



Eppur si muove

La crescita resta sostenuta negli USA e debole in Area Euro, ma in entrambe le regioni ci aspettiamo una ripresa del processo disinflazionistico, mentre per la Cina, dove il momentum migliora, adottiamo una *view* neutrale. Alla luce di queste evoluzioni, manteniamo un giudizio positivo sui titoli di Stato *core* e sui BTP, mentre la posizione sull'azionario delle varie aree geografiche resta neutrale, con una sfumatura più costruttiva sull'Italia.

A un primo sguardo può sembrare che il ciclo economico proceda con grande lentezza ma nonostante la vischiosità di alcune componenti dell'inflazione e la resilienza della crescita globale, l'avvio della nuova fase si fa più vicino. **Gli Stati Uniti rimangono la roccaforte della crescita globale e restiamo convinti che il processo disinflazionistico acquisterà slancio nel secondo semestre, nonostante l'accelerazione dell'indice *supercore*. In Area Euro la seconda metà dell'anno dovrebbe registrare una ripresa piuttosto moderata, mentre le pressioni sui prezzi dovrebbero continuare a ridursi. La *view* sulla Cina, dove la crescita rialza la testa e le spinte disinflazionistiche si affievoliscono, passa da negativa a neutrale.** Abbiamo ridefinito le nostre attese sull'allen-

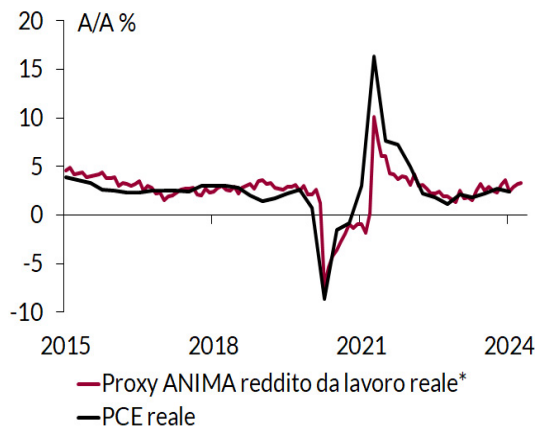
tamento monetario da parte della Federal Reserve, da cui ci aspettiamo 50 punti di tagli nel secondo semestre, mentre la Banca Centrale Europea dovrebbe tagliare già da giugno. Le raccomandazioni allocative restano invariate, con una ***view* positiva sulle obbligazioni governative *core*, più prudente sui bond corporate e neutrale sull'azionario**, con un *bias* positivo sul nostro Paese.

Crescita. Per l'attività economica statunitense, che non accenna a perdere vigore, **continuiamo ad attenderci una crescita media superiore al potenziale**, nonostante un leggero rallentamento in termini sequenziali. Tale ottimismo è giustificato non solo dai buoni risultati di consumi personali e vendite al dettaglio, ma anche

dalle notizie positive provenienti dagli indici ISM di fiducia delle imprese: se per quelle dei servizi il dato al netto della componente tempi di consegna resta in territorio espansivo, per le aziende manifatturiere esso è addirittura salito più del previsto, superando quota 50 e introducendo un rischio al rialzo per il nostro scenario base.

Gli ultimi dati sul mercato del lavoro evidenziano la prosecuzione del ribilanciamento dello squilibrio tra domanda e offerta. Nel frattempo, il reddito da lavoro continua a mostrarsi di supporto per la spesa privata (**Grafico 1**).

Grafico 1: USA, il reddito da lavoro supporta la spesa privata



*Proxy del reddito reale calcolato come: lavoro retribuito x guadagno medio orario x giorno feriale medio deflazionato dall'indice dei prezzi PCE. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research. Dati al 3/05/2024

L'economia dell'Area Euro è ormai da tempo meno brillante di quella americana, ma i suoi dati restano comunque coerenti con le nostre attese di un primo semestre di stagnazione e di una blanda ripresa nella seconda metà dell'anno. **Pur senza aspettarci accelerazioni degne di nota, il peggio sembra alle spalle.** La fiducia delle imprese è in risalita: l'indice PMI composito ha superato quota 50 per la prima volta da giugno 2023, seppur con difformità fra i diversi settori e Paesi. Su quest'ultimo tema si segnalano i dati positivi dei Paesi periferici e del settore dei servizi (che, rispetto al manifatturiero, è meno sensibile agli effetti della stretta monetaria della Banca Centrale Europea).

Una nota meno costruttiva arriva dai nostri *tracker* su consumi e investimenti, che escludono una riaccelerazione significativa dell'attività. Se da un lato ci aspettiamo che il rafforzamento della spesa per consumi, supportato dall'aumento del reddito disponibile in termini reali, guiderà la (modesta) ripresa del secondo seme-

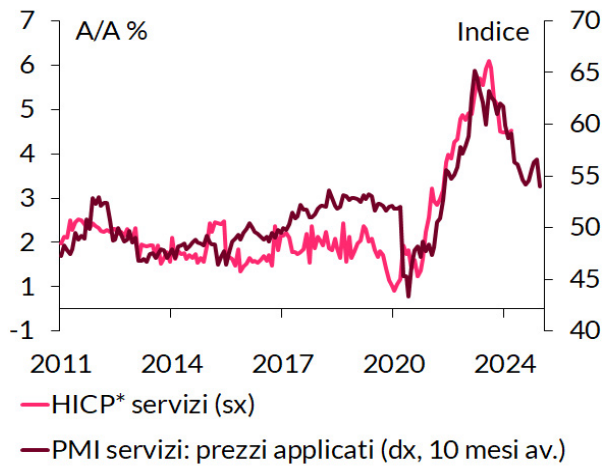
stre, dall'altro l'aumento del tasso di risparmio seguito alla fine del periodo di *revenge spending* post-Covid assorbirà parte della capacità di spesa. Si conferma debole anche la domanda di credito e, benché il tasso di disoccupazione sia ai minimi storici, alcuni indicatori relativi al mercato del lavoro segnalano un potenziale indebolimento.

Inflazione. Negli USA, gli ultimi mesi hanno visto una forte accelerazione dell'inflazione *supercore*, guidata in maniera preponderante da fattori idiosincratici come l'andamento dei prezzi delle assicurazioni auto (che è slegato dalle dinamiche dei salari e della domanda, poiché negli USA questi prezzi si aggiustano a 6-12 mesi e sono decisi a livello statale). Al netto di questa componente la variazione su base mensile dell'indice *supercore* sarebbe pari a 0,3%, non lontana dalla media pre-Covid di 0,2%. Pertanto, a nostro avviso **la Fed farebbe bene a non rimandare troppo l'allentamento della stretta in nome della battaglia contro l'accelerazione di *supercore*.** Nel secondo semestre ci attendiamo un aggiustamento al ribasso anche per questa componente, poiché i costi del sottostante (auto nuove e usate, ricambi) sono scesi e mostrano variazioni su base mensile prossime a 0, e poiché le compagnie assicurative non sono più nella condizione di dover alzare i premi per compensare il deterioramento dei bilanci, come dopo la pandemia.

Inoltre, i trend delle altre componenti dell'inflazione sono incoraggianti: le variazioni dei prezzi dei beni core sono tornate in linea con la media pre-Covid; le pressioni sugli affitti figurativi dovrebbero continuare a scendere nei prossimi mesi; le dinamiche salariali sono coerenti con una decelerazione dell'inflazione sui servizi.

In Area Euro, la strada di rientro delle pressioni inflazionistiche è meno accidentata. Le dinamiche sui prezzi continuano a normalizzarsi nelle varie categorie di beni - e in particolare per quelli durevoli -, in un trend che secondo gli indicatori anticipatori dovrebbe proseguire. Più vischiose le pressioni sui servizi, che però sono state recentemente condizionate da fattori idiosincratici come il picco di acquisti di pacchetti vacanze a febbraio connesso alla Pasqua bassa. Ci attendiamo che le pressioni domestiche sull'inflazione continuino a ridursi, in coerenza con il segnale offerto dagli indicatori anticipatori (**Grafico 2 - nella pagina seguente**), e anche grazie al progressivo rientro delle pressioni salariali.

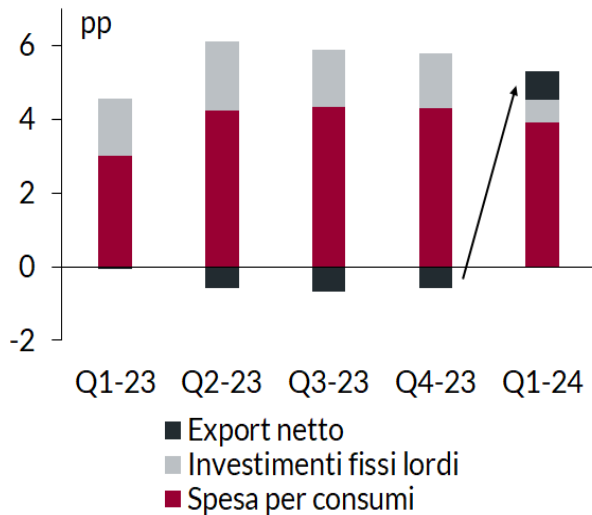
Grafico 2: Euro Area, l'inflazione sui servizi dovrebbe calare



*Indice armonizzato dei prezzi al consumo.
Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research Dati al 22/04/2024

In Cina, il momentum dell'economia migliora: il dato sul PIL del primo trimestre è stato superiore al previsto, con il contributo decisivo delle esportazioni (**Grafico 3**).

Grafico 3: L'export traina la crescita cinese



Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research. Dati al 22/04/2024

Dopo un lungo periodo di negatività, la nostra view diventa neutrale, seppur con un approccio graduale:

la domanda interna resta debole e manca un rafforzamento della spesa per consumi e dell'attività immobiliare, dove si registrano trend ancora negativi. La dinamica dei prezzi vede consolidarsi l'affievolimento delle spinte disinflazionistiche, sebbene nel breve termine non si possa prevedere un'accelerazione importante dei prezzi al consumo.

Banche centrali. Negli Stati Uniti i tempi per l'avvio del taglio dei tassi di interesse si sono allungati e la Fed desidera maggiore fiducia nella sostenibilità del processo disinflazionistico dopo le sorprese rilevate da inizio anno. Tuttavia, alla luce delle nostre attese su una riduzione delle pressioni inflazionistiche, restiamo convinti che nel secondo semestre la Banca Centrale taglierà i tassi di 50 punti base, anche perché se dovesse fare di meno - o intervenire troppo tardi - incorrerebbe nel rischio di colpire l'inflazione oltre il necessario (e l'auspicabile).

Sull'altra sponda dell'Atlantico, **la BCE è sulla strada giusta per inaugurare l'avvio del ciclo di allentamento monetario già a giugno**. Continuiamo ad attenderci un taglio complessivo per 75-100 punti base entro la fine dell'anno, grazie all'ulteriore calo dell'inflazione e a una ripresa economica meno brillante delle attese.

In Cina, la sorpresa al rialzo nel dato del Pil del primo trimestre e lo slittamento dell'avvio del ciclo di tagli negli USA hanno ridotto lo spazio per un aumento degli stimoli. In tale scenario, continuiamo a ritenere che la Banca Popolare cinese rafforzerà solo limitatamente gli stimoli monetari, con 20 punti base di tagli al tasso di riferimento per i prestiti e 50 punti base di riduzione del coefficiente di riserva obbligatoria entro fine anno.

In questo contesto, **le nostre raccomandazioni di asset allocation non cambiano**.

Per le obbligazioni governative *core* ribadiamo l'indicazione di sovrappeso: i Treasury possono contare sul ribilanciamento del mercato del lavoro e sull'avvicinarsi del ritorno del momentum dell'inflazione *supercore* alla media pre-Covid, mentre i Bund beneficiano di sviluppi macro più favorevoli che negli USA e di un livello di stimolo fiscale più modesto.

Il giudizio sostanzialmente positivo è confermato anche per i BTP, per cui i livelli attuali appaiono appetibili dopo che la correzione dei *risky asset* ha alimentato un allargamento dello spread. La possibile apertura di una procedura per eccesso di deficit nei confronti dell'Italia pare non preoccupare troppo gli investitori, almeno per il momento.

Sui mercati dei bond *corporate* non cambiamo le nostre valutazioni nonostante il modesto allargamento degli spread: resta la preferenza per l'*investment grade* e una netta prudenza sugli *high yield*.

In ambito azionario la nostra view si mantiene neutrale: il recente aumento della volatilità è legato principal-

mente all'escalation dei rischi geopolitici e alla revisione delle attese sulla politica monetaria e a nostro avviso i margini di potenziale rialzo sono superiori rispetto a quelli di *downside*: la crescita degli utili sta offrendo un contributo positivo; la maggior parte del *repricing* dei Fed Funds è avvenuta; le fasi di plateau della Fed sono storicamente favorevoli a questa asset class. Manteniamo la convinzione che le correzioni (inclusa quella attuale) rappresentino opportunità di acquisto, mentre un approccio più prudente potrebbe diventare opportuno a giugno, in virtù del deterioramento della stagionalità.

Mercati obbligazionari

Costruttivi sui govies core, selettivi sui corporate

In uno scenario di continuità con il periodo precedente, abbiamo registrato una salita dei tassi e incrementato ancora il sovrappeso di duration, pur mantenendo un approccio graduale. Se la curva di mercato monetario USA dovesse scontare un solo taglio, effettueremmo ulteriori acquisti, ma il trend è nettamente orientato nell'altra direzione, il che giustifica la prudenza. Quando la Fed avvierà il ciclo espansivo, gli investitori vorranno capire se si tratta di un aggiustamento inerziale per ridurre il livello di restrizione, o di una mossa per fronteggiare il deterioramento della crescita; occorre dar tempo al trend disinflazionistico di consolidarsi, senza trascurare il rischio di un incidente finanziario. Il rischio principale è legato a un mancato taglio o a un (improbabile) rialzo dei tassi.

La costruttività sui governativi *core* è giustificabile anche alla luce delle valutazioni appetibili, mentre gli attuali livelli di *carry* offrono protezione. Anche per quanto riguarda i BTP, eventuali elementi di tensione sullo spread dovrebbero essere disinnescati almeno fino alle elezioni europee. Sui *corporate* esprimiamo un approccio selettivo e una netta preferenza per l'*investment grade*, per timori legati al ciclo.

Mercati azionari

Europa: fase di ritracciamento

Nell'ultimo mese i mercati azionari hanno registrato un ritracciamento dovuto sia alla pressione al ribasso sulle valutazioni data dal rimbalzo dei tassi di interesse, oltre che al rinfocolarsi delle tensioni geopolitiche in Medio Oriente. La visione è positiva su bancari, materiali di base e sanitari; neutrale su energetici, IT e *utilities*; negativa su industriali e beni di base.

Italia: cauto ottimismo

Il mercato italiano continua a fare bene, consentendoci di mantenere un cauto ottimismo, con tendenza a conservare un posizionamento nell'intorno del livello attuale anche per i prossimi mesi. In termini settoriali, reiteriamo il sovrappeso sui finanziari, sui titoli del lusso e (in misura minore) su quelli della tecnologia, mentre fra i comparti in sottopeso citiamo gli industriali, i beni di prima necessità e le aziende indebitate di tutti i settori.

USA: trimestrali determinanti

In un contesto volatile, ma con alcune opportunità di ingresso offerte dalla *reporting season*, a livello di settori la nostra *view* non registra variazioni di rilievo, con una preferenza per le società *growth* che presentano valutazioni interessanti e per i titoli *cyclical value* (finanziari, energetici) che hanno beneficiato di momentum positivo. Restiamo cauti nei confronti dei settori più difensivi, almeno finché la parte ciclica del mercato beneficia del supporto degli utili.

Emergenti: derisking selettivo

Le ultime evoluzioni sul fronte di tassi e dollaro USA ci hanno portato a ridurre l'esposizione ad alcune aree geografiche (come l'Indonesia) e titoli specifici (come i conglomerati sul mercato coreano). Intatti invece gli elementi di supporto – a partire da crescita e sostenibilità degli utili – ai titoli indiani, per cui l'esposizione resta invariata, nonostante i rischi connessi a elezioni e un eventuale forte rialzo del petrolio. Nel complesso, manteniamo un certo sovrappeso su Corea, India e Cina.

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.