



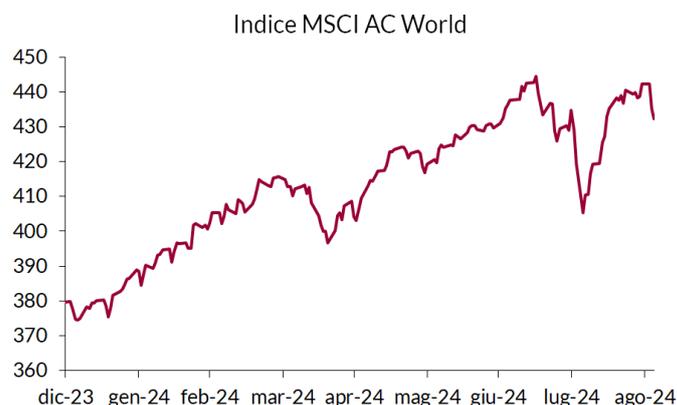
Rientro in carreggiata

La crescita USA prosegue la fase di soft landing e l'espansione dell'Area Euro andrà consolidandosi, mentre il trend disinflazionistico continua sulle due sponde dell'Atlantico. Fed e BCE si apprestano a tagliare i tassi e la Banca Popolare Cinese, alle prese con un quadro macro sostanzialmente inalterato, calibra le misure di supporto. In questo contesto, il giudizio sui governativi core e sui BTP torna alla neutralità, allineandosi a quello sulle azioni.

Dopo la fiammata di volatilità di inizio agosto, quando la pubblicazione di dati macro deludenti e i rinnovati timori di un aggravarsi delle tensioni geopolitiche in Medio Oriente avevano portato a una discesa dei rendimenti dei governativi core e a un repentino crollo dei listini azionari globali, le tensioni sono rientrate abbastanza rapidamente. **I mercati hanno recuperato la correzione (Grafico 1) e sono tornati a consegnare performance positive**, mentre dai dati macro sono arrivati nuovi segnali confortanti.

Sul fronte della crescita, **il divario fra il ritmo di espansione del PIL negli USA e in Area Euro è atteso in riduzione**, complice l'affaticamento dei consumatori americani e, al contempo, la pur modesta ripresa europea.

Grafico 1: Il recupero dopo la grande paura



Fonte: MSCI, Bloomberg. Dati al 04/09/2024

Per quanto riguarda la dinamica dei prezzi, restiamo convinti che il **trend disinflazionistico a livello core si consoliderà** nel secondo semestre 2024 e nel 2025. In questo contesto, ci aspettiamo un duplice taglio dei tassi da parte della Federal Reserve e dalla Banca Centrale Europea entro fine anno, con rischi al rialzo per ulteriori interventi negli Stati Uniti.

In Cina, i solidi dati del commercio con l'estero fanno da contrappeso alla perdurante debolezza della domanda interna. Lo scenario resta quello di una crescita prossima al potenziale, grazie all'attento supporto delle Autorità, pronte a intervenire in caso di necessità.

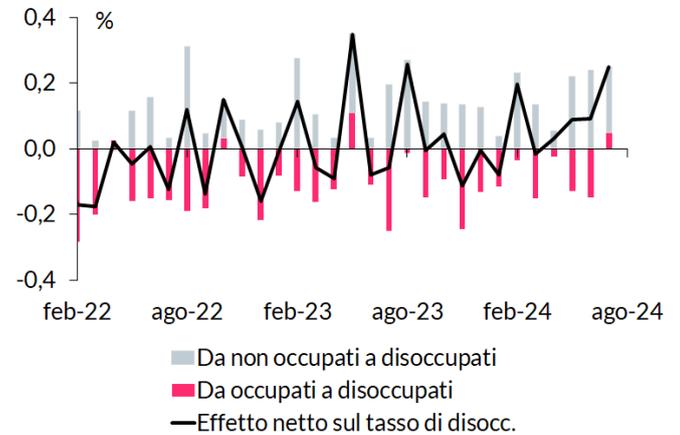
A livello allocativo, l'unica novità riguarda il ritorno ad un giudizio neutrale su governativi core e BTP. Restiamo neutrali sull'azionario e manteniamo una nota di prudenza sui *bond corporate*.

Crescita. Negli Stati Uniti, il soft landing continuerà, anche se il tasso di crescita trimestrale scenderà al di sotto del potenziale nel secondo semestre del 2025. Nelle ultime settimane, infatti, sono emersi ulteriori segnali di affaticamento tra i consumatori: la spesa per servizi ha mostrato ulteriori segni di rallentamento e deterioramento qualitativo, con un peso crescente delle categorie "imputate" in assenza di transazioni e un rallentamento nei consumi di energia e beni alimentari. I dati sulle vendite al dettaglio di luglio hanno superato le aspettative, ma grazie al rimbalzo delle vendite di autoveicoli.

Il mercato del lavoro presenta dinamiche contrastanti. Sebbene la creazione di nuovi posti di lavoro stia rallentando e il contributo dei settori ciclici rispetto a quelli governativo e sanitario sia sempre più ridotto, oltre il 70% del significativo aumento del tasso di disoccupazione registrato lo scorso mese è dovuto a licenziamenti temporanei e all'ingresso nel mercato di persone (spesso immigrate) che prima nemmeno cercavano lavoro (**Grafico 2**). Per contro, il contributo delle persone che hanno perso un impiego è stato marginale, inducendoci a credere che la perdita di qualità e il rallentamento nella creazione di nuovi posti di lavoro siano principalmente legati a trasformazioni registrate dal lato dell'offerta piuttosto che a un marcato indebolimento dell'economia.

In Area Euro, la fase di espansione si consolida senza accelerazioni significative e si avvicinerà al potenziale nel 2025, riducendo in tal modo il gap con gli USA. Il dato sul PIL del secondo trimestre è risultato migliore delle aspettative, nonostante resti

Grafico 2: Oltre il 70% dell'aumento del tasso di disoccupazione proviene dall'aumento della forza lavoro



Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research. Dati al 30/08/2024.

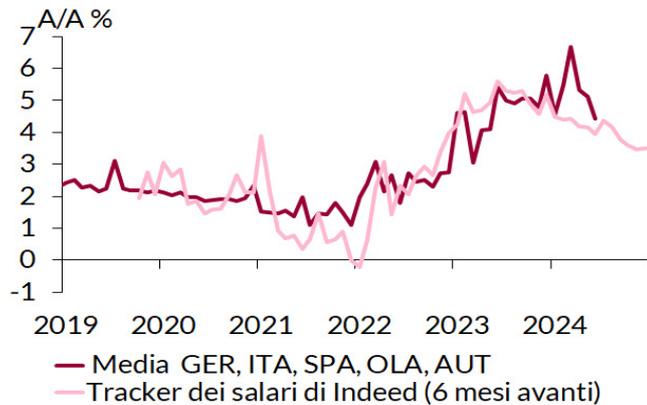
indebolito dalla disomogeneità tra i vari settori e Paesi. Il rimbalzo degli indici PMI potrebbe sembrare promettente, ma viene presto ridimensionato quando se ne esclude il contributo della Francia, che ha beneficiato dell'organizzazione dei Giochi olimpici. In ogni caso, le prospettive a medio termine rimangono costruttive grazie all'aumento del reddito disponibile in termini reali e all'allentamento delle condizioni finanziarie.

Inflazione. Negli USA, i prezzi dei beni core hanno mostrato una variazione mensile negativa anche al netto delle auto usate, mentre l'indice *supercore* (che esclude i servizi abitativi) è tornato a crescere dopo due mesi di stabilità, sebbene resti sotto la media pre-pandemica. L'aumento dei prezzi dei servizi residenziali non è motivo di preoccupazioni eccessive, poiché è riconducibile al rimbalzo dei dati relativi all'area dell'Ovest, piuttosto deboli negli ultimi mesi. I dati di mercato indicano che le **pressioni sui prezzi continueranno ad allentarsi nei prossimi mesi e il momentum dovrebbe stabilizzarsi sui livelli pre-Covid.**

Nell'Area Euro, l'inflazione sui beni core è tornata in linea con il trend pre-Covid e dovrebbe mantenersi su questi livelli. L'inflazione sui servizi, influenzata da numerosi fattori idiosincratici come la Pasqua bassa, la rimozione del biglietto unico per il trasporto in Germania, i Campionati Euro 2024 e le Olimpiadi, **dovrebbe affievolirsi,** in coerenza con la diminuzione delle pressioni salariali. A questo proposito, si segnala il crollo dei salari negoziati, registrato già nel secondo trimestre. **Secondo i segnali offerti dagli indicatori anticipatori,**

vi è inoltre spazio per un'ulteriore discesa (**Grafico 3**).

Grafico 3: Area Euro, i salari negoziati dovrebbero scendere ancora



Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research. Dati al 30/08/2024.

In Cina, i dati più recenti confermano la divergenza tra la debolezza della domanda interna e la solidità dell'export. **La crescita resta prossima al potenziale**, grazie ai sostegni forniti dalle Autorità, **mentre l'inflazione dovrebbe aumentare molto lentamente**, trainata dai prezzi dei beni alimentari, mentre le pressioni sui prezzi *core* rimangono contenute dalla dinamica deflazionistica dei prezzi alla produzione.

Banche centrali. In tema di politica monetaria, anche a seguito delle dichiarazioni del presidente della Fed Jerome Powell al Simposio di Jackson Hole, **ci aspettiamo che la Fed tagli i tassi due volte nel corso dell'anno**, a settembre e a dicembre. Queste decisioni, così come un eventuale ulteriore taglio a novembre, dipenderanno in gran parte dall'evoluzione del mercato del lavoro e dalla capacità dell'economia di mantenere un equilibrio tra crescita e inflazione. La Fed adotterà un approccio prudente, monitorando attentamente i segnali macroeconomici per evitare un surriscaldamento o un eccessivo rallentamento.

Sulla scia della Fed, ci attendiamo che **la BCE continui ad allentare la politica monetaria, con tagli dei tassi a settembre e dicembre**.

La **Banca Popolare Cinese** adotterà un approccio **attendista**, in virtù del graduale miglioramento atteso dell'economia dopo l'estate, con un **leggero potenziamento degli stimoli**, che potrebbe diventare più incisivo una volta che la Fed avrà avviato il processo di allentamento monetario.

Elezioni USA. Un'eventuale rielezione di Donald Trump alla Casa Bianca non cambierebbe in modo significativo, a nostro avviso, le prospettive per crescita e inflazione. I *cap* alla spesa pubblica per il 2025 sono già stati bloccati e le agevolazioni fiscali varate nel 2017 resteranno comunque in vigore l'anno prossimo; un'eventuale estensione non eserciterebbe però un forte impulso positivo sulla crescita nemmeno in seguito.

Lato inflazione, sarà dirimente la composizione del Congresso; se esso risulterà diviso (come appare più probabile), Trump potrà imporre solo tariffe bilaterali, con ricadute limitate per i prezzi al consumo. Del resto, nemmeno la guerra tariffaria del 2017 fu inflazionistica e il volume attuale delle importazioni dalla Cina di beni tariffabili è sceso del 37% in otto anni. In aggiunta, la crescita globale è oggi meno dinamica e la probabilità che le imprese assorbano gli aumenti tariffari più alta. I rischi per l'inflazione aumenterebbero se i repubblicani conquistassero sia la Casa Bianca che il Congresso, e Trump imponesse una tariffa universale (ma non è chiaro se ci sia la volontà politica di adottare una misura così aggressiva).

Cruciali saranno anche le scelte sull'immigrazione, dal momento che l'aumento della forza lavoro ha permesso di far coesistere una crescita forte e un calo delle pressioni salariali, specie per gli impieghi meno qualificati. L'inasprimento promesso da Trump potrebbe togliere slancio alla crescita e accelerare il deterioramento delle condizioni del mercato del lavoro, mentre l'inflazione da salari – a parità di domanda – potrebbe risalire.

Alla luce del quadro macro, **le nostre indicazioni allocative restano invariate, tranne che per la view sulle obbligazioni governative di USA, Euro core e Italia**, che passa a neutrale.

Nel dettaglio, il giudizio sui Treasury riflette le aspettative eccessivamente ottimistiche sulle politiche monetarie, un livello attuale di tassi reali e *breakeven inflation* inferiore rispetto ai modelli d'equilibrio basati sui fondamentali, oltre che la possibile maggior sensibilità degli investitori ai rischi per la politica fiscale e commerciale connessi alle elezioni.

Abbiamo una *view* neutrale anche sui Bund e sui BTP, in ragione di aspettative di mercato un po' troppo aggressive sull'allentamento monetario e di una disinflazione sui servizi che riprenderà nel quarto trimestre.

Sulle azioni manteniamo un approccio di neutralità, con focus sulle scelte di allocazione settoriale e la selezione dei titoli. Alla vigilia di un momento segnato dall'incertezza che precede molte elezioni, restiamo in vigile attesa di uno storno da sfruttare come opportunità di acquisto.

Mercati obbligazionari

Neutrali, senza sottopesare

I movimenti di mercato delle ultime settimane hanno fatto emergere alcuni aspetti degni di nota: la debolezza dei *risky asset* è stata riassorbita in tempi molto rapidi, come era già successo dopo le elezioni francesi; le attese sull'allentamento della stretta monetaria si sono fatte alquanto aggressive, spingendosi a 200 punti base per la Fed e a 150 per la BCE nei prossimi 12 mesi; la Fed ha confermato il taglio dei tassi, e un *front loading* con un primo taglio di 50 punti base a settembre è possibile.

I mercati hanno corso molto negli ultimi mesi e ricostituire la neutralità potrebbe essere opportuno, ma senza posizioni di sottopeso, alla luce dei perduranti rischi di un incidente finanziario o di un deterioramento macro più severo e di valutazioni non estreme.

Mercati azionari

Europa: recupero dopo la tempesta

Dopo le turbolenze di inizio agosto, il mercato ha recuperato grazie a dati macroeconomici incoraggianti e alla linea *dovish* di Powell a Jackson Hole, e la volatilità è tornata sui livelli di luglio. A livello settoriale, siamo positivi su sanitari, tecnologici e finanziari, mentre il giudizio è negativo su energetici, *automotive* e lusso.

Italia: un approccio neutrale

In vista di una crescita moderata dovuta a politica monetaria meno restrittiva e inflazione in calo, adottiamo un approccio neutrale. Restiamo in sovrappeso sui finanziari, nonostante i prossimi tagli dei tassi, sul lusso e in misura minore sulla tecnologia, mentre sottopesiamo gli industriali, i beni di prima necessità e le società indebitate.

USA: parola d'ordine: diversificazione

In un contesto in cui si prevede un calo della contribuzione dei Magnifici 7 all'EPS e in cui la leva operativa dei FAANGS, pur superiore al resto del mercato, è peggiorata, riteniamo che sia bene ricercare una maggiore diversificazione, sia da un punto di vista settoriale che di singoli titoli. Il *tilt* maggiore è quello verso il settore finanziario, ma siamo costruttivi anche nei confronti di sanità e beni di consumo di base.

Emergenti: Taiwan, Corea e India

Dopo la volatilità di inizio mese legata ai noti sviluppi sui listini giapponesi, i mercati azionari emergenti sono tornati a mostrare una tendenza costruttiva grazie alla retorica accomodante della Fed. Si prediligono i Paesi con dinamiche allineate a temi globali (intelligenza artificiale), come Taiwan e Corea, o sostenuti da una consistente partecipazione da parte degli investitori domestici, come l'India.