



## Discese parallele

Negli USA l'economia continua a fare bene e la disinflazione procede, mentre in Area Euro la stagnazione sembra essere il "new normal" e le pressioni sui prezzi dovrebbero ridursi, avvicinando sempre di più il primo taglio dei tassi di interesse. In Cina la crescita resta prossima al potenziale e la disinflazione potrebbe aver toccato i minimi. In questo contesto restiamo positivi su governativi *core* e BTP e neutrali sull'azionario (dove però manteniamo un *bias* costruttivo sull'Italia).

Crescita, inflazione e, finalmente, tassi di interesse: dopo un periodo di risalita e una fase di *plateau*, queste tre grandezze dovrebbero tornare a puntare tutte – seppur con tempistiche e intensità differenti – verso il basso. In un quadro macroeconomico largamente invariato, l'attuale fase di rallentamento di attività economica e inflazione prelude al prossimo taglio dei tassi di interesse da parte delle Banche centrali. **La crescita nei Paesi sviluppati sta rallentando ma in modo misurato**, specie negli Stati Uniti, mentre **sul fronte delle pressioni inflazionistiche**, nonostante i dati pubblicati a febbraio siano stati nuovamente più forti del previsto, **i rischi al rialzo emersi in precedenza non sono stati confermati e restano coerenti con uno scenario**

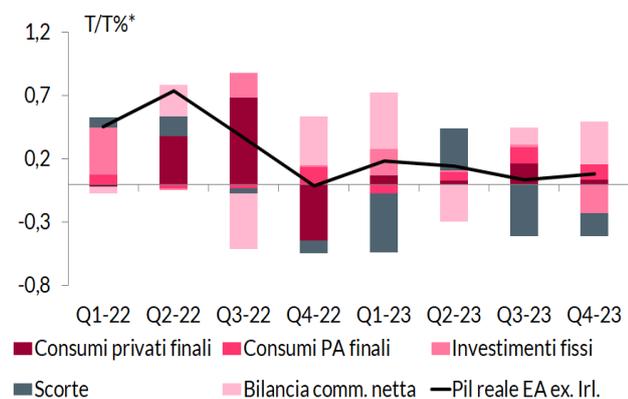
**di decelerazione dell'inflazione** sottostante e allentamento della stretta monetaria. In questo contesto, le nostre raccomandazioni allocative restano immutate: costruttività sui titoli di Stato *core* e sui BTP, maggiore prudenza sulle obbligazioni *corporate* e neutralità sull'azionario, con una sfumatura più positiva sull'Italia.

**Crescita.** Negli Stati Uniti la macchina dell'economia continua la propria corsa e la leggera revisione al ribasso dei dati sul Pil del quarto trimestre 2023 – dovuta al calo delle scorte, particolarmente volatili – non sembra in grado di offuscarne le prospettive. I motori della crescita, cioè spesa pubblica e consumi privati, sono infatti destinati a continuare a funzionare a tutto vapore: la

prima beneficia della necessità dei democratici di recuperare consenso in vista delle elezioni presidenziali di novembre, mentre i secondi sono sospinti dall'accelerazione della spesa per servizi delle famiglie (e il forte calo di quella per beni a gennaio, dovuto a fattori idiosincratichi, non preoccupa e dovrebbe rimbalzare). **Ulteriore supporto è offerto dal mercato del lavoro**, dove il costante e graduale riequilibrio fra domanda e offerta non impedisce che il numero di nuovi impieghi resti superiore al trend pre-Covid e il momentum sia in miglioramento.

**La stagnazione sembra invece essere il "new normal" della crescita in Area Euro:** se si esclude dal dato aggregato sul Pil reale il contributo dell'Irlanda (che presenta elementi specifici di volatilità), la crescita dell'Eurozona sembra confinata in area "zero virgola". Nonostante la recessione tecnica sia stata evitata, sul quadro dell'attività pesano diversi elementi di debolezza: la crescita è guidata quasi interamente dal commercio netto con l'estero, a sua volta gonfiato da un forte calo delle importazioni, e dalla spesa pubblica, che nel 2024 dovrebbe ridursi a causa del rientro in vigore delle regole di bilancio in parte risalenti al Trattato di Maastricht (**Grafico 1**).

**Grafico 1:** Area Euro, la (poca) crescita è guidata da export e spesa pubblica



\*Dato destagionalizzato e corretto per i giorni lavorativi. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research. Dati al 29/03/2024

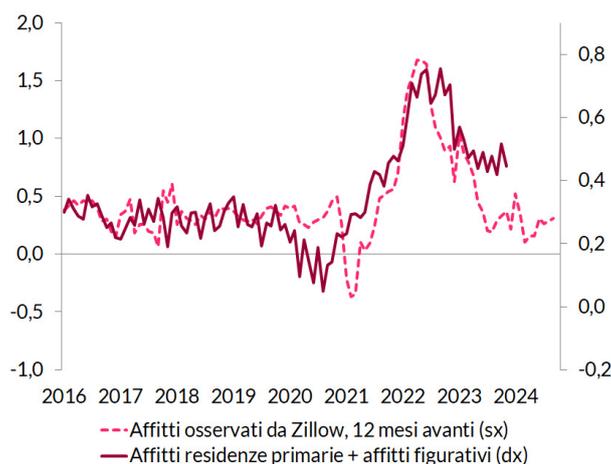
Inoltre, i consumi privati hanno decelerato significativamente e anche sul fronte degli investimenti si registra una marcata contrazione, che fornisce un contributo negativo alla crescita per la prima volta dal terzo trimestre 2021. In prospettiva, gli indicatori PMI di fiducia manifatturiero e dei servizi non lasciano presagire un miglioramento sostanziale del momentum nel breve termine e il *sentiment* dei consumatori mantiene un andamento laterale. Degno di nota è il significativo apporto alla cre-

scita dei Paesi periferici, che hanno contribuito in modo cruciale a rendere il rallentamento meno severo; per la seconda metà dell'anno, però, si prevede una certa riaccelerazione dell'attività di tutta l'Eurozona.

**Inflazione.** Negli USA, la forte risalita dell'inflazione CPI core a gennaio è stata seguita da un dato più alto di 0,1 punti percentuali rispetto alle stime di consenso a febbraio. Tuttavia, **l'impennata dell'indice supercore dei servizi non residenziali registrata a gennaio è parzialmente rientrata**, dimostrando che – come avevamo ipotizzato – il movimento era riconducibile alla specificità dei settori ad alta intensità di manodopera, che spesso a inizio anno aggiustano i prezzi in base ad analisi di inflazione *backward-looking*, per poi correggere il mese successivo.

Sul fronte della componente *housing*, i canoni degli affitti figurativi, dopo il forte aumento registrato a gennaio, sono tornati a registrare una variazione su base mensile in linea con il trend del secondo semestre 2023. Gli indicatori anticipatori, inoltre, lasciano prevedere che le pressioni sui prezzi dei servizi legati al settore residenziale possano continuare ad allentarsi (**Grafico 2**).

**Grafico 2:** USA, attese di disinflazione per la componente *shelter*



Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research. Dati al 29/03/2024

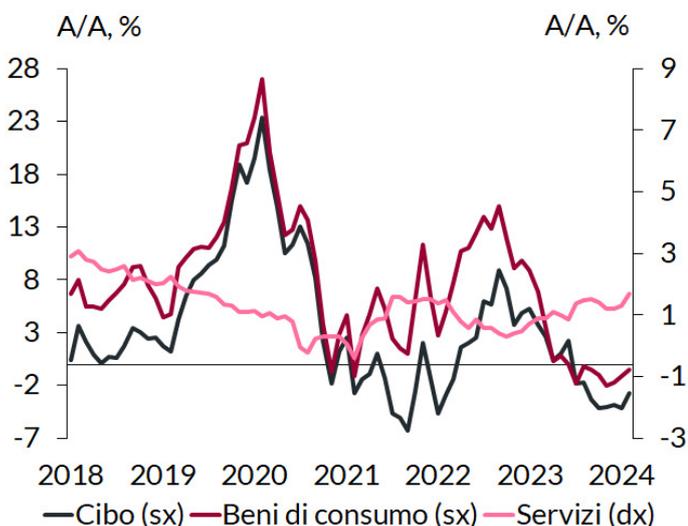
Il balzo dei prezzi dei beni core registrato a febbraio, che pure ha destato qualche preoccupazione, è invece largamente riconducibile al forte rialzo dei costi delle auto usate e gli indicatori anticipatori suggeriscono una perdita di slancio a marzo. Dal mercato del lavoro

ro arrivano segnali incoraggianti: le dinamiche delle pressioni salariali sono coerenti con una disinflazione sui servizi e il rapporto fra domanda e offerta di lavoro evolve in direzione di un maggiore riequilibrio.

**Anche in Area Euro i dati sull'inflazione degli ultimi mesi hanno suscitato una certa preoccupazione, ma, a nostro avviso, senza ragione:** la disinflazione sui beni *core* prosegue, mentre per quella sui servizi, più vischiosa, bisogna ricordare che i dati di gennaio e febbraio potrebbero essere stati condizionati dai rincari di alcune tariffe rinegoziate annualmente e dalla Pasqua "bassa", che ha anticipato gli aumenti su alcune categorie di prezzi, come i pacchetti vacanze e le sistemazioni alberghiere. Ci aspettiamo che le pressioni domestiche sull'inflazione continuino a ridursi, complice il progressivo allentamento delle pressioni salariali.

**In Cina la crescita resta vicina al potenziale,** con il flusso di dati più recente che ha offerto segnali contrastanti: se le vendite al dettaglio hanno deluso e i prezzi delle case continuano a scendere, la produzione industriale si è dimostrata resiliente e gli investimenti fissi sono aumentati più del previsto. Le Autorità emetteranno un trilione di obbligazioni speciali del Governo Centrale per la prima volta dal 2020, con un contributo positivo alla crescita stimato in 0,3% circa. Sul fronte della dinamica dei prezzi, **l'accelerazione del costo di beni alimentari e dei servizi potrebbe rappresentare il primo segnale che le spinte disinflazionistiche potrebbero essere in via di attenuazione (Grafico 3).**

**Grafico 3:** Cina, i prezzi di cibo, beni e servizi *core* rialzano la testa



Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research. Dati al 29/03/2024

**Banche centrali.** Benché la Fed abbia ripetuto il mantra che occorre maggiore fiducia nel consolidamento del processo disinflazionistico per poter allentare la stretta e abbia rivisto al rialzo le proiezioni su crescita e inflazione, le considerazioni macro e micro che sono state formulate e la conferma dell'indicazione di tre tagli per il 2024 segnalano la propensione a tagliare i tassi in tempi relativamente brevi e sono coerenti con il nostro scenario centrale: ci aspettiamo 100 punti base di tagli entro fine anno, con il primo intervento a giugno.

Nella riunione di marzo, **la BCE ha sorpreso dal lato dovish**, riconoscendo l'avvio della discussione sulla riduzione della stretta monetaria, alla luce della prevista accelerazione sulle tempistiche in cui saranno raggiunti i target di inflazione. Ci attendiamo che il primo taglio dei tassi sia annunciato a giugno e che entro la fine del 2024 sia consegnato un allentamento complessivo di 75/100 punti base, mantenendo un approccio graduale in virtù della prevista riaccelerazione della crescita nel secondo semestre.

**La Banca Popolare Cinese fa il possibile per sostenere la crescita**, ma non ha armi per contrastare la scarsa tonicità delle esportazioni o la depressione del *sentiment* dei consumatori: ci attendiamo un moderato potenziamento degli stimoli monetari, con 20 punti base di taglio del tasso di riferimento per i prestiti e 60 di riduzione del coefficiente di riserva obbligatoria entro fine anno.

In questo contesto, **le nostre indicazioni di asset allocation restano inalterate.**

**Sui titoli governativi manteniamo un approccio costruttivo:** i Treasury possono contare sull'avvenuto *repricing* delle attese sull'azione della Fed e sul rischio limitato di un errore di politica monetaria, mentre i Bund possono beneficiare di una prevista evoluzione favorevole del quadro macro e del riposizionamento di gestori ancora largamente sottopesati. A favore dei BTP giocano invece, fra l'altro, il contesto di elevata propensione al rischio e bassa volatilità, la convergenza delle dinamiche macro fra Paesi *core* e periferici dell'Area Euro e l'elevata correlazione con Bund e Treasury.

**Sui titoli corporate la view resta più prudente** per considerazioni legate alla crescita (soprattutto in Europa) e a un livello degli spread molto compresso.

**Per quanto riguarda le azioni, l'indicazione resta di neutralità**, con bias positivo: la stagionalità è favorevole e le valutazioni ragionevoli secondo diverse metriche,

ma lo scenario macro non prevede una significativa ri-accelerazione della crescita a breve e una correzione è sempre possibile. Nelle ultime settimane la partecipazione ai rialzi si è ampliata sia a livello geografico che settoriale, anche se la concentrazione sul fattore momentum resta elevata: stiamo pertanto aumentando selettivamente l'esposizione ciclica dei portafogli, pur senza abbandonare il sovrappeso strutturale sulle società esposte al business dell'Intelligenza Artificiale; il focus è sulla diversificazione rispetto ai temi finora vincenti, con attenzione più al Beta dei portafogli che al livello assoluto dell'esposizione.

## Mercati obbligazionari

### Tutto pronto per i tagli

Il contesto di riferimento non è cambiato in modo significativo rispetto al mese scorso, anche se le aspettative sui tagli dei tassi si sono ulteriormente ridimensionate, allineandosi alle indicazioni dei Dots e stemperando le perplessità sulle valutazioni della parte a breve. Il *pricing* attuale delle curve di mercato monetario è ragionevole, e così pure le ipotesi sui tempi di avvio dei cicli espansivi: le prospettive sembrano talmente nitide che acquistare volatilità a basso costo (in particolare sul mercato azionario e valutario) per trarre vantaggio da eventuali scenari alternativi appare quanto mai opportuno.

I rendimenti decennali hanno raggiunto livelli che giustificano un'ulteriore accumulazione di posizioni, viste le nostre attese di rallentamento della crescita e calo dell'inflazione: 2,40/2,50% sul Bund e 4,40/4,50% sul Treasury decennale sono aree di interesse. Sul segmento dei bond *corporate* gli spread hanno raggiunto livelli non lontani dai minimi storici segnati poco prima del Covid e non c'è ragione di inseguire il movimento e cavalcare un *carry* che sta svanendo.

## Mercati azionari

### Europa: sentiment ancora costruttivo

Nell'ultimo mese il trend rialzista sui mercati azionari globali è proseguito, nonostante una stagione degli

utili non esaltante; tuttavia, diverse sorprese positive sono arrivate dalle aziende che beneficiano degli investimenti nell'intelligenza artificiale. In termini settoriali, esprimiamo un giudizio positivo su tecnologia, materiali di base, bancari ed energetici; negativo su beni di base, *utilities* e sanitari.

### Italia: fiducia e selettività

Il posizionamento resta neutrale, con un *bias* di positività dovuto al notevole peso dei finanziari, che beneficiano dei livelli elevati di tassi e margini di interesse, e di politiche di remunerazione del capitale molto generose. Tuttavia, come sempre, manteniamo alta l'attenzione sullo *stock picking*. Fra i settori in sovrappeso, oltre ai finanziari, il lusso, la tecnologia e le telecomunicazioni, mentre su industriali, società indebitate e beni di prima necessità siamo in sottopeso.

### USA: più peso alle banche

Se guardiamo ai cicli di mercato passati, la forza relativa dei titoli con momentum positivo non risulta particolarmente fuori dalla norma in termini di performance. Tuttavia, il rendimento dei titoli con elevate marginalità negli USA è sempre più basso rispetto al resto del mercato. Per questo abbiamo preso parzialmente profitto su alcuni titoli *tech* nell'ambito dei semiconduttori, aumentando il peso delle banche regionali più grandi e meno esposte all'immobiliare non residenziale. La *view* è positiva su IT, finanziari e sanitari; negativa su industriali e beni voluttuari.

### Emergenti: tech e governance in Corea

L'esposizione resta in linea con il mese precedente, con un orientamento costruttivo sul *tech* (Taiwan e Corea) e sul tema della governance (in Corea, dove la volontà di una riforma è chiara). Sulla Cina, dove non ci aspettiamo interventi incisivi delle autorità e il recupero dei listini è avvenuto più per ragioni tecniche che per legate ai fondamentali, il posizionamento resta neutrale.

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 questa pubblicazione, pur prestando la massima attenzione nella sua redazione. ANIMA pertanto declina ogni responsabilità per eventuali errori od omissioni.

Questa è una comunicazione di marketing. Si prega di consultare il Prospetto, il Documento contenente le informazioni chiave (KID), il Regolamento di gestione e il Modulo di sottoscrizione prima di prendere una decisione finale di investimento. Questi documenti, che descrivono anche i diritti degli investitori, possono essere ottenuti in qualsiasi tempo, gratuitamente sul sito web della Società di gestione e presso i Soggetti Incaricati del collocamento. È, inoltre, possibile ottenere copie cartacee di questi documenti presso la Società di gestione del fondo su richiesta. I KID sono disponibili nella lingua ufficiale locale del paese di distribuzione. Il Prospetto è disponibile in italiano. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Il collocamento del prodotto è sottoposto alla valutazione di appropriatezza o adeguatezza prevista dalla normativa vigente. ANIMA si riserva il diritto di modificare in ogni momento le informazioni riportate. Il valore dell'investimento e il rendimento che ne deriva possono aumentare così come diminuire e, al momento del rimborso, l'investitore potrebbe ricevere un importo inferiore rispetto a quello originariamente investito.