



Tutti gli occhi sulla Casa Bianca

In attesa di conoscere il nome del successore di Joe Biden, sui mercati sviluppati la crescita prosegue nel suo percorso di moderazione e l'inflazione continua a calare con gradualità, supportando l'allentamento monetario di Fed e BCE, mentre in Cina la ripresa stenta a decollare. In questo scenario, manteniamo una linea neutrale sia sulle obbligazioni, sia sull'asset class azionaria

In un quadro macro sostanzialmente invariato e che non dovrebbe registrare variazioni di rilievo nelle prossime settimane, l'attenzione si concentra sulla corsa elettorale per la Casa Bianca e gli analisti si focalizzano sulle implicazioni per i mercati di una vittoria di Trump o di Harris. In questa edizione di Anima Flash si analizzano le possibili conseguenze di un'affermazione della candidata democratica – con o senza pieno controllo del Congresso – dopo che il mese scorso erano stati considerati i possibili effetti di un successo dei repubblicani.

Dal punto di vista della crescita economica, gli Stati Uniti vanno verso un *“softer” landing*: ci aspettiamo un rallentamento dell'attività economica nel 2025, ma meno pronunciato rispetto alle stime precedenti, e siamo ancora più convinti che la recessione sarà evitata. In Area Euro, la crescita rimane moderata;

l'incremento del reddito disponibile e le misure di allentamento monetario dovrebbero evitare un rallentamento brusco. In Cina la persistente debolezza economica ha rinforzato la necessità di ulteriori stimoli.

La tendenza disinflazionistica sugli indici core dovrebbe consolidarsi nei Paesi sviluppati nel quarto trimestre del 2024 e nel 2025, mentre in Cina le pressioni sui prezzi rimangono molto contenute.

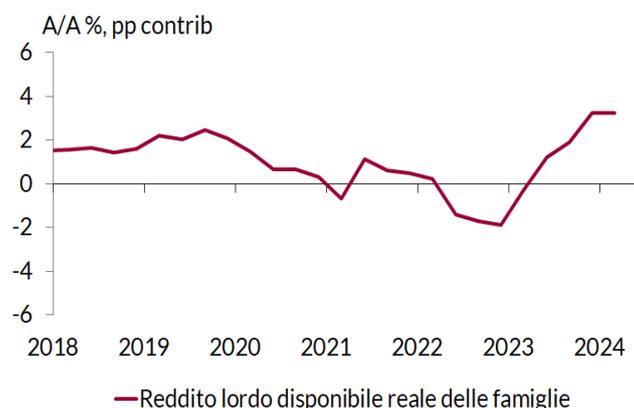
A livello di politiche monetarie, nel mese di settembre anche la Federal Reserve ha avviato il processo di allentamento monetario, con un taglio più aggressivo del previsto di 50 punti base; ci aspettiamo due ulteriori tagli di 25 punti base entro fine anno su entrambe le sponde dell'Atlantico.

In questo quadro, **restiamo neutrali sulle principali asset class**, in attesa di possibili evoluzioni legate all'esito delle presidenziali USA.

Crescita. L'economia statunitense resta incamminata su un sentiero di **soft landing**, ma le recenti revisioni annue del Bureau of Economic Analysis segnalano che redditi e risparmi sono più elevati rispetto a quanto indicato in precedenza: questo suggerisce che l'espansione economica che ci aspettiamo nel 2025, già superiore alle stime di consenso, sarà più forte, e la maggior solidità dei bilanci delle famiglie rende ancora meno probabile una recessione. Inoltre, **la revisione al rialzo dei risparmi in eccesso**, che ora ci attendiamo esaurirsi verso la fine del 2025 invece che a fine 2024, **concorre a sostenere l'attività economica**, seppur non in misura sufficiente a far riaccelerare la crescita dei consumi e quindi l'inflazione. Il mercato del lavoro, infatti, che prosegue nel suo raffreddamento controllato, non offre più lo stesso supporto alla spesa delle famiglie che forniva un anno fa. Con uno slancio dei consumi potenzialmente più duraturo, ci aspettiamo una crescita economica del 2,3% l'anno prossimo, in modesto calo dal 2,7% del 2024. **Le nubi della recessione, insomma, sembrano allontanarsi definitivamente** dall'orizzonte di previsione.

In Area Euro il ritmo sequenziale della **crescita si conferma stabile, per quanto su livelli piuttosto modesti**; riteniamo improbabile che l'attività economica possa accelerare significativamente nel breve termine, ma la crescita del reddito disponibile reale (**Grafico 1**) e l'inizio del ciclo di tagli dei tassi di interesse dovrebbero alimentare una convergenza al potenziale nel 2025.

Grafico 1: Reddito disponibile delle famiglie in Europa - var.% A/A



Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

Inflazione. Negli USA, il report relativo al mese di agosto ha segnato una parziale inversione di tendenza rispetto ai mesi precedenti dovuta a elementi idiosincratici, con l'indice *supercore* trainato dalle componenti più volatili come tariffe aree e alberghiere; tuttavia, i prezzi dei fattori più sensibili alle variabili macro o al reopening, così come le assicurazioni per i motoveicoli, hanno registrato nuovamente variazioni mensili inferiori o in linea con il trend pre-Covid.

Ci aspettiamo che il trend disinflazionistico continui a consolidarsi con gradualità anche nel quarto trimestre dell'anno in corso e durante il 2025.

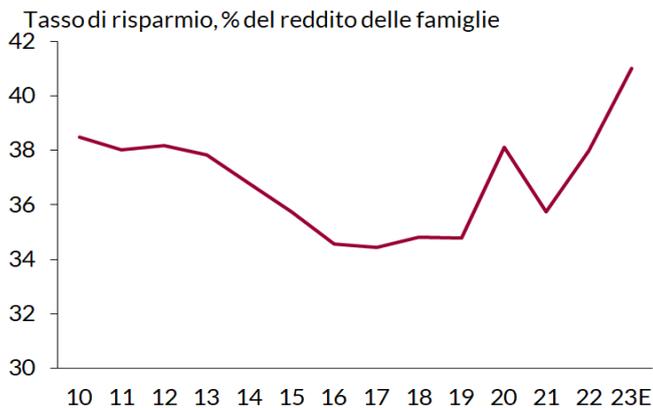
Nell'Area Euro l'indice headline è sceso per la prima volta in tre anni sotto il 2% - livello che rappresenta il target della Banca Centrale Europea - ma l'inflazione *core* resta piuttosto vischiosa, in particolare nella componente dei servizi, in linea con la media dell'ultimo trimestre del 2023. Tuttavia, quest'ultimo movimento è stato gonfiato da elementi idiosincratici, come i pacchetti vacanza in Germania o i Giochi Olimpici in Francia, a cui è attribuibile il 75% dell'accelerazione sequenziale di agosto.

In prospettiva, **ci aspettiamo che l'inflazione sui servizi possa perdere slancio a partire dal quarto trimestre del 2024**, ma non tanto - né tanto velocemente - da indurre la BCE a tagliare in linea con le aspettative dei mercati.

In **Cina**, dove i segnali di ripresa sono ancora flebili, **il momentum macro si è mantenuto fiacco**, comportando l'introduzione di rischi al ribasso per il nostro scenario centrale, e rendendo ancora più cruciale un potenziamento degli stimoli. La notizia positiva è che le Autorità cinesi sembrano aver messo nel mirino i giusti motori di crescita che bisogna rilanciare, cioè consumi e investimenti del settore residenziale.

In entrambi i casi, però, potrebbe non essere facile raggiungere gli obiettivi sperati, a causa della perdurante mancanza di fiducia dei consumatori - come dimostra la risalita del tasso di risparmio sopra il livello pre-Covid (**Grafico 2 - nella pagina seguente**) - e della difficoltà di gestire una bolla immobiliare. Per questo, **prima di cambiare la nostra view neutrale, attendiamo di avere maggiore visibilità** su dettagli e impatti delle misure messe in campo dalle Autorità.

Grafico 2: Cina, tasso di risparmio in % sul reddito delle famiglie



Fonte: China National Bureau of Statistics, ANIMA Research

Banche centrali. La Fed ha avviato il ciclo di tagli dei tassi con un approccio inaspettatamente aggressivo, riducendo il tasso d'interesse di 50 punti base per rispondere ai progressi disinflazionistici e al ribilanciamento dei rischi per la crescita e l'inflazione, oltre che per proteggere la solidità dell'economia. Ciò non implica però che la Fed abbandoni la linea di *data dependence*, né che i tagli da 50 punti base siano destinati a rappresentare la nuova normalità. In questo contesto, **ci aspettiamo due tagli di 25 punti base** a novembre e dicembre, e un allentamento di ulteriori 100 punti nel 2025.

Nel meeting di settembre, la **BCE** ha tagliato ancora il tasso di deposito di 25 punti base, portandolo al 3,50%. In prospettiva la Banca dovrebbe continuare a calibrare l'approccio in funzione del flusso di dati, consegnando altri **due tagli di 25 punti base ciascuno entro la fine del 2024**, per poi proseguire l'allentamento monetario anche nel nuovo anno.

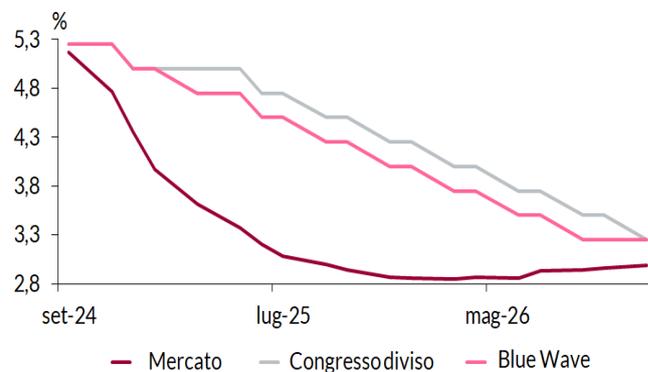
La **Banca Popolare Cinese** dovrebbe mantenere una linea cauta e rafforzare il coordinamento con le Autorità centrali per sostenere la ripresa. Ci attendiamo che entro fine anno possa venire effettuato un taglio di 50 punti base al tasso di riserva obbligatoria e un taglio di 10 punti al *policy rate*.

Elezioni USA. Un'eventuale elezione di Kamala Harris alla Casa Bianca avrebbe conseguenze variabili a seconda della portata della vittoria. In caso di *Blue Wave*, cioè nel caso di vittoria travolgente dei democratici, il pieno controllo del Congresso consentirebbe ai democratici di aumentare sia la spesa pubblica che le tasse: sulla crescita avremmo un limitato impatto positivo nel 2025,

destinato ad essere riassorbito nel 2026, mentre sul fronte dell'inflazione e delle politiche monetarie non ci aspettiamo deviazioni significative dallo scenario base.

Se la Presidenza Harris dovesse invece inaugurarsi sotto il segno di un Congresso diviso, nel primo biennio presidenziale l'impulso fiscale netto e il contributo alla crescita sarebbero positivi e la dinamica dei prezzi potrebbe risultare meno disinflazionistica, costringendo la Fed ad adottare una politica di allentamento monetario più prudente (**Grafico 3**).

Grafico 3: Ipotesi di evoluzione dei tassi di riferimento FED (in diversi scenari)



Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

Alla luce di queste considerazioni macro, **le nostre indicazioni allocative restano invariate**.

In particolare, **il giudizio sui Treasury si conferma neutrale** in considerazione delle aspettative di mercato molto aggressive sull'allentamento monetario che sarà effettuato nei prossimi mesi, e del rischio di un aumento di livello e volatilità dei tassi con l'approssimarsi delle elezioni.

L'indicazione di neutralità si applica anche ai Bund, per cui registriamo similmente aspettative leggermente troppo aggressive sull'allentamento monetario, specie alla luce della prevista ripresa del processo disinflazionistico solo nel quarto trimestre.

Il giudizio sui BTP resta allineato a quello su Treasury e Bund, in bilico fra elementi di debolezza e fattori di supporto: lo spread è compresso e un eventuale indebolimento del clima di *risk-on* non gioverebbe, ma il profilo rischio/rendimento interessante, la stabilità politica interna e l'approccio collaborativo del Governo con le autorità europee continuano ad attrarre l'interesse de-

gli investitori. **Sui mercati del credito restiamo selettivi**, privilegiando i titoli *investment grade* agli *high yield*.

Sul comparto azionario manteniamo un approccio neutrale: al netto di possibili picchi di volatilità legati alla pubblicazione dei dati macro o delle riunioni della Fed, ci aspettiamo un consolidamento degli indici nelle prossime settimane, che dovrebbe essere poi seguito da una perdita di terreno in vista del voto per le presidenziali.

Mercati obbligazionari

Sospesi fra rischi e fattori di supporto

In attesa di una correzione e di un eventuale aumento dei tassi - che potrebbe essere provocato da sviluppi politici, pressioni sul mercato primario o da un esaurimento del trend, e sarebbe sfruttato per aumentare la duration - conserviamo una linea neutrale. Da un lato, infatti, i mercati scontano già aspettative di tagli piuttosto ottimistiche e perché gli indici proseguano ulteriormente la corsa occorrerebbe un rallentamento più severo di quello in previsione o un incidente finanziario con ripercussioni sistemiche. D'altra parte, però, non ci sembra opportuno valutare un sottopeso alla luce della dinamica dell'inflazione benevola, del livello dei tassi reali interessante e delle valutazioni non estreme.

Mercati azionari

Europa: sovrappeso sui finanziari

Il moltiplicarsi dei segnali di debolezza macro, soprattutto nel settore manifatturiero, ha portato a una flessione sul mercato azionario europeo da fine agosto, rapidamente riassorbita nella seconda metà di settembre. A livello settoriale, siamo positivi sui *diversified financials*, neutrali sui settori sanitario, tecnologico e dei beni di consumo e negativi sugli energetici.

Italia: all'insegna dell'equilibrio

L'allentamento monetario e la (pur graduale) disinflazione pongono le basi per una crescita moderata, inducendoci a un posizionamento equilibrato anche a livello settoriale: conserviamo il sovrappeso sui finanziari, per ragioni legate allo *stock picking*, sul lusso e, in misura inferiore, sui titoli tech. Giudizio negativo per le aziende più indebitate, titoli industriali e beni di prima necessità.

Usa: interesse per le mid-cap

Continuiamo ad osservare con interesse il segmento delle mid-cap, che presenta una quota inferiore di società che non generano utili rispetto alle *small cap*. Il settore finanziario con quello sanitario e dei consumi non ciclici rappresentano i sovrappesi più importanti, a scapito di comparti più ciclici come consumi discrezionali e materiali di base.

Emergenti: incertezza in aumento

Se il ciclo di tagli della Fed in un contesto di soft landing lascia spazio a politiche espansive anche nei Paesi emergenti, i fattori di incertezza - dalle elezioni USA agli sviluppi in Cina, dal rallentamento del momentum tech all'aumento del rischio valutativo sull'India - permangono. In questo contesto, l'operatività recente è stata indirizzata a ridurre i rischi di portafoglio.