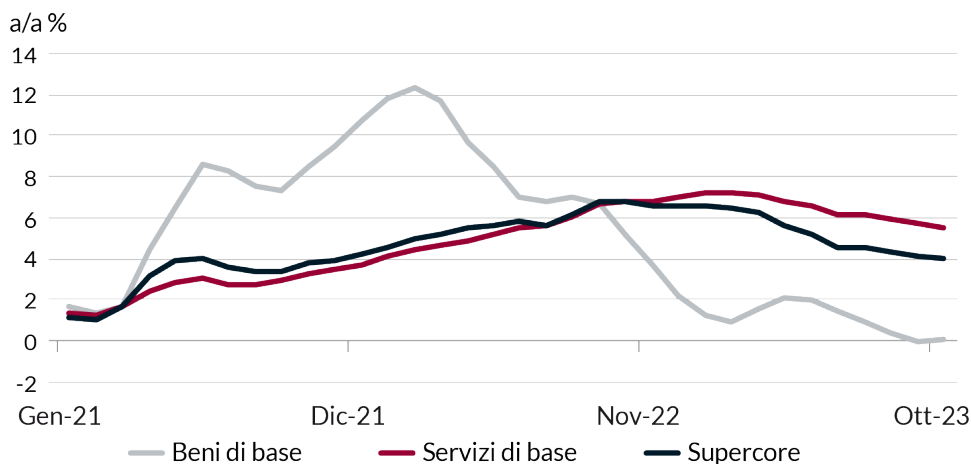
Stati Uniti - C'è ancora attesa per tagliare il traguardo

Negli Stati Uniti, l'inflazione *headline* è calata dal 7,1% dell'ultimo trimestre del 2022 al 3,5% del terzo trimestre del 2023. Il nostro scenario centrale prevede un calo del CPI *headline* dal 3,5% di dicembre 2023 al 2,3% di dicembre 2024; tuttavia, eventuali rincari sui prezzi del greggio introdurrebbero rischi al rialzo. Anche l'indice *core* ha registrato un certo calo nel corso dell'anno, seppure più contenuto: il tasso annuo è sceso dal 5,9% di fine 2022 al 4,4% del terzo trimestre del 2023. Occorre però sottolineare che i servizi di base al netto della componente degli affitti (la cosiddetta inflazione *supercore*) hanno sperimentato una disinflazione molto più contenuta (**Grafico 16**).

L'inflazione headline ha imboccato un sostenuto trend ribassista negli Stati Uniti, ma i progressi a livello core sono stati più scarsi, specie nella componente dei servizi

GRAFICO 16

I servizi hanno registrato meno disinflazione rispetto ai beni di base



CPI Supercore = calcolato come CPI dei beni di base - CPI della residenza primaria - CPI dell'affitto equivalente al proprietario (OER) + CPI del cibo fuori casa

Dati a novembre 2023. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

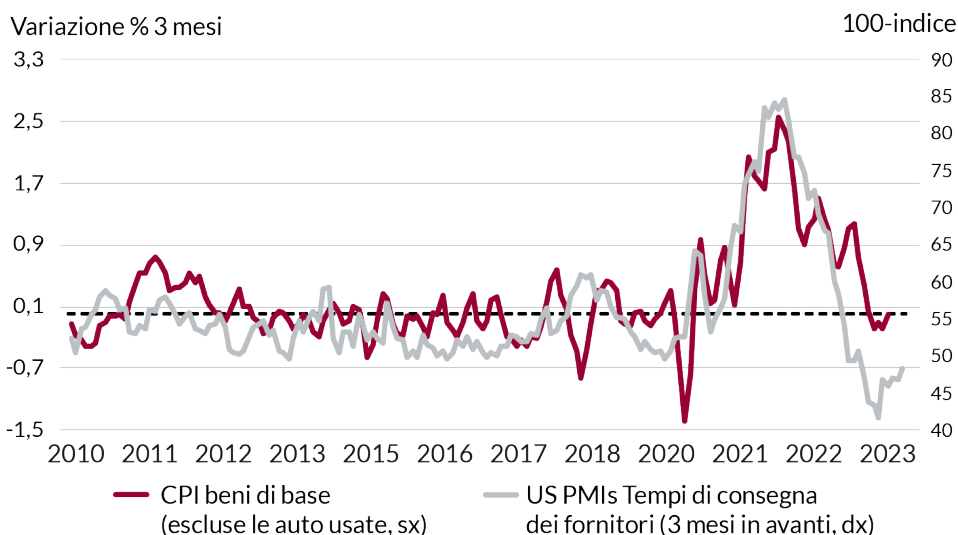
Diversi elementi assumono rilevanza nella definizione dello scenario centrale:

1. I fattori sottostanti alla disinflazione dei beni di base lasciano presagire un ulteriore calo nei prossimi mesi (**Grafico 17**). Ciò detto, l'impulso deflazionistico generato dai prezzi delle auto sembra destinato a ridursi, se non ad invertirsi, e introduce un margine di incertezza non trascurabile.

La disinflazione sui prezzi dei beni potrebbe proseguire, seppure in misura inferiore rispetto al 2023...

GRAFICO 17

I prezzi dei beni di base hanno più spazio per scendere



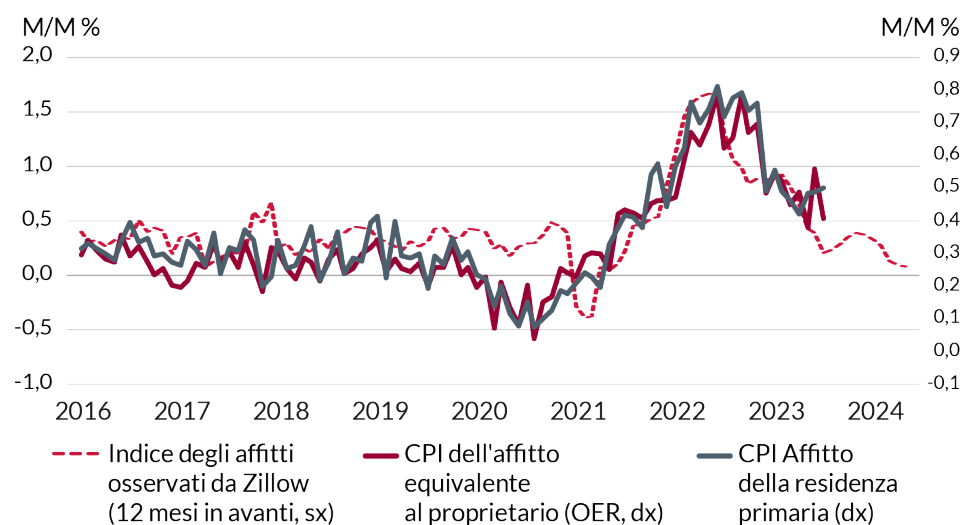
Dati a novembre 2023. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

2. Le pressioni al ribasso sugli affitti dovrebbero intensificarsi nei prossimi sei mesi (**Grafici 18 e 19**), dal momento che i dati di fonte privata sui canoni delle nuove locazioni continuano a segnalare un imminente impulso disinflazionistico sulla serie ufficiale del Bureau of Labor Statistics (BLS). Secondo le nostre previsioni, la componente di affitto della residenza primaria raggiungerà un tasso mensile dello 0,3% circa nel quarto trimestre del 2023, per poi scendere sensibilmente sotto questa soglia nel primo semestre del 2024, e allinearsi con la tendenza pre-pandemica.

...e quella sugli affitti diventerà più pronunciata

GRAFICO 18

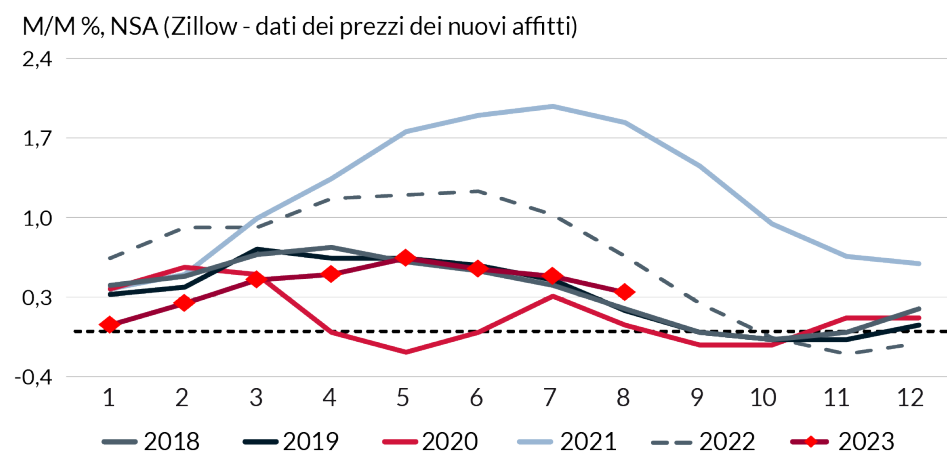
Le pressioni al ribasso sugli affitti dovrebbero intensificarsi nei prossimi sei mesi



Dati a novembre 2023. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

GRAFICO 19

...in linea con gli indicatori anticipatori



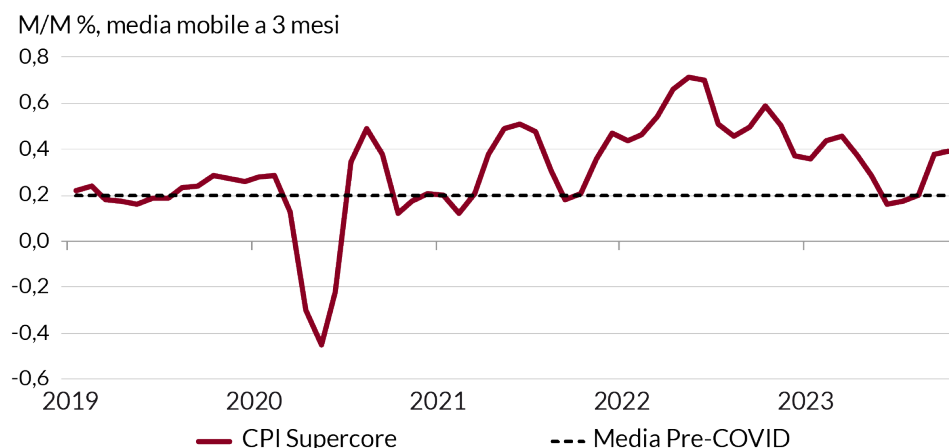
Dati a novembre 2023. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

3. Gran parte dell'incertezza continua a concentrarsi sui servizi core al netto degli alloggi (l'indice *supercore*): ci attendiamo persistenti pressioni inflattive sulle assicurazioni sanitarie e le tariffe aeree, in concomitanza con un'attività economica che rimane più robusta delle attese e una decelerazione limitata dei salari (**Grafici 20 e 21**).

Restano più incerte le prospettive per i prezzi dei servizi non legati al settore residenziale, complici le pressioni sui salari

GRAFICO 20

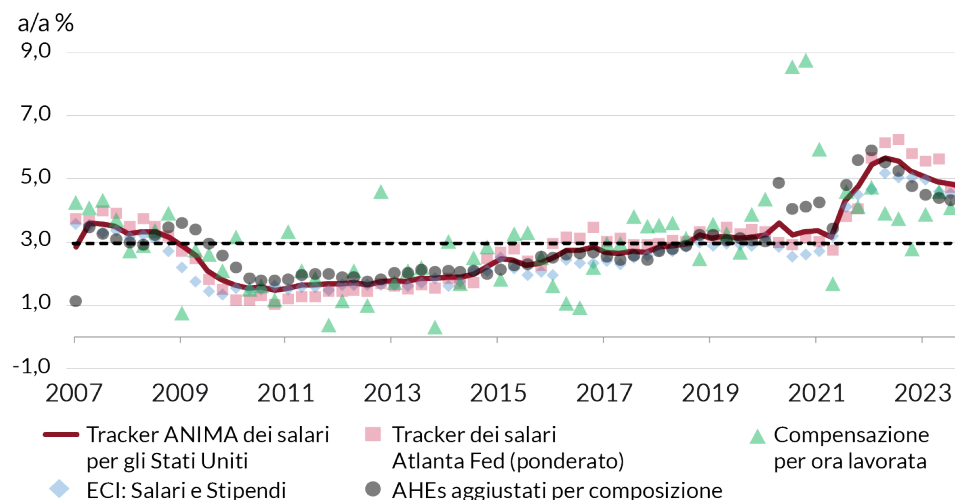
Inflazione supercore ancora volatile



Dati a novembre 2023. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

GRAFICO 21

Pressioni salariali ancora lontane dalla soglia cautelativa del 3%



*Nota: PCA per ECI Wage and Salaries, AHEs for all employees, Atlanta Fed Wage Tracker (Kalman-smoothed) e Compensation per Hour. Gli AHEs sono aggiustati per controllarli per la composizione occupazionale (composition adjusted). L'Atlanta Fed Wage tracker è corretto per allinearli con il bias del campione, sottraendo una costante di 0,6 punti percentuali.

Dati a novembre 2023. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

In questo contesto, il **CPI core** negli Stati Uniti dovrebbe attestarsi al 4,1% su base annua nel quarto trimestre del 2023 e decelerare al 2,6% nel quarto trimestre del 2024. Il contributo decisivo arriverà dai prezzi dei beni di base, che ci aspettiamo entrino in deflazione da aprile 2024, mentre i prezzi dei servizi di base rallenteranno più lentamente.

Area Euro - La disinflazione è un duro lavoro

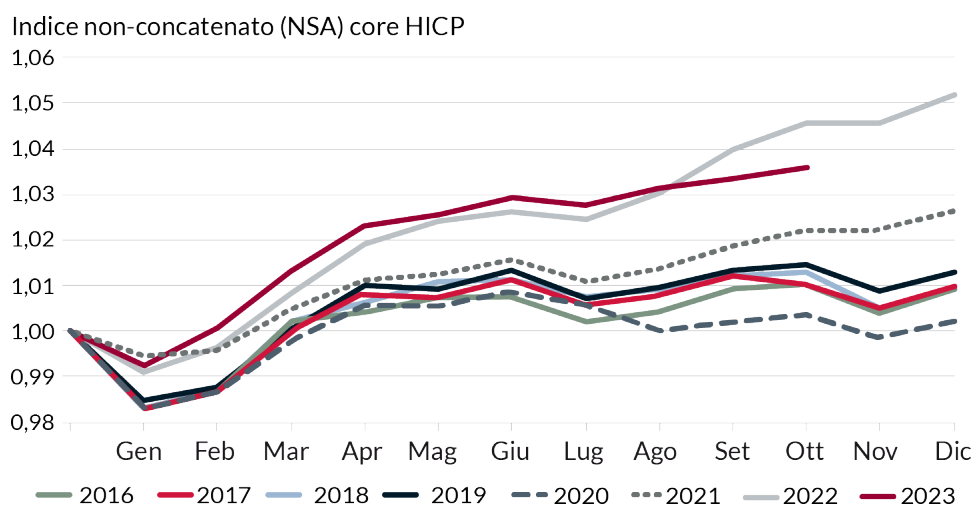
In Area Euro, l'inflazione *headline* è scesa rapidamente nel corso della seconda metà del 2023. La maggior parte del calo, come negli Stati Uniti, è ascrivibile al contributo della componente energetica ed alimentare, e ci aspettiamo che il processo di disinflazione a livello *headline* si consolidi nel 2024, seppure in misura inferiore rispetto al 2023.

L'inflazione *core*, al contrario, si è dimostrata incredibilmente resiliente, evidenziando un declino lento e vischioso (**Grafico 22**).

Anche in Area Euro il trend disinflazionistico è stato molto più marcato a livello headline che core...

GRAFICO 22

L'inflazione core si è dimostrata incredibilmente resiliente, evidenziando un declino lento e vischioso



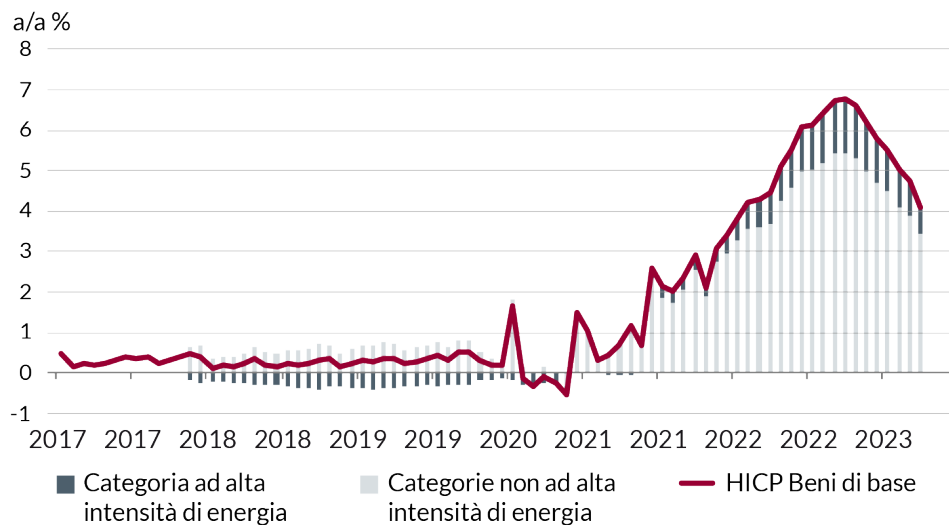
**Nota: il Grafico mostra l'inflazione cumulata ("acquisita") in ogni anno. Questa procedura elimina il meccanismo di concatenamento dell'HICP e dà come risultato un indice "non-concatenato".*

Dati a novembre 2023. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

Le pressioni sottostanti hanno registrato dinamiche divergenti: i **prezzi dei beni di base** hanno riportato un marcato rallentamento, mentre nel settore dei servizi le pressioni inflazionistiche sono rimaste elevate (**Grafici 23 e 24**), con i salari in continua crescita per recuperare il gap con l'inflazione.

GRAFICO 23

I prezzi dei beni di base hanno riportato un marcato rallentamento

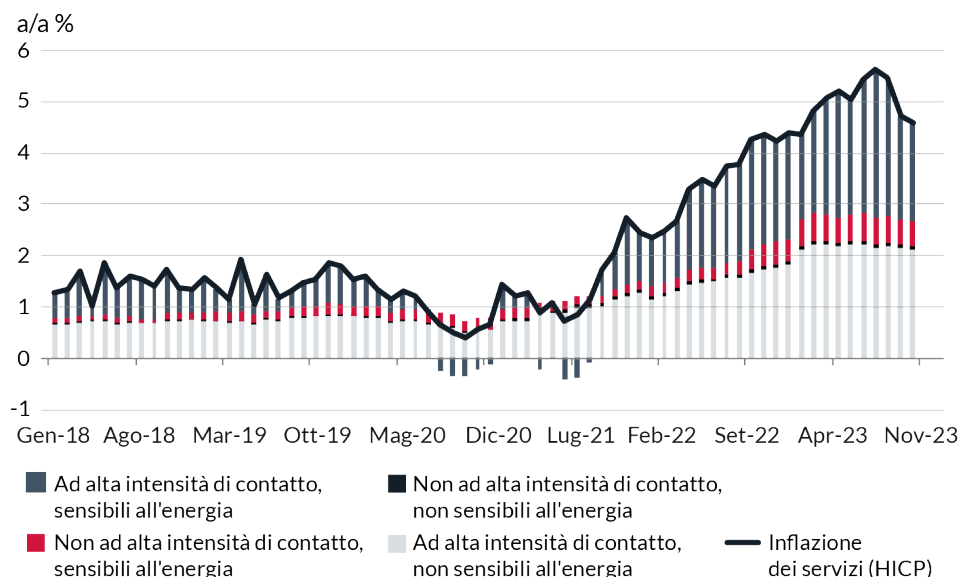


Nota: Componenti ad alta intensità energetica derivate dalle tavole input-output per le quote di energia nei costi totali (diretti e indiretti). Componenti sensibili all'energia basate sulle voci con una quota di energia nei costi totali (diretti e indiretti) superiore alla quota energetica media di tutte le voci dell'inflazione dei beni di base (NEIG). Metodologia di decomposizione in linea con la procedura della [BCE](#).

Dati a novembre 2023. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

GRAFICO 24

Nel settore dei servizi le pressioni inflazionistiche sono rimaste elevate



Nota: Le componenti sensibili all'energia sono individuate attraverso quelle voci che hanno una quota di energia nei costi totali (diretti e indiretti) superiore alla quota energetica media di tutte le voci dei servizi (HICP services). Metodologia di decomposizione in linea con la procedura della [BCE](#).

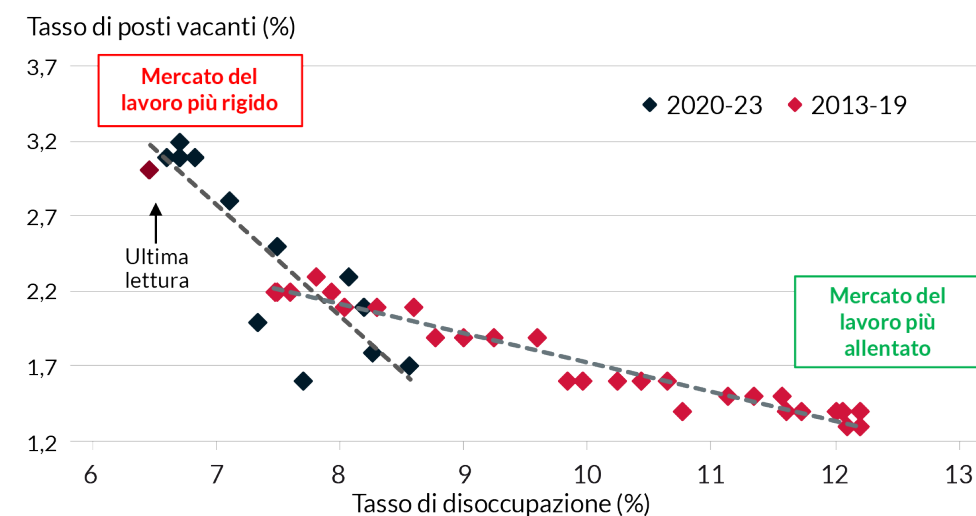
Dati a novembre 2023. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

Siamo convinti che proprio i salari abbiano rappresentato un *driver* cruciale per l'andamento dell'inflazione europea, e ci aspettiamo che lo restino nei prossimi trimestri: con ogni probabilità, i lavoratori utilizzeranno il loro potere contrattuale, relativamente elevato, per ottenere forti aumenti nominali delle retribuzioni, e compensare così la perdita di potere d'acquisto (**Grafici 25 e 26**).

...e si è riproposta la divergenza fra prezzi dei beni di base, in netto calo, e prezzi dei servizi, più vischiosi e sostenuti dai salari in aumento

GRAFICO 25

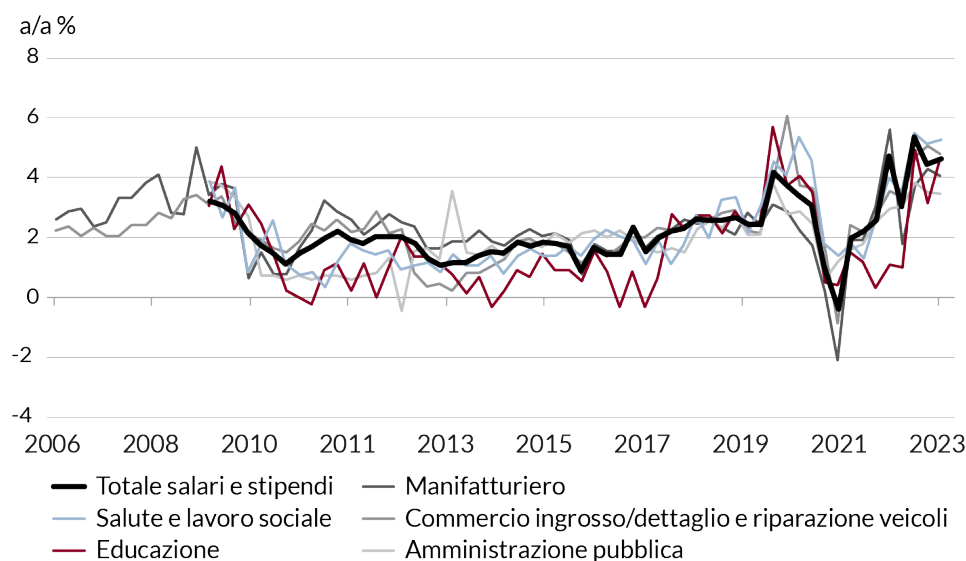
I lavoratori utilizzeranno il loro potere contrattuale relativamente elevato per ottenere forti aumenti nominali delle retribuzioni



Dati a novembre 2023. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

GRAFICO 26

La crescita salariale ben distribuita tra i settori

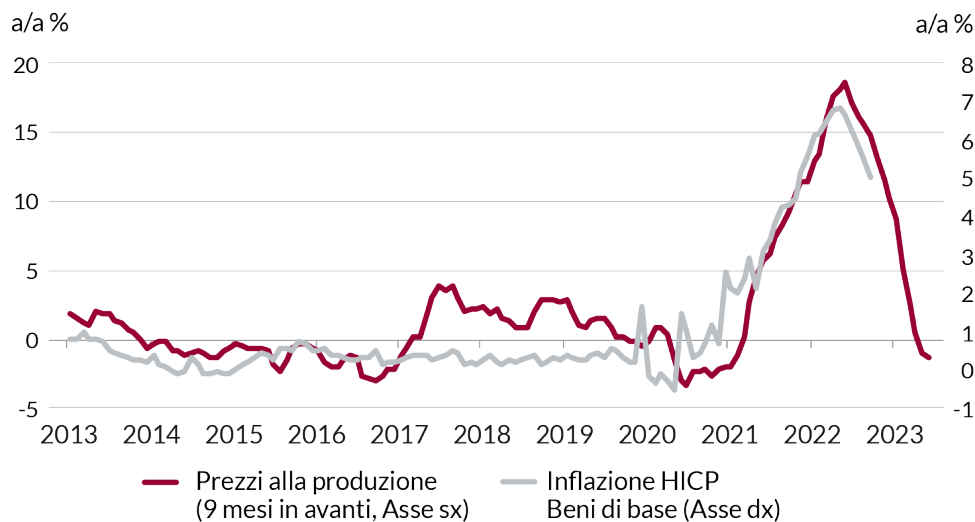


Dati a novembre 2023. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

I prezzi dei beni di base hanno registrato dinamiche molto diverse, offrendo un contributo negativo all'inflazione *core*: l'attenuazione degli *shock* all'offerta globale provocati dai *lockdown* degli anni del Covid-19 e l'impatto della politica monetaria restrittiva, che ha depresso le componenti di domanda più sensibili ai tassi di interesse come il consumo di beni durevoli, hanno alimentato un arretramento dei prezzi dei beni di base, dal picco del 6,6% del primo trimestre 2023 al 3,5% dell'inizio del quarto trimestre (Grafico 27). L'attuale tendenza ribassista dovrebbe essere confermata nel corso del 2024, al netto dei rischi di una nuova risalita dei prezzi dei fattori produttivi come l'energia.

GRAFICO 27

Le pressioni sulle pipeline suggeriscono che i beni di base hanno ampio spazio di allentamento



Dati a novembre 2023. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

In questo contesto, ci aspettiamo che le pressioni inflazionistiche in Area Euro continuino ad allentarsi progressivamente: secondo il nostro scenario centrale, l'inflazione *headline* e *core* dovrebbero passare rispettivamente dal 3,1%-3,8% del quarto trimestre 2023 al 2,5%-2,4% del quarto trimestre 2024 (in termini di media annua, dal 5,6%-5% del 2023 al 2,7%-2,7% del 2024).

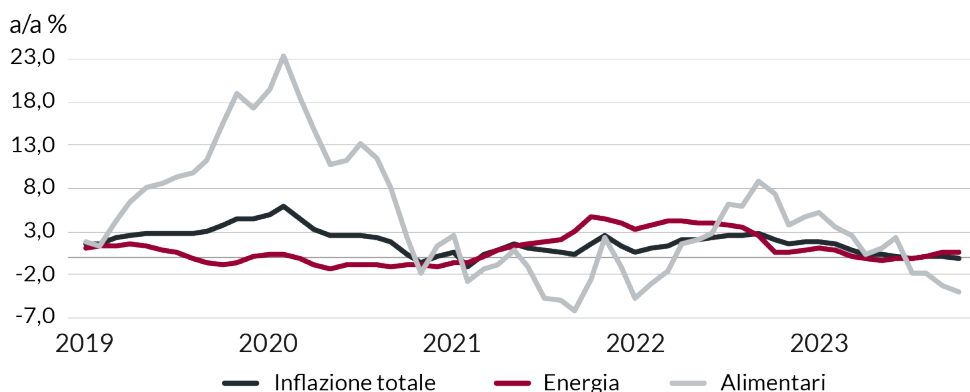
Cina - Lievi pressioni inflazionistiche

In Cina, l'inflazione non si è vista nel 2023 (**Grafico 28**) e resterà molto lontana dal target del 3% fissato dalla autorità: i prezzi al consumo non dovrebbero crescere oltre lo 0,5%, fiaccati da una domanda domestica che non ha riaccelerato significativamente dopo la riapertura post-Covid di inizio anno e da una crescita globale anemica, che ha provocato una deflazione dei prezzi alla produzione (**Grafico 29**).

In Cina le pressioni sui prezzi sono state molto limitate nel 2023, e aumenteranno solo gradualmente nel 2024

GRAFICO 28

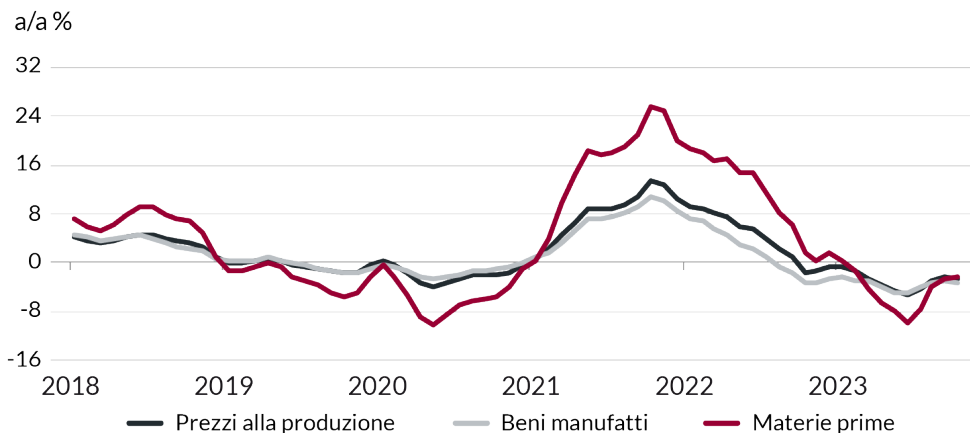
L'inflazione resterà molto lontana dal target del 3% per il 2023



Dati a novembre 2023. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

GRAFICO 29

La crescita globale anemica ha deflazionato i prezzi alla produzione



Dati a novembre 2023. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

Nel corso del 2024 ci aspettiamo una lenta inversione del trend: gli effetti base favorevoli dovrebbero sostenere i prezzi alla produzione (PPI) a inizio anno, e questi ultimi, a loro volta, offriranno un supporto all'inflazione (CPI) a partire da metà anno, quando l'effetto base tornerà favorevole anche su quest'ultimo indicatore e i consumi dovrebbero iniziare a riaccelerare. Nel complesso, l'inflazione dovrebbe raggiungere l'area dell'1% in termini di media annua.



Effetto base - Impatto che la scelta di un punto di riferimento diverso può avere sul risultato di un confronto

POLITICHE MONETARIE

Finalmente al picco

Una crescita decisamente migliore delle attese, soprattutto negli Stati Uniti, e un processo di disinflazione più lento del previsto hanno indotto le banche centrali a continuare il processo di rialzo dei tassi per buona parte del 2023.

Pensiamo che la Fed sia molto vicina o abbia addirittura raggiunto il picco dei tassi, mentre la Banca Centrale Europea con ogni probabilità ha consegnato l'ultimo rialzo al *meeting* di settembre. Tuttavia, questo non significa che le banche centrali siano vicine a un pivot. Infatti, se la BCE giudica che il livello attuale dei tassi, per quanto vada mantenuto invariato ancora qualche mese per riportare l'inflazione al target, sia sufficientemente restrittivo, per la Fed, alle prese con un'economia molto resiliente, il traguardo è ancora lontano. In questo contesto, **ci aspettiamo che sia la BCE che la Fed inizino ad allentare la stretta nel 2024, ma non subito e non in maniera aggressiva.** La BCE dovrebbe essere la prima a tagliare, nel secondo trimestre, in ragione di uno scenario di crescita più negativo di quello scontato attualmente, mentre la Fed dovrebbe propendere per una pausa più lunga e tagliare i tassi non prima del terzo trimestre. Nel complesso, prevediamo 3 o 4 tagli di 25 punti base da parte della BCE nel 2024, e 1 o 2 da parte della Fed.

Il rischio principale è che una crescita migliore delle attese e un processo di disinflazione ancora più lento del previsto spingano le banche centrali a restare in allerta per buona parte del 2024, e posticipare l'inizio del ciclo di tagli al 2025.

Il picco dei cicli restrittivi è stato raggiunto nei principali Paesi sviluppati e il focus si è spostato rapidamente su tempi e modalità di allentamento della stretta

Federal Reserve – Un pivot ancora lontano

Dati economici più solidi delle aspettative, che hanno indotto gli investitori a rimandare di mese in mese le tempistiche dell'arrivo della recessione e hanno reso il processo disinflativo meno lineare del previsto, hanno spinto la Fed a mantenere una retorica aggressiva e alzare i tassi di altri 100 punti base nel 2023, portando il tasso sui Fed Funds in area 5,25-5,5%.

Nemmeno la crisi di Silicon Valley Bank (SVB) a marzo ha provocato una battuta d'arresto nel ciclo di rialzi: l'intervento tempestivo della Fed, con la creazione di un nuovo piano per il prestito della liquidità alle banche a fronte di Treasury (Bank Term Funding Program), ha evitato che la crisi delle banche regionali provocasse un ulteriore inasprimento permanente delle condizioni finanziarie e un conseguente rallentamento dell'economia.

Per quanto riguarda il futuro, da una parte la nostra aspettativa che il picco della crescita sia stato registrato nel terzo trimestre e che da allora in poi si vada incontro a un graduale rallentamento ci induce a ritenere che la Fed sia molto vicina - o abbia addirittura già raggiunto - il picco dei tassi.

Dall'altra parte, però, la crescita ancora resiliente e una disinflazione lenta e volatile fanno supporre che la banca centrale sia ancora lontana dal pivot, e che nei prossimi mesi l'orientamento resterà restrittivo.

In questo contesto, **ci aspettiamo che la Fed lasci i tassi invariati per buona parte del 2024 e non avvii il ciclo di tagli prima del terzo trimestre, consegnando al mercato complessivamente 25/50 punti base di tagli nel 2024.** Inoltre, il Quantitative Tightening (QT) dovrebbe continuare al ritmo attuale almeno fino al primo taglio.

Il rischio principale per il nostro scenario centrale è che non ci sia un rallentamento dell'economia nel 2024. In questo caso, il processo disinflazionistico sarebbe ancora più lento e confermerebbe alla Fed che i tassi non hanno raggiunto livelli sufficientemente restrittivi; in questa eventualità, si aprirebbero le porte per ulteriori aumenti, seppur a un ritmo meno aggressivo di quello a cui abbiamo assistito negli ultimi due anni.

Banca Centrale Europea – Più accomodante della Fed

In un contesto di pressioni inflative alte, dati di crescita migliori delle attese e resilienza del mercato del lavoro, la BCE ha iniziato l'anno consegnando al mercato due rialzi di 50 punti base e ha proseguito con quattro ulteriori aumenti di 25 punti base; la stretta totale ha raggiunto i 200 punti base nel 2023, il doppio di quella consegnata dalla Fed.

Nel *meeting* di fine ottobre, il primo da inizio anno in cui i tassi non hanno subito modifiche, la retorica della BCE si è ammorbidita, soprattutto per quanto riguarda la crescita, che in Area Euro rimane stagnante e con rischi al ribasso. Tuttavia, la resilienza dell'inflazione core, soprattutto sul lato dei servizi, ha precluso il raggiungimento di un vero e proprio pivot: durante la conferenza stampa, la Presidente Lagarde ha dichiarato che è assolutamente prematuro parlare di tagli.

Ci aspettiamo che la revisione al ribasso delle previsioni sulla crescita per il 2024 nel *meeting* di dicembre (secondo le proiezioni attuali dello Staff, il PIL dovrebbe espandersi a un ritmo dello 0,3-0,4% su base trimestrale per tutto il 2024) e il lento ma continuo declino dell'inflazione, consentano alle colombe all'interno del Consiglio direttivo di aumentare il proprio peso decisionale, aprendo la strada a un primo taglio dei tassi già nel secondo trimestre. Nel complesso, la BCE dovrebbe effettuare almeno 3-4 tagli di 25 punti base nel 2024.

Nonostante la riduzione dei reinvestimenti del **PEPP** sia spesso citata come una possibilità concreta da parte dei falchi all'interno del Consiglio, a nostro avviso la probabilità che sia effettivamente implementata è bassa. Il PEPP rappresenta infatti un'efficace linea di difesa contro la frammentazione della politica monetaria ed è uno strumento flessibile e senza condizionalità, a differenza del Transmission Protection Instrument (**TPI**).

La Fed manterrà i tassi su livelli elevati per gran parte dell'anno. I tagli nel corso del 2024 saranno limitati: 25/50 punti base, non prima del terzo trimestre

La BCE sarà sorpresa dalla debolezza della crescita e avvierà la discussione sui tagli in tempi brevi, forse già nel primo trimestre. Nel complesso, i tassi saranno ridotti almeno di 75/100 punti base nel 2024



PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) - Programma straordinario di acquisto di titoli pubblici e privati lanciato dalla BCE nel marzo 2020 per fronteggiare lo shock provocato dalla pandemia

TPI (Transmission Protection Instrument) - Strumento varato dalla BCE nel luglio 2022 per sostenere l'efficace trasmissione della politica monetaria in tutti i Paesi dell'Area Euro

Il rischio principale per il nostro scenario centrale è che l'inflazione, in particolare quella *core* dei servizi, si riveli nuovamente molto più resiliente del previsto. In questo caso, anche in presenza di una crescita deludente, la BCE sarebbe costretta a posticipare l'inizio del ciclo di tagli almeno alla seconda parte dell'anno.

Banca Popolare Cinese – In vigile quiete

In assenza di vistosi cambiamenti di orientamento politico, **nel 2024 ci aspettiamo che la Banca Popolare Cinese continui nell'esercizio di ricerca di un equilibrio tra fattori strutturali avversi e stimolo di breve termine**, bilanciando le leve disponibili per raggiungere l'obiettivo di una crescita prossima, seppur non superiore, al potenziale.

La prima parte dell'anno dovrebbe essere caratterizzata da un lato da un supporto monetario limitato, con tassi fermi o marginalmente rivisti al ribasso (e un *policy rate* non inferiore al 3,25%, rispetto al 3,45% attuale), e dall'altro da autorità fiscali sempre pronte a intensificare gli stimoli, se la crescita dovesse deludere.

Il pivot della Banca del Giappone potrebbe essere un momento rilevante per un possibile cambio di passo anche della PBoC, nell'ottica della tutela della stabilità del tasso di cambio tra yuan e yen.

In Cina i margini di ulteriore potenziamento degli stimoli sono limitati

AnimaResearch

**Mercati
obbligazionari**

GOVERNATIVI PAESI SVILUPPATI

Molto vicini alla svolta

Le obbligazioni governative dei Paesi sviluppati non hanno registrato una performance brillante nel 2023, deludendo le aspettative della maggior parte degli investitori, che si attendevano ritorni fortemente positivi.

Considerando i prezzi al 15 novembre 2023, in particolare, i Treasury hanno registrato una perdita del 2,1%, i Bund una variazione pressoché nulla e i BTP un guadagno prossimo intorno al 4%.

Un contesto di crescita migliore delle attese, che ha costretto gli investitori a togliere dallo scenario base la recessione negli Stati Uniti, e un processo disinflativo più lento del previsto hanno tenuto le banche centrali in modalità aggressiva: ad oggi il pivot rimane lontano, soprattutto per la Fed.

In questo contesto, i trend principali sui mercati obbligazionari di Stati Uniti e Area Euro sono stati i seguenti:

1. Nella prima parte dell'anno (escludendo il periodo delle crisi di SVB e Credit Suisse, a marzo), le curve di Treasury e Bund hanno continuato a invertirsi, in conseguenza del fatto che il mercato ha progressivamente prezzato picchi dei cicli restrittivi sempre più alti e, quindi, un aumento delle probabilità di una recessione. Alla fine di giugno, sia in USA che in Germania le curve dei rendimenti governativi hanno raggiunto i picchi di inversione (**Grafico 30**).

Nel 2023 i tassi hanno continuato a subire pressioni al rialzo, specie negli Stati Uniti, in un contesto di resilienza della crescita, vischiosità dell'inflazione e aggressività delle banche centrali

GRAFICO 30

Differenziale 2/10Y sulle curve US e Bund



Fonte: Bloomberg, ANIMA Research

Le curve dei rendimenti governativi in USA e Area Euro hanno raggiunto livelli record di inversione a fine giugno, per poi irripidirsi nella seconda metà dell'anno

2. A partire dalla fine di giugno, le curve hanno iniziato a irripidirsi, in un contesto di aumento dei rendimenti. Le cause sono state diverse: (a) una stabilizzazione delle aspettative sul picco dei cicli restrittivi; (b) dati di crescita ancora solidi e superiori alle attese negli USA, che hanno spinto gli investitori a prezzare da una parte una probabilità molto bassa di recessione negli Stati Uniti, e dall'altra un **tasso neutrale d'equilibrio** più alto di quello indicato dalla Fed (2,5% nominale); (c) un deficit molto più alto delle attese negli Stati Uniti (secondo il Fondo Monetario Internazionale, la stima è passata dal 5,7% del PIL di inizio anno all'8,2% attuale), che ha acceso i riflettori sul fatto che le emissioni di Treasury rimarranno a livelli storicamente alti nei prossimi anni, inducendo gli investitori a richiedere un premio al rischio più alto per detenerli, specie sulle scadenze più lunghe.
3. Sia per i Treasury che per i Bund, la risalita dei rendimenti nominali è stata quasi totalmente guidata dalle pressioni al rialzo sui rendimenti reali, mentre le *breakeven* sono rimaste pressoché invariate (**Grafico 31 e Grafico 32**). Come nel 2022, anche nel 2023 il mercato è rimasto estremamente costruttivo sulla capacità delle banche centrali di riportare l'inflazione al *target* nel medio termine.

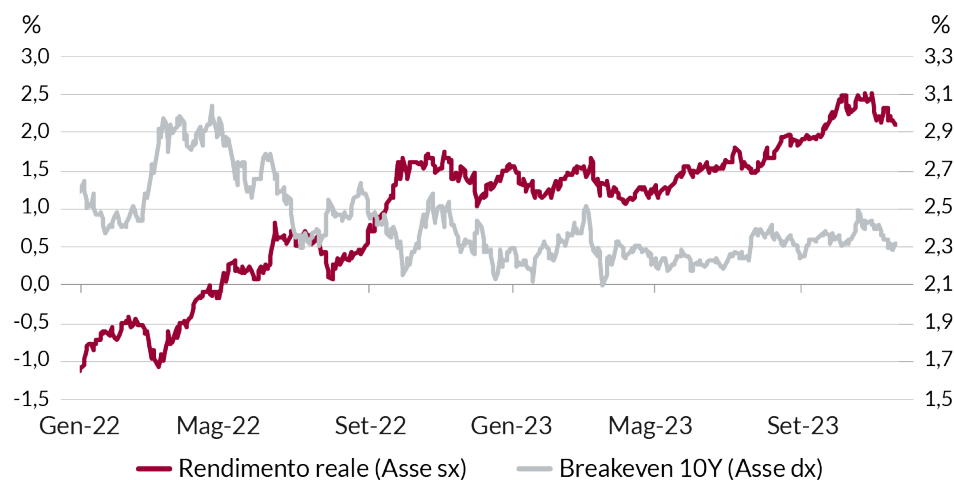


Tasso neutrale d'equilibrio (o r-star)

- Tasso d'interesse teorico che non deprime né stimola la crescita economica; non può essere calcolato con certezza e cambia nel tempo per effetto dei cambiamenti strutturali dell'economia

GRAFICO 31

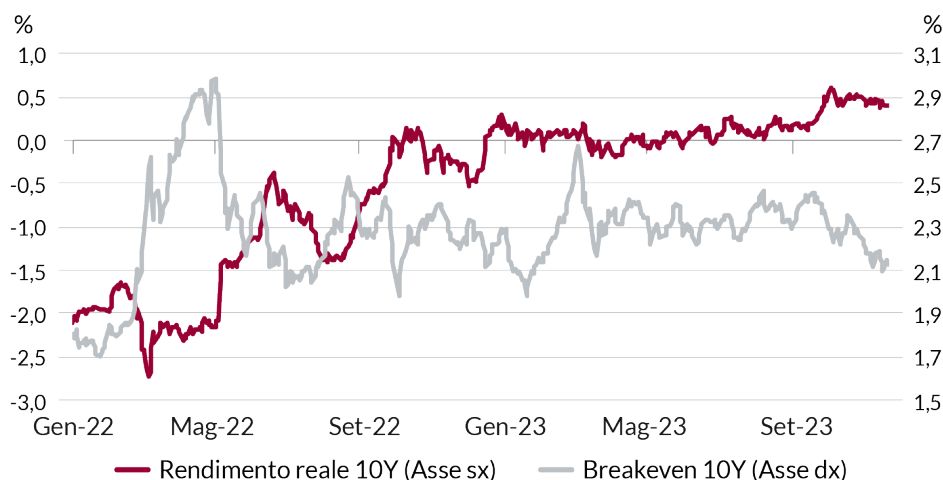
Rendimenti reali e breakeven a 10Y sulla curva dei Treasury



Fonte: Bloomberg, ANIMA Research

GRAFICO 32

Rendimenti reali e breakeven a 10Y sulla curva Bund



Fonte: Bloomberg, ANIMA Research

4. Per tutto l'anno, la correlazione fra Bund e Treasury è stata positiva e molto elevata, anche quando la crescita in USA e Area Euro ha iniziato a divergere e la retorica della BCE si è fatta meno aggressiva di quella della Fed. Ciò detto, da inizio maggio i Bund hanno sovraperformato i Treasury, soprattutto sulle scadenze lunghe.

Dopo un anno di performance nel complesso ancora deludenti, **per il 2024 siamo costruttivi sui mercati obbligazionari e ci aspettiamo ritorni positivi**, per diverse ragioni:

1. Con il processo di disinflazione in pieno svolgimento su entrambe le sponde dell'Atlantico, i tassi di politica monetaria sono arrivati a livelli sufficientemente restrittivi in Area Euro e sono probabilmente molto vicini a quel livello negli Stati Uniti. In questo contesto, le banche centrali hanno un forte incentivo a lasciare i tassi ai livelli attuali per un periodo di tempo prolungato e valutare gli effetti di uno dei cicli restrittivi più aggressivi della storia, piuttosto che procedere con ulteriori rialzi. Questo limita eventuali spinte al rialzo sui rendimenti obbligazionari.
2. Ci aspettiamo che nel 2024 la crescita statunitense rallenti sotto il peso della stretta monetaria, e possa registrare una contrazione, seppur breve e lieve, e comunque non prima della seconda metà dell'anno. In questo contesto, la Fed potrebbe iniziare un ciclo di tagli nel terzo trimestre. In Area Euro, invece, la recessione dovrebbe essere già iniziata, con ogni probabilità, nel 2023, e la BCE, non appena sarà ragionevolmente sicura che l'inflazione stia convergendo verso il target, inizierà ad allentare la stretta, per riportare la politica monetaria quanto meno alla neutralità (ci aspettiamo il primo taglio già nel secondo trimestre).

Nel 2024 le obbligazioni governative registreranno performance positive, complice il supporto degli sviluppi macro e di politica monetaria

3. I livelli attuali dei tassi sono ancora più elevati che alla fine del 2022, soprattutto negli Stati Uniti, e questo comporta un miglioramento del profilo rischio-rendimento degli investimenti obbligazionari. **Le prospettive reddituali sono molto interessanti, soprattutto con orizzonte a medio-lungo termine.**

Siamo più costruttivi sui Bund rispetto ai Treasury, soprattutto nella prima parte dell'anno, per diverse ragioni:

1. Condizioni finanziarie più restrittive in Area Euro che negli Stati Uniti e meccanismo di trasmissione più certo. Mentre in Area Euro le condizioni finanziarie restrittive si stanno trasmettendo con forza all'economia (la BCE ha detto più volte che il meccanismo di trasmissione è più forte e veloce rispetto al passato), negli Stati Uniti i segnali sono meno netti e la maggior parte dell'effetto dei rialzi dei tassi deve ancora materializzarsi. Ci aspettiamo quindi che nella prima parte dell'anno lo scenario di crescita sia più costruttivo negli Stati Uniti che in Area Euro.
2. *Decoupling* fra le politiche monetarie di BCE e Fed. La retorica della BCE dovrebbe diventare progressivamente più accomodante, sulla scorta delle revisioni al ribasso delle previsioni di crescita, sin dalla riunione di dicembre, mentre la Fed potrebbe rimanere aggressiva ancora per qualche mese.
3. Politica fiscale più restrittiva in Area Euro che negli Stati Uniti nel 2024. Secondo le previsioni del Fondo Monetario Internazionale, il bilancio primario del settore pubblico dovrebbe diminuire sia in Area Euro che negli Stati Uniti, con un moderato consolidamento fiscale. Tuttavia, in Area Euro si passerà dal -1,9% del 2023 al -1% del 2024 in rapporto al PIL, mentre negli Stati Uniti da -5,5% a -4,3%. La politica fiscale americana rimarrà dunque molto più accomodante, in termini relativi, e fornirà un supporto alla crescita più importante che non in Area Euro.

Durante il 2023, i titoli di Stato italiani sono riusciti a registrare una performance positiva, nonostante il rialzo dei rendimenti *core*. La sovraperformance del comparto governativo italiano è riconducibile a una molteplicità di fattori, fra cui: 1) una domanda molto forte da parte degli investitori *retail* domestici; 2) i reinvestimenti del PEPP, che hanno di fatto neutralizzato i mancati reinvestimenti dell'APP, almeno fino all'estate. Nel 2024, una BCE più accomodante potrebbe essere un fattore di supporto per i BTP; tuttavia, un ulteriore aumento del fabbisogno di finanziamento, a fronte di una domanda che arriva solo dal settore *retail* e diversi rischi idiosincratici al momento non prezzati (fra cui la sostenibilità del debito e l'esecuzione del PNRR) spingono in direzione di un allargamento dello *spread*. Non ci aspettiamo, però, che la situazione precipiti. Nella migliore delle ipotesi, **i titoli di Stato italiani potrebbero registrare una performance moderatamente positiva nel corso del 2024**, complici i rendimenti elevati raggiunti.

Siamo più costruttivi sui Bund che sui Treasury: in Area Euro le prospettive per la crescita sono peggiori e la BCE adotterà un approccio accomodante prima della Fed

Per i BTP, fattori di supporto ed elementi di fragilità dovrebbero bilanciarsi



APP (Asset Purchase Programme) - Programma di acquisto di titoli pubblici e privati lanciato dalla BCE nel 2015 per potenziare gli stimoli monetari e raggiungere il target di inflazione al 2%

Il rischio principale per lo scenario descritto è che la crescita sia più resiliente del previsto, soprattutto negli Stati Uniti, e che il processo di disinflazione proceda più lentamente. In questo caso, le banche centrali dovrebbero mantenere una retorica aggressiva e il comparto obbligazionario registrerebbe performance solo moderatamente positive, se non nulle, sostanzialmente in linea con quanto accaduto nel 2023.

GOVERNATIVI PAESI EMERGENTI

Meglio pazientare nella prima metà del 2024

La prima parte del 2024 non dovrebbe rivelarsi favorevole per l'obbligazionario emergente, soprattutto per la tenuta del dollaro: ci aspettiamo che a inizio anno la divisa statunitense resti ben supportata dalla sovra-performance della crescita americana rispetto al resto del mondo (una condizione che, storicamente, non favorisce l'*asset class* emergente).

Tuttavia, molte delle principali banche centrali (Brasile, Corea, Messico, Filippine, Indonesia) hanno iniziato il ciclo di rialzi con un paio di trimestri di anticipo rispetto alla Fed, o l'hanno rapidamente seguita per difendere le rispettive valute dallo strapotere del dollaro. Stante il sensibile rallentamento dell'inflazione già registrato nel mondo emergente, **un eventuale indebolimento del dollaro consentirebbe a molte banche centrali di invertire la rotta già l'anno prossimo, e avviare un rapido ciclo di tagli. Si tratterebbe di uno sviluppo costruttivo per il comparto, che ha però maggiori probabilità di verificarsi nella seconda metà dell'anno.**

Con riferimento alla Cina, le condizioni non ottimali in cui verserà l'economia nel 2024, il livello quasi deflazionistico dei prezzi e la persistente debolezza dello yuan (sopra 7,0 contro il dollaro per gran parte del 2023) rendono probabile che la banca centrale lasci inalterato l'attuale contesto di tassi relativamente bassi, senza però ridurli ulteriormente in misura significativa per non mettere a rischio la tenuta del cambio. In questo contesto, con margini limitati di ulteriori ribassi dei tassi, **la view sull'obbligazionario cinese per il 2024 non è particolarmente costruttiva.**

Con il pivot della Fed e l'indebolimento del dollaro, il contesto per l'obbligazionario emergente diventerà più costruttivo

OBBLIGAZIONI SOCIETARIE EURO INVESTMENT GRADE

Sempre più valore nel carry di qualità

Il 2023 è stato un anno relativamente tranquillo per il mondo del credito. La fase di compressione dei premi al rischio iniziata a ottobre 2022 si è protratta nei primi mesi del 2023, complice il miglioramento delle prospettive di crescita derivante dallo scongiuramento della crisi energetica in Europa e dal processo di riapertura in Cina, ma ha subito una brusca battuta d'arresto a marzo, con il fallimento di Silicon Valley Bank e la crisi di Credit Suisse: lo *spread* rispetto ai titoli governativi (*option adjusted spread*, OAS) si è allargato di oltre 50 punti base in una settimana, per poi ritracciare rapidamente e restare in consolidamento per il resto dell'anno, senza ulteriori picchi di volatilità. **Né il minimo né il massimo di febbraio/marzo sono stati più raggiunti, e il range dell'anno (55 punti per l'OAS dell'indice ICE BofA Euro Corporate) non supera la metà della media a vent'anni.** L'andamento degli indici rappresentativi delle diverse fasce di *rating* testimonia che la resilienza della crescita statunitense, che ha supportato la propensione al rischio degli investitori, ha lasciato il segno anche fra le obbligazioni societarie in euro: i segmenti a più alto merito di credito sono rimasti ostaggio della volatilità e delle pressioni al rialzo sui tassi governativi e hanno archiviato un pur modesto allargamento degli *spread*, mentre le fasce a più basso *rating* hanno registrato una compressione dei premi al rischio. L'unica, rilevante eccezione è rappresentata dal comparto di minor qualità del debito speculativo: le emissioni CCC hanno subito violente penalizzazioni fra settembre e ottobre, quando l'idea che i tassi ufficiali sarebbero rimasti alti a lungo si è radicata e ha intensificato le preoccupazioni per le società finanziariamente più fragili.

TABELLA

Andamento delle obbligazioni corporate in euro da inizio anno

	Investment Grade	AAA	AA	A	BBB	High Yield	BB	B	CCC e inferiore
Spread vs Govt attuale (OAS), punti base	146	75	102	127	172	448	336	512	1824
Variazione OAS YTD, punti base	-20	11	4	-11	-29	-46	-29	-104	401
Media OAS ultimi 10 anni, punti base	121	66	74	102	150	402	302	529	1088
Rendimento a scadenza (YTM), %	4,3	3,4	3,8	4,1	4,6	7,5	6,4	8,1	20,9
Media YTM ultimi 10 anni, %	1,4	1,0	0,9	1,2	1,8	4,5	3,5	5,9	11,8
Performance YTD	4,1%	2,2%	2,4%	3,6%	4,7%	7,3%	6,6%	9,4%	1,3%

Fonte: ICE BofA ML, Bloomberg, ANIMA Research. Dati al 15 novembre 2023.

Nel corso del 2024, la volatilità potrebbe tornare a salire, in primis per il deterioramento del quadro macro/fondamentale. Nel complesso, gli emittenti europei hanno affrontato il ciclo di rialzi delle banche centrali da una posizione di forza, grazie alla solidità dei bilanci: gli indici di copertura degli oneri finanziari si collocano ancora nella fascia alta dell'intervallo degli anni immediatamente precedenti al COVID e la dinamica dei tassi di default rimane estremamente incoraggiante. Tuttavia, l'aggressività della stretta monetaria sta iniziando a farsi sentire: la leva ha ricominciato a salire e gli indicatori di liquidità hanno subito un'erosione importante, scivolando su livelli inferiori alle medie storiche. Difficilmente la situazione potrà migliorare nel 2024: il nostro scenario macro di riferimento lascia presagire un indebolimento sia della domanda che del *pricing power* delle aziende e diffuse pressioni sui margini; una revisione al ribasso delle stime di crescita degli utili (ancora piuttosto ottimistiche) e un deterioramento delle metriche di credito saranno inevitabili. In questo contesto, **gli spread potrebbero vivere una fase di debolezza e volatilità nella prima parte dell'anno, con l'approssimarsi della recessione americana, per poi recuperare terreno una volta che le banche centrali inizieranno ad allentare la stretta e le aspettative di ripresa si consolideranno.**

L'allargamento degli *spread* provocato dall'indebolimento dei fondamentali sarà almeno in parte compensato dalla solidità del quadro tecnico. La domanda degli investitori, infatti, è destinata a rimanere robusta, in un contesto in cui le banche centrali hanno completato i cicli restrittivi, i rendimenti si collocano sui massimi pluriennali e la probabilità di ottenere ritorni positivi è elevata: il cosiddetto **breakeven** ha raggiunto livelli molto alti, sulla scorta dell'aumento dei rendimenti a scadenza e del calo della duration (**Grafico 33**). In aggiunta, il consolidamento del trend disinflazionistico e il progressivo spostamento del focus sulla crescita dovrebbero ripristinare una correlazione negativa fra tassi governativi e *spread*, riducendo la volatilità complessiva dei ritorni e migliorando il profilo rischio/rendimento dell'*asset class*. Sul fronte dell'offerta, condizioni di finanziamento estremamente onerose e la debolezza del quadro macro indurranno le imprese ad adottare pratiche più prudenti nella gestione di investimenti e capitale: l'offerta netta rimarrà molto compressa.

L'approssimarsi della recessione americana potrebbe creare qualche tensione sugli spread, ma il carry elevato, i tassi governativi in calo e la domanda robusta degli investitori offriranno supporto



Breakeven - Variazione dei tassi che provoca una perdita in conto capitale esattamente pari al rendimento a scadenza di un titolo, generando ritorni complessivi nulli

GRAFICO 33

Tasso di breakeven a 12 mesi per i Corporate Euro IG, una prospettiva storica



Dati al 15 novembre 2023

Breakeven = Rendimento a scadenza/Duration.

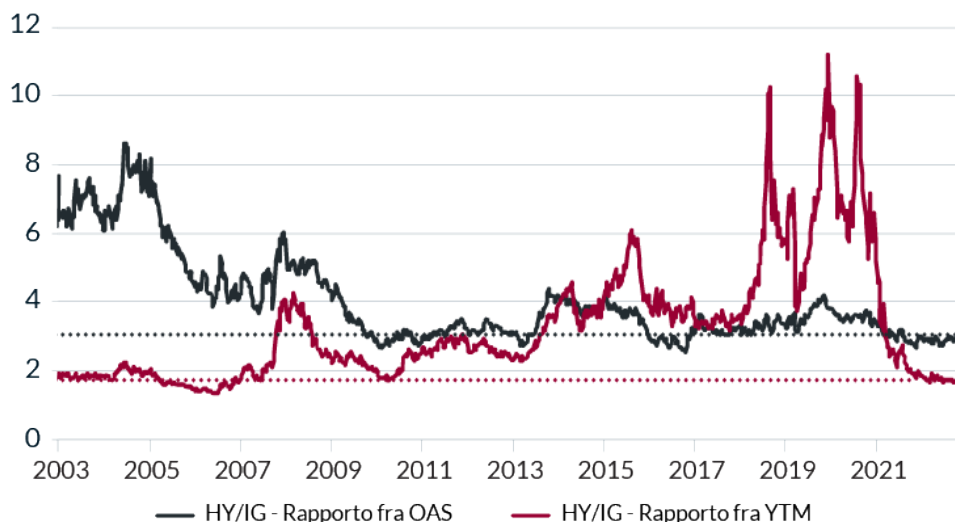
Fonte: ICE BofA ML, Bloomberg, ANIMA Research

Ci aspettiamo un irripidimento della curva del credito: la prospettiva di un deterioramento del quadro macro/fondamentale e l'esaurimento della fase più impulsiva del movimento di rialzo dei tassi governativi spostano la linea di maggior vulnerabilità dal rischio tasso al rischio credito, e il rapporto fra rendimenti a scadenza e *spread* dei comparti *high yield* e *investment grade* è ancora prossimo ai livelli più bassi degli ultimi vent'anni (**Grafico 34**). Pertanto, **privilegiamo le scadenze intermedie del comparto *investment grade*, e, più in generale, le strategie *up in quality***. I settori non ciclici offrono migliori opportunità rispetto a quelli ciclici, stante la maggior resilienza e visibilità sulla dinamica degli utili: sovrappesiamo *utilities*, telecom e *pharma*, così come i finanziari di maggior qualità. Da ultimo, in un contesto di crescente dispersione e di maggior rilevanza dei fattori idiosincratici, è cruciale focalizzarsi sulla selezione degli emittenti, ricercando titoli legati a singole storie di successo o temi e trend che gli sviluppi macro/politici potranno di volta in volta favorire.

Privilegiamo le scadenze intermedie del comparto *investment grade* e i settori non ciclici

GRAFICO 34

High Yield vs Investment Grade, rendimenti a scadenza e spread a confronto



Dati al 15 novembre 2023. Fonte: ICE BofA ML, Bloomberg, ANIMA Research

OBBLIGAZIONI SOCIETARIE EURO HIGH YIELD

Opportunità sulla debolezza

Nel corso del 2023 il credito *high-yield* ha registrato una robusta *sovra-performance*, favorito da una parte dalla ridotta esposizione strutturale al rischio tasso, e dall'altra dalla resilienza del quadro macro/fondamentale, che si è tradotta in dinamiche favorevoli a livello di tassi di *default* e *rating*: il trend di miglioramento iniziato nel 2021 si è consolidato, seppur con un forte aumento della dispersione (a fine settembre, la percentuale netta di emittenti che aveva registrato un *upgrade* nei dodici mesi precedenti era del 18% per le società BB, del 4% per le singole B e del -4% per le CCC).

Nella prima parte del 2024, il contesto di riferimento potrebbe diventare più complesso. La combinazione di un'economia debole e di tassi di interesse elevati sta iniziando a erodere i fondamentali delle aziende e creare sacche di sofferenza. I *downgrade* sono destinati ad aumentare: il ritardo che solitamente intercorre fra gli indicatori ad alta frequenza sull'attività economica e l'azione delle agenzie di *rating* è pari a nove mesi, il che significa che la debolezza sperimentata dai mesi estivi deve ancora essere riflessa.

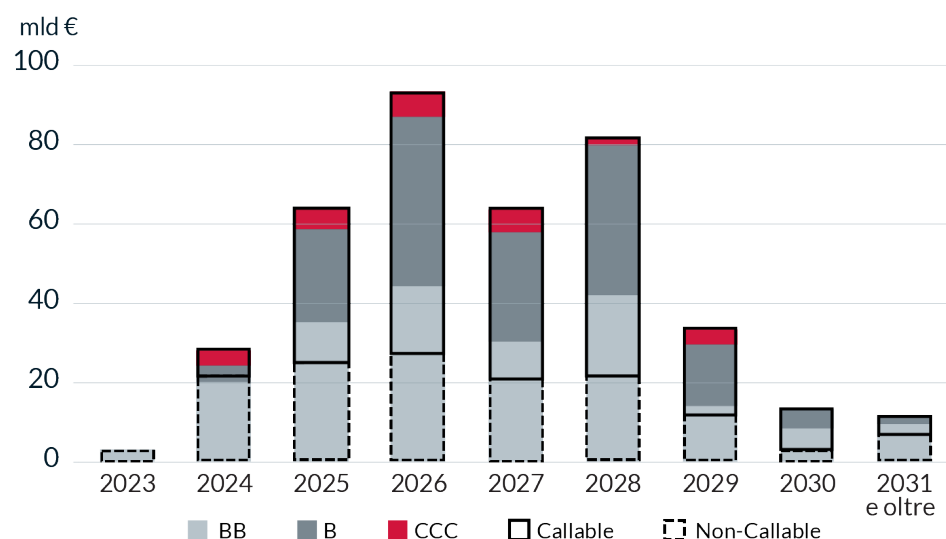
In aggiunta, il quadro tecnico offre meno supporto rispetto all'universo *investment grade*. Nonostante i ritorni generosi, l'*asset class* ha avuto difficoltà ad attrarre capitali nel 2023, e lo scetticismo potrebbe prevalere anche nel 2024: sarebbero dannose sia una recessione severa che una crescita più forte del previsto, poiché la prima avrebbe ripercussioni negative sui

Gli spread dei titoli corporate high yield potrebbero vivere una fase di debolezza e volatilità nella prima parte dell'anno, sulla scorta del deterioramento del quadro macro/fondamentale...

comparti più ciclici, mentre la seconda prolungherebbe la stretta monetaria. Inoltre, benché la domanda di credito da parte delle imprese sia destinata a rimanere depressa, l'offerta non potrà che aumentare in vista delle importanti necessità di rifinanziamento che si prospettano dal 2025, e che inevitabilmente dovranno iniziare ad essere soddisfatte già dal prossimo anno, a condizioni tutt'altro che vantaggiose (**Grafico 35**).

GRAFICO 35

Profilo di scadenza del debito Corporate Euro High Yield



Fonte: S&P Global, ANIMA Research

Una nota più costruttiva è rappresentata dalla solidità dei bilanci delle imprese alla vigilia del rallentamento ciclico e dalla disponibilità degli **sponsor** a fornire capitali alle aziende in difficoltà, che lasciano presagire pressioni sui tassi di default relativamente modeste rispetto alle recessioni passate (soprattutto considerando che ci aspettiamo una fase di contrazione del PIL lieve e di breve durata). Inoltre, il **carry elevato consente di assorbire anche perdite cospicue in conto capitale**: con un rendimento a scadenza del 7,5% e una duration di tre anni, il **breakeven** a dodici mesi è pari a 250 punti base, il più elevato mai registrato al di fuori delle fasi più acute della crisi finanziaria o del debito sovrano (**Grafico 36**). In quest'ottica, **eventuali fasi di debolezza pronunciata indotte dal deterioramento del quadro macro/fondamentale rappresenterebbero occasioni d'acquisto importanti**, con orizzonte a medio termine, e la probabilità che l'anno si chiuda con **performance positive** è elevata.



Sponsor (finanziari) -

Società riconducibili al mondo del private equity, che raccolgono fondi da investitori istituzionali e acquisiscono partecipazioni nel capitale di aziende generalmente non quotate

... ma il carry elevato rappresenta un cuscinetto protettivo formidabile e le fasi di debolezza più profonda offriranno opportunità di acquisto

GRAFICO 36

Tasso di breakeven a 12 mesi per i Corporate Euro HY, una prospettiva storica



Dati al 15 novembre 2023

Breakeven = Rendimento a scadenza/Duration to worst. Fonte: ICE BofA ML, Bloomberg, ANIMA Research

L'approccio gestionale è contraddistinto dal focus sulla selezione degli emittenti e dalla preferenza per la qualità, in un contesto di crescente dispersione e in vista di una fase di decompressione dei premi al rischio: gli investitori chiederanno una remunerazione crescente per scendere lungo la scala del rischio, in vista del rallentamento ciclico e del miglioramento delle prospettive reddituali per i titoli *corporate* a più alto *rating*, derivante dall'allentamento della stretta monetaria.

Lo scenario di rischio più importante che abbiamo individuato – cioè la resilienza della crescita e la vischiosità dell'inflazione, con il conseguente prolungamento dell'approccio aggressivo da parte delle banche centrali - rappresenterebbe una minaccia per gli *high yield*: si accentuerebbero le criticità per gli emittenti più fragili, specie nei settori più sensibili al livello dei tassi o in quei comparti in cui negli ultimi anni l'aumento della leva è stato più marcato e le condizioni di liquidità sono peggiori. Il rapido intervento delle autorità ha evitato che la crisi delle banche regionali statunitensi assumesse ripercussioni sistemiche, ma negli ultimi mesi si è registrata una significativa *escalation* del rischio idiosincratICO su scala globale, e la storia insegna che molto spesso i cicli restrittivi della Fed più violenti provocano (e terminano) con gravi incidenti sui mercati finanziari o in qualche segmento dell'economia reale.

Con il rischio idiosincratICO e la dispersione in aumento, cresce il focus sul bond-picking

AnimaResearch

Mercati azionari



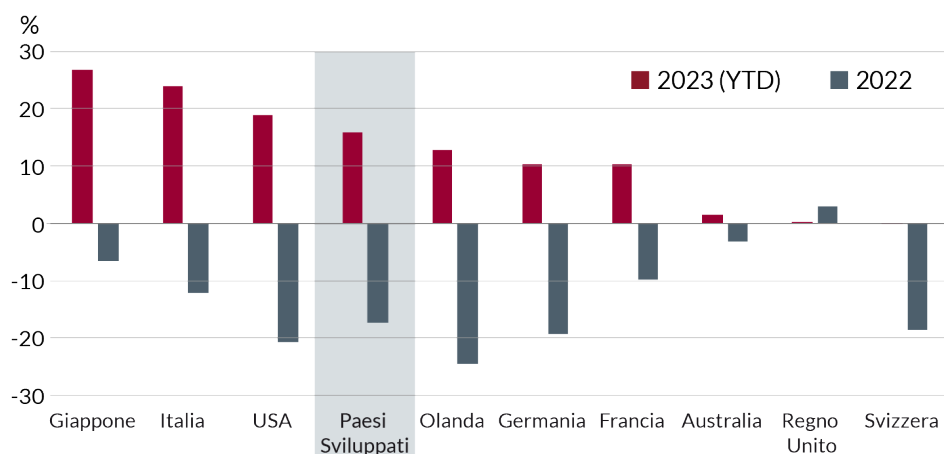
AZIONARIO PAESI SVILUPPATI

Un approccio cauto per navigare nell'incertezza di inizio anno

Dopo un 2022 di perdite in doppia cifra per i principali listini azionari, il 2023 si sta rivelando un anno positivo, nonostante la volatilità sia rimasta elevata (**Grafico 37**).

GRAFICO 37

Performance azionarie 2022 e 2023



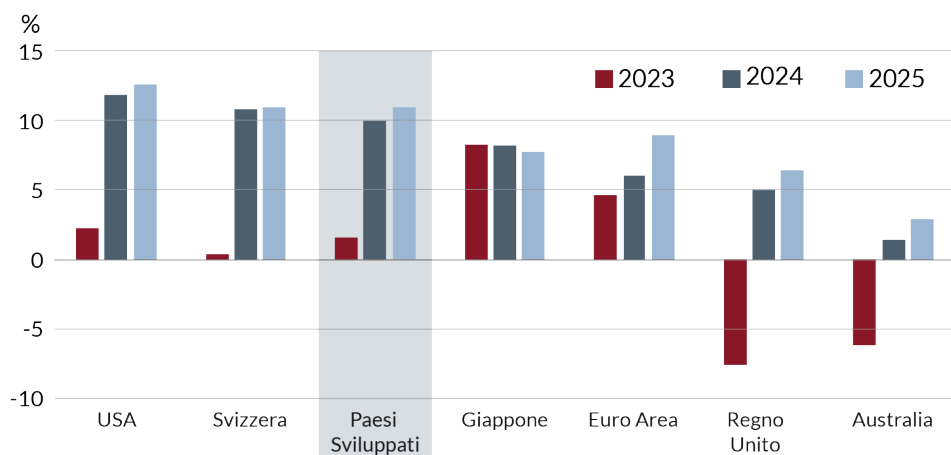
Fonte: MSCI, ANIMA Research

Guardando al futuro, siamo convinti che la volatilità persisterà anche nel 2024. A livello macro, dovremmo assistere a un rallentamento economico non solo in Europa ma anche negli Stati Uniti, dove ci aspettiamo una recessione blanda a partire dal terzo trimestre. A livello micro, questo scenario si dovrebbe tradurre in una crescita anemica degli utili aziendali, pari al 5% circa a livello aggregato. Ad oggi, invece, gli analisti prevedono un aumento dei profitti per le società dei Paesi sviluppati pari al 10% nel 2024 e all'11% nel 2025, sopra la media annua del 4% registrata durante il quinquennio precedente il 2020 (**Grafico 38**). Secondo il consensus dovrebbero riaccelerare anche i dividendi, per cui ci si attende una crescita intorno al 6% nei principali mercati nei due prossimi anni, contro il 5% stimato per quest'anno. Il nostro scenario macro suggerisce però maggiore cautela, e riteniamo probabile che questi numeri siano rivisti ulteriormente al ribasso già nel secondo trimestre del 2024.

Le stime degli analisti su utili e dividendi sono ottimistiche e potrebbero essere riviste al ribasso, con ripercussioni negative per gli indici azionari

GRAFICO 38

Crescita attesa degli utili 2023, 2024 e 2025



Fonte: MSCI, IBES, ANIMA Research

Il taglio delle stime di crescita di utili e, in misura minore, dei dividendi si riverbererà negativamente sui corsi azionari durante i mesi estivi, quando i principali **benchmark** azionari potrebbero raggiungere nuovamente i livelli di fine 2022. A quel punto, a nostro avviso si profilerebbe un'opportunità importante per aumentare strategicamente l'esposizione all'**asset class** azionaria, anche se i tassi potrebbero rimanere alti più a lungo di quanto il mercato stia attualmente prezzando. Le nostre analisi evidenziano infatti che questo scenario non sarebbe necessariamente dannoso per le valutazioni societarie: l'andamento dei multipli è influenzato dalla variazione dei tassi e non dal loro livello (**Grafico 39**), soprattutto quando le società scambiano a valutazioni non eccessivamente ricche.

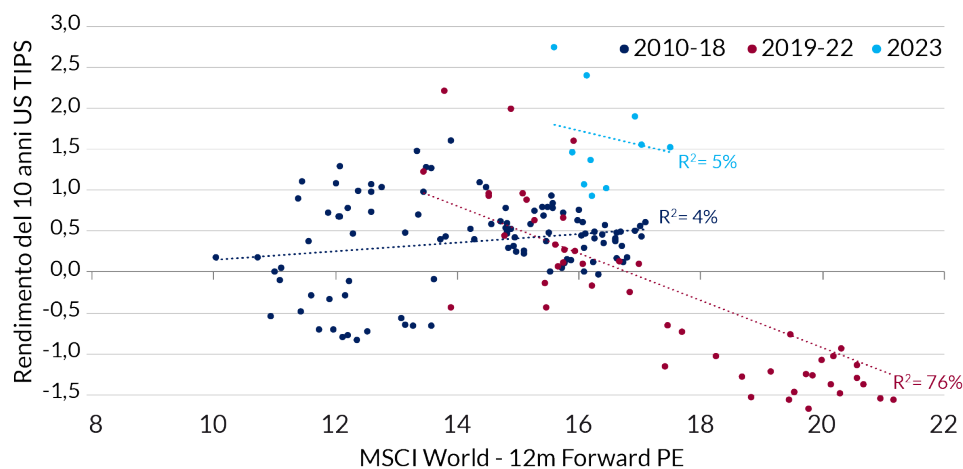
A questo proposito, il grafico 39 mostra la relazione tra le valutazioni societarie ed il tasso reale statunitense in tre diversi regimi:

- 2010-18: il tasso reale scambia principalmente tra 0% ed 1%, senza impatti sulle valutazioni.
- 2019-22: prima fase di forte discesa del tasso reale da +1% al -1,2%, con il multiplo che si espande da 13x gli utili attesi sino a 21x; seconda fase di repentino aumento del tasso reale da -1,2% a +1,2%, con conseguente contrazione delle valutazioni che scendono sino a 15x.
- 2023: il tasso reale sale da +1,2% a +2,5%, ma le valutazioni non cambiano restando intorno a 16x, a testimonianza del fatto che il multiplo è meno sensibile all'andamento del tasso d'interesse quando questo è positivo.

Le prospettive diventeranno più favorevoli con il pivot delle banche centrali e il consolidamento delle attese di ripresa. L'eventuale permanenza dei tassi su livelli elevati non sarebbe una minaccia

GRAFICO 39

Valutazioni del MSCI World e tasso reale statunitense



Fonte: MSCI, IBES, ANIMA Research

A novembre 2023, il benchmark di riferimento scambiava a 16x volte gli utili stimati a 12 mesi, leggermente al di sotto della media dell'ultimo decennio, pari a 16,5x volte (**Grafico 40**).

GRAFICO 40

Rapporto Prezzo/Utili e media storica degli ultimi 10 anni*



* Previsioni degli utili per azioni a 12 mesi basate su stime di consensus.

Fonte: MSCI, IBES, ANIMA Research

In questo contesto, stante la nostra aspettativa che la volatilità possa rimanere elevata sino all'estate, suggeriamo un'allocazione bilanciata con una crescente preferenza per i settori più difensivi, che tendono ad essere più resilienti durante le fasi di debolezza dei mercati.

Una volta intravisto il *bottom* degli indici, sarà opportuno aumentare nuovamente l'investimento in settori *early cyclicals*, quali finanziari e industriali, che tendono a essere più penalizzati durante le fasi di correzione.

Per quanto riguarda le aree di investimento sostenute da trend strutturali di crescita, **si raccomanda un'esposizione significativa – ma selettiva – alla tecnologia e soprattutto all' Artificial Intelligence**, che secondo gli analisti potrebbe registrare un'espansione degli utili a doppia cifra nei prossimi anni, **e alle tematiche ESG**, con particolare riferimento a quelle relative alla sostenibilità, che beneficiano del crescente impegno dei governi nella lotta al cambiamento climatico.

A livello geografico, l'approccio attuale è contraddistinto da un sovrappeso sugli Stati Uniti, la cui performance positiva dovrebbe evitare che altre aree caratterizzate da una crescita meno robusta siano eccessivamente penalizzate.

Il rischio principale per il nostro scenario, che vede una fase di debolezza dei corsi azionari fino all'estate e un recupero nella seconda parte dell'anno, potrebbe essere un'ulteriore sorpresa al rialzo della crescita: in questo caso, i settori ciclici potrebbero sovraperformare i difensivi. Un altro fattore di rischio è senz'altro una potenziale *escalation* delle tensioni geopolitiche, che potrebbe minare più profondamente la crescita economica globale, con ripercussioni negative sugli utili.

Allocazione settoriale bilanciata a inizio anno, con progressivo aumento dell'esposizione ai comparti difensivi. Acquisti su early cyclicals nella prima fase del recupero

AZIONARIO PAESI EMERGENTI

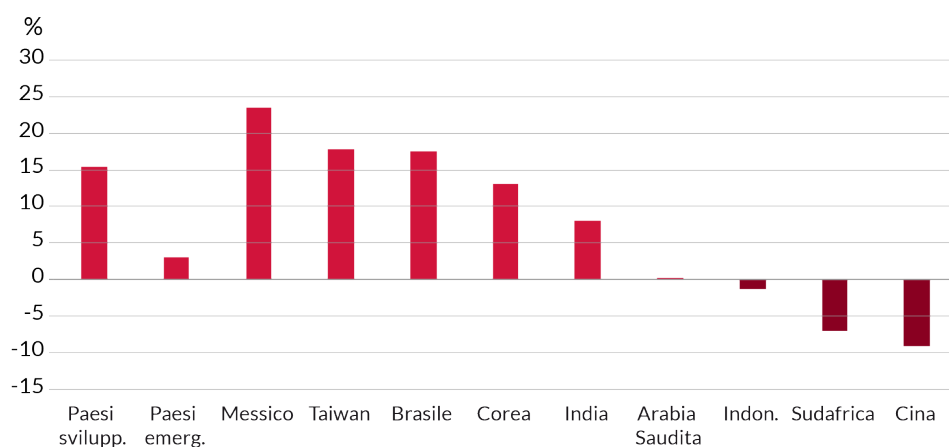
In attesa della ripresa cinese

La sottoperformance dei Paesi emergenti rispetto a quelli sviluppati, iniziata nell'ormai lontano 2010, si è protratta anche nel 2023. A pesare sono state le forti perdite registrate dai listini sudafricano e, soprattutto, cinese (**Grafico 41**) (la Cina rappresenta infatti circa un terzo del benchmark MSCI Emerging Markets).

Prospettive per i Paesi emergenti inizialmente offuscate dai dubbi sulla solidità della crescita cinese. Possibile un miglioramento in autunno

GRAFICO 41

Performance Paesi Emergenti nel 2023



Fonte: MSCI, ANIMA Research

Secondo il nostro scenario centrale, questa debolezza relativa potrebbe continuare anche nel 2024, a causa dei forti dubbi su solidità e sostenibilità della ripresa cinese e della forza del dollaro nei primi trimestri dell'anno. Nei mesi autunnali è possibile un rimbalzo dei corsi azionari.

Da un punto di vista settoriale, privilegiamo i settori difensivi legati ai consumi di prima necessità e le *utilities*. Tra i ciclici, manteniamo esposizione al *software* e al *tech*. A livello regionale, privilegiamo l'Asia ex Cina e in particolare Corea, Taiwan e India. Siamo in sovrappeso anche sul Messico, che dovrebbe continuare a beneficiare del buono stato dell'economia USA, delle politiche di rilocalizzazione delle aziende statunitensi che incrementeranno gli investimenti nel Paese e della disciplina fiscale del governo.

La nostra *view* cauta potrebbe essere inficiata da un netto miglioramento del quadro macro cinese e/o da una Fed più accomodante del previsto, che alimenterebbe un deprezzamento del dollaro e creerebbe così i presupposti per una sovraperformance dei Paesi emergenti.

Un altro fronte da monitorare è quello geopolitico: un'eventuale escalation delle tensioni, già molto accese, tra Cina e Taiwan avrebbe gravi ripercussioni per l'economia, non solo nella regione ma nel mondo intero, e i corsi azionari non potrebbero che risentirne.

AnimaResearch

Mercati valutari

Relazioni intriganti

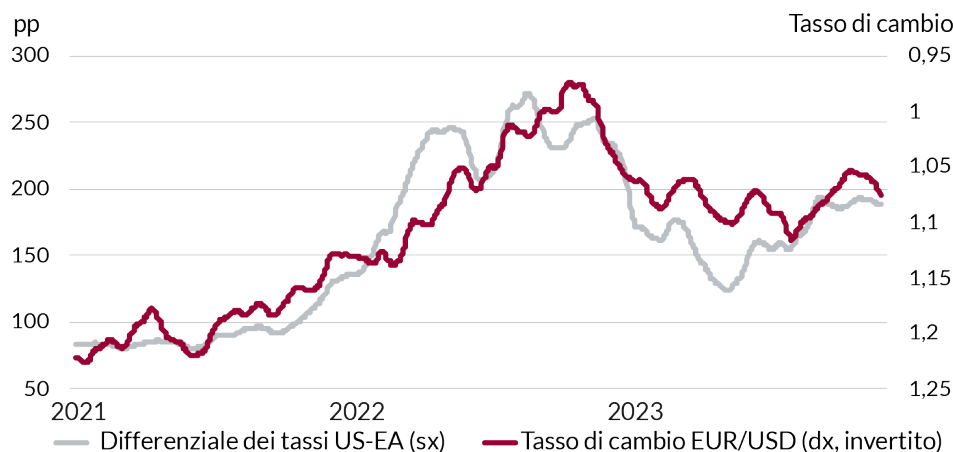
Dollaro - Il picco è raggiunto, ma la discesa sarà lenta

I tassi monetari hanno raggiunto il picco su scala globale nel 2023 e cominceranno a scendere nel 2024, complice il consolidamento del processo di disinflazione per il secondo anno consecutivo (con l'unica, rilevante eccezione del Giappone). A nostro avviso, questo contesto alimenterà un trend ribassista generalizzato su tutte quelle valute che hanno beneficiato di un rapido ciclo di rialzi dei tassi nel 2023 - a partire dal dollaro, che riteniamo abbia già raggiunto l'apice dell'apprezzamento. Il trend discendente, tuttavia, sarà graduale e lento, in quanto la valuta americana rimarrà ben supportata, a inizio anno, dall'eccezionalismo della crescita americana e da una Federal Reserve che non taglierà i tassi in tempi brevi (**Grafico 42**).

Il dollaro continuerà a beneficiare dell'eccezionalismo americano nei primi mesi dell'anno, per poi perdere gradualmente terreno dopo il pivot della Fed

GRAFICO 42

Differenziale dei tassi US-EA e tasso di cambio EUR/USD



Fonte: Datastream, ANIMA Research

Con riferimento al cambio euro-dollaro, in particolare, **ci aspettiamo che il biglietto verde possa rimanere forte nel primo trimestre**, complice la divergenza fra le aspettative di politica monetaria, con una BCE che, verosimilmente, ha già consegnato l'ultimo rialzo a settembre e potrebbe tagliare i tassi prima della Fed. **Dal secondo trimestre**, il trend di calo dei tassi americani diventerà definitivamente dominante: **la disponibilità della Fed a valutare un ciclo espansivo dovrebbe indebolire progressivamente la valuta americana**.

Questa view potrebbe essere rivista se l'economia americana si confermasse tanto forte da evitare la recessione anche nel 2024, innescando di fatto un nuovo ciclo di apprezzamento del dollaro nel secondo semestre.

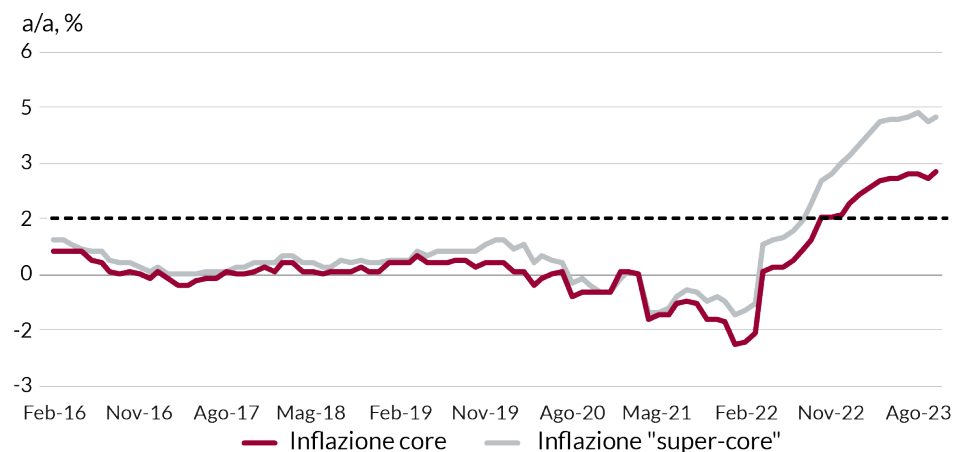
Yen - Waiting for Godot

In Giappone, nel corso del 2024 si potrebbe finalmente registrare il pivot della banca centrale, dopo che quest'anno il nuovo governatore Ueda ha preferito temporeggiare con il processo di normalizzazione della politica monetaria, a dispetto di un'inflazione core ampiamente sopra il target (2,9% a ottobre, **Grafico 43**). Il cambio di regime potrebbe materializzarsi dopo la pubblicazione delle negoziazioni salariali di primavera, che Ueda ha più volte indicato come cruciali. In questo contesto, **ci aspettiamo che lo yen si mantenga debole fino alla prima parte del 2024**, in concomitanza con un dollaro ancora forte; **successivamente, la fine del regime di tassi negativi in Giappone e l'approssimarsi del ciclo di tagli della Fed alimenteranno un sensibile apprezzamento dello yen** entro la fine dell'anno.

La normalizzazione della politica monetaria giapponese aprirà le porte a un trend sostenuto di apprezzamento dello yen

GRAFICO 43

Inflazione Core e Super Core in Giappone



Fonte: Haver, ANIMA Research

Il rischio principale per il nostro scenario centrale è che l'inflazione sottostante non si riveli sufficientemente solida da rimanere stabilmente sopra il target della Banca del Giappone: in questo caso, si registrerebbe un processo di ulteriore indebolimento dello yen verso nuovi minimi storici.

Sterlina - Poche opportunità se il dollaro non cede

Nel 2023, la sterlina ha registrato un ampio e prolungato movimento laterale contro dollaro, oscillando nel canale 1,183-1,313. Le aspettative di una politica monetaria aggressiva da parte della Bank of England a inizio anno si sono successivamente scontrate con uno scenario macro in rapido deterioramento per il Regno Unito, che ha spinto la banca centrale a chiudere di fatto il ciclo di rialzi durante la riunione di settembre. Nel 2024 non ci aspettiamo che la BoE riprenda ad alzare i tassi, in un contesto di inflazione in calo verso il target (la media annua è del 2,5%) e crescita domestica positiva ma debole (il PIL dovrebbe espandersi a un ritmo dello 0,6%). In questo

Scenario moderatamente costruttivo per la sterlina

scenario, **il cambio dovrebbe beneficiare dell'indebolimento del *driver* del dollaro e rafforzarsi progressivamente entro la fine dell'anno.**

La *view* dovrebbe essere modificata nel caso in cui il ciclo americano non rallentasse in misura sufficiente a garantire un deprezzamento del dollaro rispetto a tutte le principali divise, sterlina inclusa.

View strategiche di mercato

AZIONI PAESI SVILUPPATI	 Nel 2024 la volatilità resterà elevata, specie nella prima parte dell'anno, in anticipazione di un'eventuale fase di rallentamento più marcato dell'economia statunitense. Le condizioni diventeranno più favorevoli dopo l'estate, con lo scenario macro in miglioramento e banche centrali più accomodanti.
AZIONI PAESI EMERGENTI	 La debolezza relativa dei Paesi Emergenti potrebbe continuare anche nel 2024, a causa dei forti dubbi su solidità e sostenibilità della ripresa cinese e della forza del dollaro nei primi trimestri dell'anno. Possibile rimbalzo dei corsi azionari in autunno.
GOVERNATIVI PAESI SVILUPPATI	 Dopo un 2023 complessivamente deludente, siamo costruttivi sui mercati obbligazionari nel 2024 e ci aspettiamo ritorni positivi. Tuttavia, le banche centrali ancora lontane dal pivot, la crescita in rallentamento e un processo disinflativo che si sta consolidando suggeriscono che gli investimenti obbligazionari abbiano un profilo rischio-rendimento migliore che a fine 2022.
GOVERNATIVI PAESI EMERGENTI	 Manteniamo un giudizio cauto per il primo semestre, mentre dopo la metà dell'anno l'indebolimento del dollaro e della crescita americana dovrebbero rendere più appetibile questa <i>asset class</i>.
OBBLIGAZIONI CORPORATE EURO INVESTMENT GRADE	 I rendimenti complessivi sui massimi pluriennali rappresentano un'opportunità, in un contesto di indebolimento ciclico non severo, esaurimento dei cicli restrittivi e forte supporto del quadro tecnico, grazie a una domanda robusta e a un'offerta limitata.
OBBLIGAZIONI CORPORATE EURO HIGH YIELD	 Il rallentamento della crescita e i tassi di interesse elevati stanno iniziando a erodere i fondamentali delle aziende finanziariamente meno solide, ma il forte <i>carry</i> consente di assorbire anche perdite in conto capitale anche cospicue. L'approccio è tattico e selettivo, con preferenza per le strategie <i>up-in-quality</i>.
VALUTE	 Dollaro  Yen  Sterlina Rimaniamo costruttivi sul dollaro per la prima metà del 2024, anche se pensiamo che i massimi rispetto all'euro siano già stati raggiunti. La view è positiva sullo yen, dal momento che ci aspettiamo un pivot della Banca Centrale giapponese in primavera. Infine, esprimiamo un giudizio moderatamente costruttivo sulla sterlina, condizionatamente al cedimento del dollaro che ci aspettiamo a partire dalla primavera.

Anima Investment Research & Advisory



Fabio Fois
Head of Investment
Research & Advisory
fabio.fois@animasgr.it



Miriam Berizzi
Head of Investment Advisory
miriam.berizzi@animasgr.it



Valerio Ceoloni
EM and FX Strategist
valerio.ceoloni@animasgr.it



Chiara Cremonesi
Senior Rates Strategist
chiara.cremonesi@animasgr.it



Matteo Gallone
Junior Macroeconomist
matteo.gallone@animasgr.it



Francesco Ponzano
Junior Equity Strategist
francesco.ponzano@animasgr.it



Cosimo Recchia
Senior Equity Strategist
cosimo.recchia@animasgr.it



Paolo Teruzzi
Investment Advisory
paolo.teruzzi@animasgr.it

*Le opinioni e il contenuto del documento non costituiscono una raccomandazione, un consiglio o un invito ad effettuare operazioni finanziarie di investimento o di altro tipo. ANIMA non si assume alcuna responsabilità in relazione all'esattezza, completezza e attualità dei dati e delle informazioni riportate in questo documento, pur prestando la massima attenzione nella sua redazione. ANIMA pertanto declina ogni responsabilità per eventuali errori od omissioni.
Documento chiuso il 28 novembre 2023.*