



## La virtù dei forti

Nonostante le sorprese al rialzo su crescita e inflazione in Area Euro e (soprattutto) negli USA, il rallentamento dell'attività e della dinamica dei prezzi dovrebbe proseguire, seppur lentamente, su entrambe le sponde dell'Atlantico. In Cina, i noti problemi strutturali mantengono la crescita economica ancora debole. Alla luce di questi sviluppi, aggiungiamo una sfumatura di costruttività sui governativi *core* e sui BTP, oltre che su selezionate opportunità nei mercati azionari italiani.

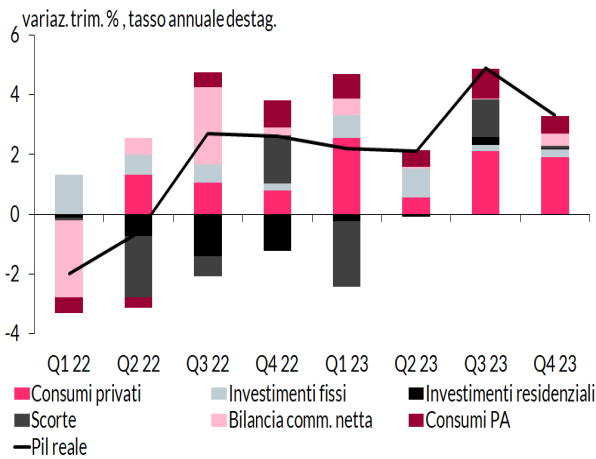
Secondo alcuni proverbi, la virtù dei forti è la calma; secondo altri è la pazienza. In ogni caso, entrambe queste capacità sono necessarie a non farsi influenzare dai dati di breve termine e a mantenere lo sguardo rivolto all'orizzonte.

Sul fronte della crescita, negli Stati Uniti l'attività dovrebbe rallentare ma senza entrare in contrazione, mentre in Area Euro ci attendiamo che l'economia si mantenga prossima alla stagnazione, anche se il dato sul Pil del quarto trimestre 2023 ha permesso di evitare la recessione: tuttavia, queste revisioni al rialzo delle nostre previsioni non ci impediscono di continuare ad aspettarci un **rallentamento su scala globale nel 2024**. Nei mercati sviluppati, **il 2024 dovrebbe vedere una prosecuzione del processo disinflazionistico sugli in-**

**dici *core***, in misura più pronunciata in Area Euro che negli USA in termini di CPI *core*. Nonostante le recenti sorprese al rialzo sui dati statunitensi, a nostro avviso è prematuro pensare che l'inflazione possa riaccelerare. Contemporaneamente, non vanno sopravvalutate le conseguenze delle tensioni geopolitiche nel Mar Rosso: seppur con ritardi nella consegna, l'offerta di merci è robusta e la domanda dei Paesi sviluppati in calo. In Cina, dove venti contrari strutturali frenano l'economia, la crescita resta debole e prossima al potenziale. Alla luce di questa analisi, **aggiungiamo una sfumatura di costruttività su Treasury, Bund e BTP**; sull'azionario restiamo neutrali, ma segnaliamo la possibilità di cogliere opportunità specifiche sul mercato italiano.

**Crescita.** Come ipotizzato a febbraio, l'indice ISM di fiducia delle imprese USA di servizi è tornato su livelli coerenti con una solida espansione, trainato da nuovi ordini e occupazione. Questo sviluppo ci ha portato a togliere la recessione dal nostro scenario base per il terzo anno consecutivo: una previsione ulteriormente suffragata dai dati sul Prodotto Interno Lordo del quarto trimestre, che hanno sorpreso al rialzo grazie a consumi privati (Grafico 1) e spesa pubblica (solitamente più alta della media negli anni delle elezioni).

**Grafico 1:** USA, i consumi privati trainano il Pil



Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research. Dati al 23/02/2024

Dati positivi arrivano anche dalla spesa delle famiglie, sostenuta da consumi personali molto solidi, fiducia dei consumatori, bilanci familiari in salute e un tasso di risparmio che indica l'assenza di preoccupazioni eccessive per il futuro. Il mercato del lavoro, infine, registra un numero di nuovi impieghi superiori sia alle attese che al trend pre-Covid e una nuova risalita della media mobile a tre mesi del ritmo di creazione di nuovi posti di lavoro. In conclusione, riteniamo che la crescita statunitense continuerà a rallentare ma a un ritmo piuttosto lento.

**L'economia dell'Area Euro resta sostanzialmente in stagnazione**, pur evitando la recessione grazie a un dato sul PIL che nel quarto trimestre è stato leggermente migliore delle attese. Nonostante i dati nazionali di alcuni Stati come Francia e Italia segnalino che la domanda domestica perde smalto e gli indici PMI di fiducia delle imprese restino su livelli coerenti con una contrazione, siamo convinti che un ulteriore deterioramento della crescita sia improbabile, soprattutto nel comparto manifatturiero. Un certo bilanciamento tra venti di coda (innanzitutto il miglioramento del reddito reale) e venti

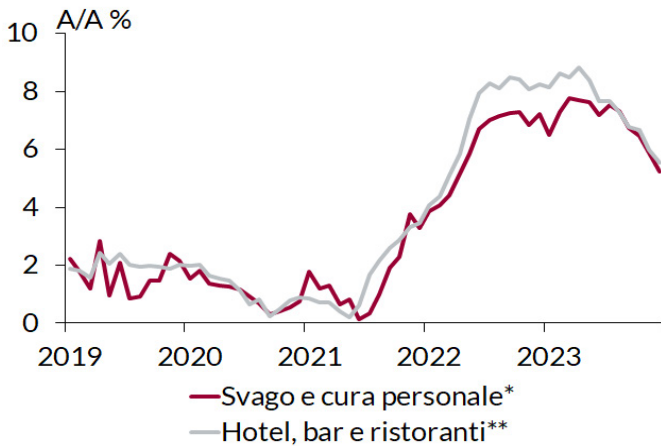
contrari (rappresentati da politica fiscale e investimenti) induce a ritenere che la crescita rimarrà asfittica, ma senza precipitare. I consumi privati, zavorrati da bassi risparmi privati delle famiglie e da un drastico aumento dei depositi vincolati a 1-2 anni, difficilmente registreranno un'accelerazione significativa.

**Inflazione.** Negli Stati Uniti, la novità più rilevante è la risalita dell'inflazione CPI core su base mensile, guidata dalla componente supercore, che ha registrato l'aumento maggiore - da 0,4% a 0,8% - da gennaio 2023. Nonostante la reazione del mercato, riteniamo che non sia il caso di trarre conclusioni affrettate e preferiamo sospendere il giudizio per diverse ragioni: la volatilità tipica di gennaio tende a rientrare nel mese successivo; l'aumento su base mensile dei canoni degli affitti figurativi potrebbe essere spiegato da fattori temporanei e gli indicatori anticipatori segnalano un allentamento; la disinflazione sui beni core prosegue; ci potrebbero essere distorsioni legate alla stagionalità residuale; le pressioni sul costo del lavoro sono in via di allentamento. A nostro avviso, pertanto, il momentum dell'inflazione supercore non è destinato a riaccelerare a breve. Nel nostro scenario base, l'inflazione core continuerà a scendere, seppur a un ritmo più blando di quanto ipotizzato in passato.

**In Area Euro**, a livello headline gli indicatori lasciano presagire pressioni deboli sui prezzi degli energetici e un'ulteriore discesa di quelle sugli alimentari. Sugli indici core prosegue la disinflazione sui beni, mentre l'inflazione sui servizi è rimasta stabile intorno al 4%, destando una certa preoccupazione nella Banca Centrale Europea. Nella nostra view, però, anche questo dato dovrebbe continuare a scendere: i prezzi dei servizi ricreativi e per la cura della persona, così come quelli di hotel e ristoranti - che sono le componenti numericamente più importanti legate alla dinamica della domanda - sono in calo (Grafico 2 - nella pagina seguente) e i nostri modelli di previsione sull'inflazione domestica suggeriscono un consolidamento delle pressioni ribassiste nonostante i rischi al rialzo posti dalla dinamica salariale.

Alla luce dell'atteso indebolimento della domanda, ci aspettiamo che il rallentamento dei prezzi dei servizi prosegua nei prossimi mesi.

**Grafico 2:** Area Euro, cala la domanda di importanti servizi core



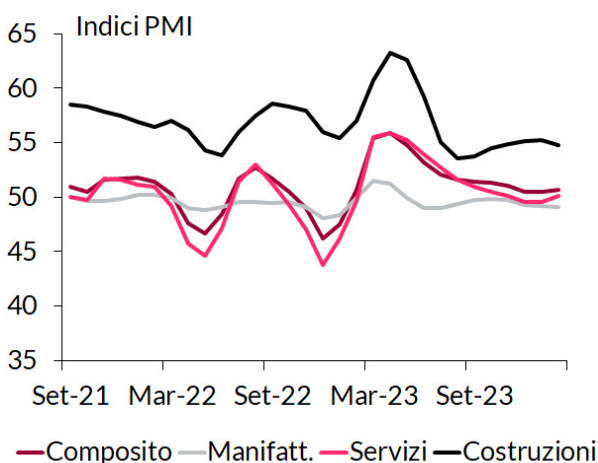
Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research. Dati al 23/02/2024

\*Pesa per il 37% dell'indice dei servizi core

\*\*Pesa per il 26% dell'indice dei servizi core

In Cina la crescita resta fiacca e prossima al potenziale, nonostante gli indicatori a più alta frequenza suggeriscano un timido miglioramento. L'economia resta caratterizzata dai noti problemi strutturali che gravano sul settore immobiliare, dalla mancanza di fiducia delle imprese (**Grafico 3**) e dalla debolezza della domanda interna, in un circolo vizioso di discesa dei prezzi degli immobili, depressione del *sentiment* dei risparmiatori e calo dei consumi.

**Grafico 3:** Cina, gli indicatori PMI di fiducia delle imprese stentano a risalire



Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research. Dati al 23/02/2024

Anche un eventuale apporto derivante dalla politica fiscale è reso più difficile dalla discesa in territorio negativo del deflatore del Pil – cioè il rapporto fra Pil nominale e Pil reale – per la prima volta dal 2009. In questo qua-

dro, è probabile che le Autorità cinesi adottino misure sufficienti a tenere l'economia a potenziale, senza spingersi oltre.

**Banche centrali.** In vista della riunione di marzo della Federal Reserve, **il nostro scenario di base continua a prevedere un taglio dei tassi di interesse di 100 punti base entro fine anno con il primo intervento a maggio**, ma i recenti dati sull'inflazione aumentano i rischi che l'avvio del ciclo di allentamento slitti a giugno. Resta difficile che la Banca centrale cambi i propri piani dopo la pubblicazione di un solo dato, ma ulteriori conferme della solidità dell'economia americana non potrebbero che aumentarne la reattività e una sorpresa al rialzo nella rilevazione di febbraio sui dati di inflazione potrebbe indurre l'Istituto guidato da Powell a posticipare i tagli al secondo semestre e a rivedere i *dots*.

**La BCE ha lasciato inalterato il livello dei tassi nella riunione di marzo, ma dubitiamo che potrà mantenere a lungo questa linea**, alla luce delle probabili sorprese al ribasso su crescita e inflazione. Questo non implica però che Lagarde abbia il capitale politico per avviare il ciclo di tagli prima della controparte statunitense. Le nostre attese si concentrano su un inizio dei tagli a giugno, per un totale di 75-100 punti base entro fine anno.

Dalla Banca Popolare Cinese per quest'anno ci aspettiamo un intervento limitato a 20 punti base di taglio del tasso di riferimento per i prestiti e a 60 punti base di riduzione del coefficiente di riserva obbligatoria.

Alla luce delle evoluzioni macroeconomiche descritte, **abbiamo introdotto alcuni aggiornamenti al quadro delle nostre raccomandazioni allocative.**

Per quanto riguarda le obbligazioni, **riportiamo a neutrale/positivo il giudizio sui titoli di Stato di USA, Paesi Euro core e Italia.** Sui Treasury pesano il ridimensionamento delle attese di mercato sui tagli dei tassi, la riduzione delle probabilità di un errore di politica monetaria e l'orientamento al rialzo dei rischi per la crescita, mentre il potenziale di discesa dei tassi è limitato; sui Bund e sui BTP invece giustifichiamo la nostra posizione con la crescita asfittica dell'economia europea, il proseguimento nella discesa dell'inflazione, una politica fiscale meno accomodante che negli USA e (per i titoli italiani) la forte domanda degli investitori.

Sui mercati delle obbligazioni societarie non si segnalano variazioni alla *view* e resta valida la preferenza per i comparti a più alto merito di credito.

Sul fronte azionario, confermiamo il giudizio neutrale in ragione della perdita di direzionalità per gli indici e della partecipazione sempre più limitata ai rialzi. Tuttavia, ci aspettiamo che i mercati salgano del 5-10% entro fine anno e le fasi di debolezza possono rappresentare opportunità di acquisto.

## Mercati obbligazionari

### Accumulazione, ma con giudizio

In un contesto di incertezza su tempistiche e portata del ciclo di tagli della Fed, nella prima parte dell'anno potremmo assistere a un'alternanza fra fasi in cui il flusso di dati induce a ridimensionare le attese di tagli e i rendimenti governativi salgono, e fasi in cui si sconta un allentamento più aggressivo e i tassi scendono. In questo quadro, una strategia di accumulazione ha senso, ma senza posizioni aggressive: i mercati tendono a fare *overshooting*, e le attese sui tagli della Fed non sono ancora in linea con i *dots*. Per quanto concerne i segmenti di curva, privilegiamo le scadenze a 7-10 anni, per cui le curve *forward* proiettano tassi stabilmente sopra il 4%, che giudichiamo appetibili. Il sovrappeso di duration, attualmente misurato in mesi, potrebbe essere incrementato con tassi decennali in area 4,40/4,50%. Per i BTP prevediamo una fase di consolidamento fino alle elezioni europee di giugno, dopo cui è possibile un aumento dei rischi legati all'eventuale mancata approvazione del Meccanismo Europeo di Stabilità. Sul credito conserviamo una preferenza per gli strumenti liquidi, a breve scadenza e in particolare a rating più elevato.

## Mercati azionari

**Europa: tecnologia, materiali di base e consumi discrezionali** A seguito del *pullback* dei mercati azionari nelle prime settimane di gennaio dovuto al brusco aumento dei tassi di interesse, i corsi azionari hanno ripreso il trend rialzista. Nonostante la stagione degli utili

non entusiasmante in Europa, i dati macroeconomici più forti delle attese hanno dato supporto ai settori ciclici e *value*. In termini settoriali, privilegiamo la tecnologia, i materiali di base (in particolare il rame) e i consumi discrezionali, mentre siamo negativi su *utilities*, beni di base ed energetici.

### Italia: caccia alle migliori occasioni

Pur prudenti a livello di portafoglio nella convinzione che il 2024 possa essere un anno caratterizzato da bassa crescita ed eccessive attese sul taglio dei tassi, si possono intravedere occasioni specifiche, in particolare fra le banche. Il giudizio è positivo su finanziari, tecnologia, lusso e telecomunicazioni; fra i settori in sottopeso i beni di prima necessità, gli industriali e le società indebitate trasversalmente ai comparti.

### USA: intramontabile tech

La crescita degli utili continua a supportare i corsi azionari dei titoli dei giganti della tecnologia, i cosiddetti FAANGs e Microsoft. Nel corso del mese sono state vendute le società escluse secondo i principi di «good governance», distribuendo il peso tra i settori della tecnologia, quello finanziario e della sanità. Tra i settori in sottopeso le *utilities*, gli industriali e i beni voluttuari.

### Emergenti: tra Fed e geopolitica

Mentre l'incertezza della Fed potrebbe costringere gli emergenti a ripensare la propria strategia di taglio tassi rischiando di dover scegliere tra crescita e cambio, le Autorità cinesi moltiplicano le attenzioni ai mercati finanziari per stabilizzare i corsi azionari; l'aspetto geopolitico continua a beneficiare India e Indonesia, cui si aggiunge la Corea dopo che la notizia di una riforma della governance delle società ha suscitato l'interesse degli investitori.

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.