



Chi va piano va lontano?

Negli USA, nonostante la resilienza della crescita, l'inflazione *core* sembra avvicinarsi al *target*, mentre in Area Euro le pressioni sui prezzi continuano a indebolirsi, a fronte di un'attività economica in lieve recessione. In Cina, infine, crescita e inflazione restano su livelli molto bassi. Fed e BCE non vogliono anticipare troppo l'avvio del taglio dei tassi, ma sono consapevoli che – soprattutto in Europa – il tempo per lasciarli inalterati è limitato. In questo contesto, torniamo neutrali sull'azionario dei Paesi sviluppati, in coerenza con il giudizio espresso per le obbligazioni governative e societarie.

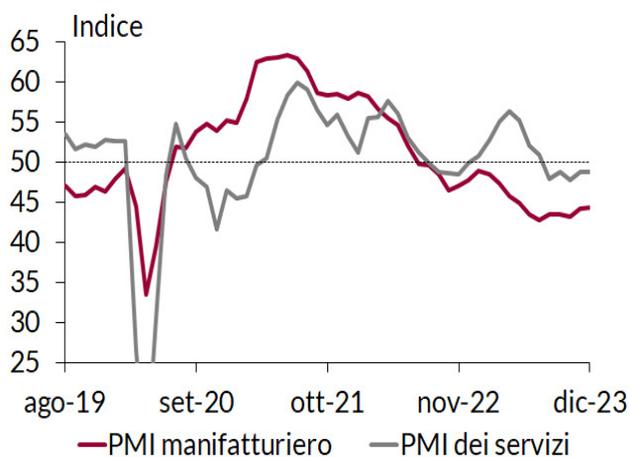
Nella favola di Esopo, la tartaruga riesce a battere la lepre in una gara di corsa, dopo che quest'ultima, partita a tutta velocità, si era fermata a fare un sonnellino. La storia ci insegna così che spesso vince la gara non chi corre più forte ma chi arriva in tempo. Analogamente, l'evoluzione del quadro macroeconomico non sempre segue la velocità auspicata dagli investitori, ma procede secondo un ritmo non lineare, fatto di accelerazioni, pause e rimbalzi. **Negli Stati Uniti, la forza dell'economia è tale da allontanare ulteriormente le tempistiche di una recessione, mentre in Area Euro l'attività si muove al confine fra una lieve recessione e una stagnazione che dovreb-**

be protrarsi per qualche mese. Il processo disinflazionistico, nel frattempo, prosegue su entrambe le sponde dell'Atlantico, anche se è più rapido e avanzato nel Vecchio Continente. Sul fronte delle politiche monetarie, il dibattito si concentra sul quando inizierà il ciclo di tagli dei tassi, che nel nostro scenario centrale dovrebbe prendere le mosse già nel primo semestre. In Cina, dove la crescita rimane anemica, continua a registrarsi una sostanziale assenza di pressioni inflazionistiche. In questo scenario, riportiamo alla neutralità la view sull'azionario dei Paesi sviluppati, allineandola con quella espressa per le obbligazioni governative e societarie.

Crescita. Negli Stati Uniti l'economia resta molto tonica. La spesa delle famiglie in termini reali è rimbalsata a novembre, mentre la fiducia dei consumatori è salita per il secondo mese consecutivo, sostenuta dall'aumento del reddito da lavoro reale e dai tanti risparmi in eccesso, che non si esauriranno prima del quarto trimestre. Il mercato del lavoro, pur supportato da un buon ritmo di creazione di nuovi posti di lavoro e da un tasso di disoccupazione prossimo ai minimi storici, registra i primi segnali di perdita di slancio in termini sequenziali. Ciò, tuttavia, non rappresenta un problema per la Fed, che da novembre sembra attribuire più importanza al riequilibrio fra domanda e offerta che non alla solidità del mercato del lavoro. **A questi sviluppi costruttivi, però, fanno da contraltare segnali meno incoraggianti** sul fronte dei mutui ipotecari e degli investimenti in capitale fisso, e, soprattutto, il crollo dell'indice ISM di fiducia delle imprese di servizi registrato a dicembre. Tuttavia, sebbene la violenza di questa discesa sia coerente con i dati registrati durante le ultime tre recessioni, **ci aspettiamo che l'economia USA non entri in recessione nel 2024**, se, come ci attendiamo, l'indice ISM della fiducia delle imprese di servizi rimbalzerà a gennaio.

In Area Euro l'attività attraversa una lieve contrazione, che dovrebbe essere seguita da una ripresa anemica. Lo scenario di una recessione moderata e breve, peraltro, sembra confermato dalla stabilizzazione degli Indici dei direttori agli acquisti delle imprese manifatturiere e di servizi al di sotto della soglia critica di 50 (**Grafico 1**).

Grafico 1: Euro Area, indici PMI in contrazione



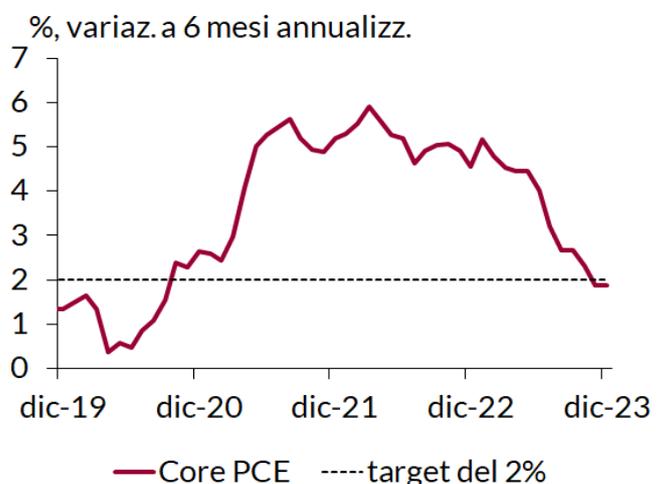
Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research. Dati al 22/01/2024

Nei prossimi mesi dovremmo assistere a una compresenza di forze opposte, ma bilanciate: se da un lato l'aumento del reddito reale disponibile dovrebbe supportare la spesa per consumi, dall'altro le prospettive del mercato del lavoro si fanno più incerte e gli standard creditizi ancora sfavorevoli freneranno gli investimenti delle imprese. Nei prossimi mesi l'attività potrebbe, a nostro avviso, attestarsi in area di stagnazione, per poi riprendersi verso fine anno.

Inflazione. Negli Stati Uniti, la dinamica dei prezzi registra pressioni al rialzo, più o meno durature, su diverse componenti: sui beni *core* a causa della risalita dei costi delle auto usate; sui servizi legati al settore residenziale, dove la variazione mensile, pur inferiore al canale 0,6%-0,8% che aveva caratterizzato la fase più acuta della risalita dei prezzi, ha superato nuovamente il *trend* pre-Covid; sui servizi *supercore*, dove la domanda è solida e la decelerazione delle pressioni salariali ha perso slancio.

Fino a pochi mesi fa queste dinamiche avrebbero potuto giustificare una linea dura da parte della Fed. Tuttavia, da novembre la Banca Centrale sembra concentrarsi su una metrica che individua sviluppi più costruttivi, cioè quella del *PCE core*, relativa alle spese personali dei consumatori: secondo questa misura, il processo di disinflazione sta procedendo in modo spedito e la variazione a sei mesi annualizzata - inferiore di oltre un punto percentuale all'analoga lettura del *CPI core* (1,9% contro 3,2%) - è già coerente con il *target* della Fed (**Grafico 2**).

Grafico 2: USA, l'inflazione *PCE core* è già coerente con il target della FED



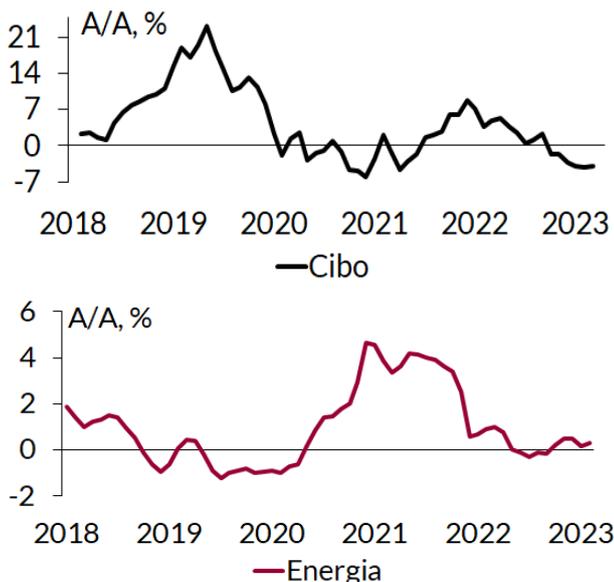
Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research. Dati al 22/01/2024

Il rimbalzo dell'inflazione headline registrato a dicembre in Area Euro non dovrebbe avere conseguenze e guardando il prezzo dei *futures* ci aspettiamo che le pressioni tornino ad allentarsi già da gennaio e proseguano così per tutto il primo semestre, trainate da effetti base e prezzi dell'energia. **Il processo disinflazionistico dovrebbe proseguire anche sugli indici core**, sia sul fronte dei beni, i cui costi sono diminuiti e per cui diversi indicatori lasciano presagire un'estensione del trend, sia su quello dei servizi, che – nonostante la preoccupazione di alcuni analisti per la mancata diminuzione dei prezzi – riteniamo risentirà della debolezza della domanda.

Le tensioni geopolitiche nel Mar Rosso introducono rischi al rialzo per l'inflazione sui beni alla luce della correlazione fra prezzi alla produzione delle merci statunitensi e i costi di spedizione, ma l'aumento dei costi di trasporto non ha, per ora, raggiunto livelli allarmanti.

In Cina ci aspettiamo che la crescita rimanga asfittica, soprattutto nella prima parte dell'anno, quando difficilmente i venti contrari che hanno rallentato l'economia – dai problemi del settore immobiliare alla contrazione dell'export – perderanno di intensità. La persistenza delle pressioni disinflazionistiche – il cui probabile, parziale, rientro non muta lo scenario di un'inflazione molto debole (**Grafico 3**) – rende il quadro ancor più complesso e giustifica un approccio ancora cauto.

Grafico 3: Cina, l'inflazione *headline* resta debole



Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research. Dati al 22/01/2024

Banche centrali. Nella prima riunione del 2024, **la Fed ha rimosso il bias restrittivo**, pur senza che le dichiara-

zioni del presidente Powell assumessero un tono ancora più *dovish* della retorica espressa a dicembre. Per contro, il momento del primo taglio dei tassi si allontana e ora il nostro scenario base prevede un taglio nella *meeting* di maggio anziché a marzo. Nel mentre, la Banca centrale resta focalizzata sul ritorno dell'inflazione al *target*, inducendoci ad aumentare le nostre attese di tagli dei tassi per il 2024 a 100 punti base.

La BCE, alle prese con un'economia assai meno tonica di quella statunitense, **vede ridursi rapidamente il tempo a disposizione per lasciare i tassi inalterati**. A fine gennaio la presidente Christine Lagarde ha ricordato che è ancora prematuro parlare di tagli, ma a nostro avviso, alla luce degli sviluppi macroeconomici in corso, un'apertura in tal senso potrebbe essere possibile sin dalla riunione di marzo. Un fattore di incertezza, però, resta rappresentato dalla tempistica di azione della Fed: se la sua controparte statunitense dovesse posticipare l'inizio del ciclo di tagli, anche l'Istituto di Francoforte potrebbe attendere più a lungo.

In Cina, **la Banca Popolare Cinese sembra mantenere una linea cauta**, consapevole che gli strumenti di politica monetaria hanno poco margine per rispondere alle sfide strutturali che fronteggia l'economia senza porre rischi per la stabilità finanziaria. Per questo, ci aspettiamo che implementi stimoli dalla portata limitata, distribuiti equamente nelle due metà dell'anno.

Nel contesto attuale, **abbiamo apportato alcuni aggiornamenti alle nostre raccomandazioni di asset allocation**, principalmente in ambito azionario.

Sui mercati obbligazionari, **conserviamo un giudizio neutrale sui titoli di Stato core di Stati Uniti** (per cui il nostro scenario centrale prevede una recessione e dove l'inflazione PCE core ha di fatto raggiunto il *target*) e **Germania** (in ragione dell'elevata correlazione con i Treasury e del fatto che la BCE non ha ancora avviato la discussione sui tagli). Analogamente, resta neutrale anche la *view* sui BTP, su cui pesano i rapporti altalenanti fra Roma e Bruxelles. L'approccio ai titoli *corporate* resta selettivo, con una netta preferenza per l'*investment grade* rispetto all'*high yield*.

In ambito azionario, riportiamo alla neutralità l'indicazione sulle diverse aree geografiche. Il *rally* partito a fine ottobre va incontro a una maggiore volatilità dei tassi e ci attendiamo una fase di minor direzionalità. Ciononostante, ci aspettiamo che nel corso dell'anno i mercati salgano del 5%-10%, guidati da utili in crescita e

multipli in espansione: una correzione profonda richiederebbe una recessione più severa o un ritorno a una linea *hawkish* da parte della Fed.

Mercati obbligazionari

In posizione di equilibrio

Per quanto l'inflazione sia rientrata alla normalità e la crescita stia perdendo slancio, riteniamo che le attese di un allentamento monetario lineare e graduale – nonché imminente – siano irrealistiche, quantomeno nel breve termine. Nei prossimi mesi i tassi potrebbero registrare un andamento altalenante, guidato a fasi alterne dai tentativi delle Banche centrali di smorzare gli entusiasmi del mercato e dalle rinnovate attese di tagli rese possibili da sviluppi macroeconomici favorevoli, con un aumento complessivo della volatilità. Pertanto, resta giustificabile un posizionamento lungo in ottica di protezione dai noti rischi di coda. A livello tattico, **confermiamo l'indicazione di neutralità sui governativi core** e restiamo pronti a sfruttare le fasi di rialzo dei tassi come opportunità di acquisto. **Resta neutrale anche l'indicazione sui BTP**: la probabilità che la Commissione Europea segua una linea dura con l'approssimarsi delle elezioni europee è bassa, ma l'approccio poco collaborativo del governo italiano, in particolare sul MES, potrebbe rivelarsi penalizzante nel medio termine. **Anche sul fronte del credito non c'è convinzione sufficiente per abbandonare la neutralità**, né si intravede il *catalyst* per una correzione immediata, sebbene sia giustificabile un bias verso una maggior prudenza.

Mercati azionari

Europa: consolidamento dopo il rally

Nelle prime settimane dell'anno la risalita degli indici di fine 2023 ha perso slancio, a causa dell'interruzione della rapida discesa dei tassi, dell'inizio della stagione degli utili e delle rinnovate tensioni geopolitiche. Dal punto

di vista settoriale, esprimiamo costruttività su tecnologici, assicurativi e finanziari e assumiamo una posizione neutrale su *utilities* e sanitari, mentre abbiamo una *view* negativa su beni di base, industriali, energetici e beni discrezionali.

Italia: alla guida con prudenza

Pur in un contesto di performance positive trainate dal forte rimbalzo dei mercati azionari globali, ci manteniamo prudenti, nella convinzione che il 2024 possa essere un anno di bassa crescita e di eccessive attese sulla riduzione dei tassi. Il posizionamento in prossimità del *benchmark* potrebbe essere mantenuto anche nei prossimi mesi in vista di un ulteriore indebolimento della dinamica degli utili. Fra i settori in sovrappeso ci sono i titoli finanziari, tecnologici, del lusso e le *utilities* integrate, mentre restano in sottopeso *utilities* regolate, industriali e società indebitate.

USA: portafogli più value

Dopo una fine d'anno positiva, alimentata anche dall'apertura *dovish* di Powell nell'ultimo *meeting* della Fed nel 2023, gli spread di valutazione del mercato appaiono generalmente coerenti in quasi tutti i settori, al netto di alcune eccezioni nei comparti finanziario e immobiliare, più impattati dalla dinamica dei tassi. Nel quadro di una connotazione più *value* dei portafogli, conserviamo il sovrappeso su tecnologici e finanziari, così come manteniamo il sottopeso sul settore dei prodotti industriali.

Emergenti: prospettive incerte

Da inizio anno, si rileva un generale deflusso dettato dal movimento del dollaro USA seguito alla ridiscussione dello scenario dei tagli dei tassi di interesse – in termini sia di tempistica che di ampiezza. I rischi geopolitici e la prospettiva di una possibile rielezione di Donald Trump alla Casa Bianca nelle elezioni di novembre introducono ulteriori elementi di incertezza, attualmente in fase di *re-pricing*.

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.