



## Decrescita felice

Pur con tempistiche differenti, USA e Area euro si avviano verso una fase di contrazione dell'economia e di ulteriore calo dell'inflazione core, mentre la Cina ha riportato la crescita all'obiettivo e registra una perdurante assenza di pressioni sui prezzi. A livello allocativo, reiteriamo la costruttività sui titoli governativi core e, confortati dalle performance positive dell'ultimo mese sui mercati globali, aggiungiamo un ulteriore grado di fiducia nel giudizio sull'azionario dei Paesi sviluppati.

Dopo un lungo periodo di cautela, **un mese di performance molto positive** sia sui mercati azionari globali che su quelli obbligazionari giustifica un certo ottimismo per il prossimo futuro, anche in vista di un 2024 per cui ci aspettiamo il concretizzarsi di quegli sviluppi macroeconomici che nell'anno che sta per concludersi si sono fatti desiderare.

**Negli Stati Uniti la crescita sembra aver toccato il picco** ma la recessione non si materializzerà prima del terzo trimestre del 2024, mentre **in Area Euro l'economia è di fatto già in stagnazione** e la contrazione dell'attività

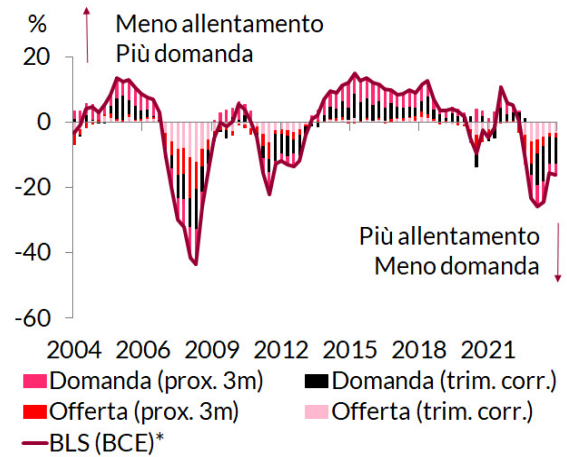
economica sembra imminente. **In Cina le autorità hanno raggiunto l'obiettivo di portare la crescita al target del 5% e ora si limiteranno a dosare gli stimoli al minimo necessario.** Sul fronte dell'inflazione, ci attendiamo un ulteriore allentamento delle pressioni sugli indici core su entrambe le sponde dell'Atlantico, seppur con maggiore velocità in Europa che in America. Per quanto riguarda le politiche monetarie, va sottolineato come la decisione della Federal Reserve di adottare una retorica accomodante nonostante il quadro macro ancora solido abbia ridotto le chance di ulteriori rialzi dei tassi di interesse nel breve termine, mentre la Banca Centrale

Europea potrebbe sorprendere tagliando i tassi forse già nel primo semestre. Alla luce dei previsti sviluppi macro a medio termine, nel comparto obbligazionario **ribadiamo la nostra preferenza per i governativi core come Treasury e Bund**, mentre il **rally iniziato a fine ottobre sui mercati dell'equity ci induce a migliorare a neutrale/positivo il giudizio sui mercati azionari**.

**Crescita.** Nel terzo trimestre, il Pil USA ha accelerato grazie alla domanda domestica finale, con contributi importanti di consumi privati (specie nei servizi), spesa pubblica e scorte. In prospettiva, l'economia potrebbe perdere slancio a causa della correzione di scorte e investimenti, mentre la dinamica delle vendite al dettaglio e le intenzioni di spesa dei consumatori restano molto incoraggianti. I deboli dati delle ultime settimane su mercato del lavoro e indicatori di fiducia delle imprese hanno suscitato una certa discussione, ma a un esame più approfondito si nota che le criticità nella prima componente sono confinate ai settori dei trasporti, delle attività ricreativo-ricettive e manifatturiero, mentre nel secondo caso il calo degli indici ISM di fiducia delle imprese manifatturiere e dei servizi è attribuibile rispettivamente ai recenti scioperi e al calo della sotto-componente sull'occupazione. Pertanto, **riteniamo che i dati di novembre potrebbero non confermare la debolezza emersa a ottobre**. Grazie agli sviluppi costruttivi sul mercato del credito, resi possibili dal fatto che l'inasprimento degli standard creditizi da parte delle banche sembra infatti aver toccato il picco e la domanda dei prestiti un minimo, e grazie al possibile aumento della crescita potenziale connesso al miglioramento della produttività, restiamo convinti che **negli USA la recessione non inizierà prima del terzo trimestre del 2024**.

**L'economia dell'Area Euro sarebbe già in recessione se non fosse per il contributo delle scorte al Pil del secondo trimestre e difficilmente a breve assisteremo a un miglioramento della situazione:** i dati di vendite al dettaglio e produzione industriale indicano la debolezza di domanda e offerta, mentre la balcanizzazione della ripresa globale nel post-Covid penalizza le esportazioni. Le condizioni finanziarie restano molto restrittive (**Grafico 1**) e la domanda e l'offerta di credito rimangono anemiche, mentre dagli indici PMI di fiducia delle imprese arriva un'indicazione coerente con una contrazione della crescita. Per questo, continuiamo ad attenderci una recessione lieve e di breve durata a cavallo fra l'ultimo trimestre dell'anno in corso e il primo del 2024. L'unico fattore di supporto, ancora una volta, è costituito dal mercato del lavoro.

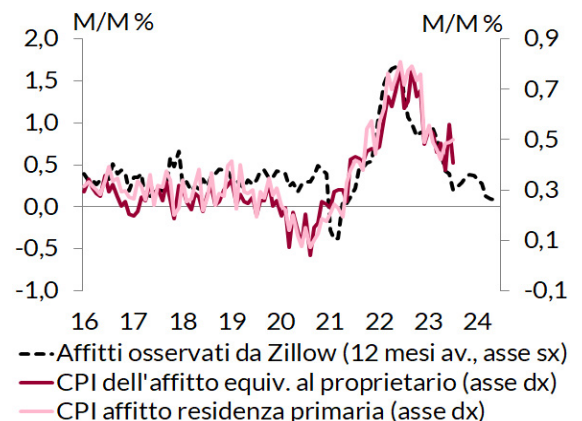
**Grafico 1:** Area Euro, gli standard creditizi restano restrittivi



\*Il grafico mostra i contributi dell'offerta e della domanda di credito alla variazione complessiva degli standard creditizi nell'indagine BCE sul Credito Bancario (BLS). Saldi netti delle imprese e dei consumatori ponderati in egualmisura. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research. Datial20/11/2023

**Inflazione. Negli USA, analogamente a quanto osservato per la crescita, anche sul fronte dell'inflazione il recente calo dei prezzi sembra preludere a un'accelerazione del ciclo che è solo apparente.** La discesa degli indici, soprattutto a livello core, è dovuta a fattori volatili che nel quarto trimestre potrebbero nuovamente accelerare. Sui prezzi dei beni, il rallentamento registrato a ottobre è ricollegabile al dato sulle auto usate: per il futuro, però, l'indebolimento degli effetti base favorevoli farà sì che il trend, pur consolidandosi, prosegua in maniera meno decisa. La disinflazione dei prezzi dei servizi legati al settore residenziale prosegue in modo irregolare, anche se gli indicatori anticipatori e i dati di mercato indicano che l'attenuamento delle pressioni dovrebbe proseguire (**Grafico 2**).

**Grafico 2:** USA, l'inflazione shelter calerà ancora



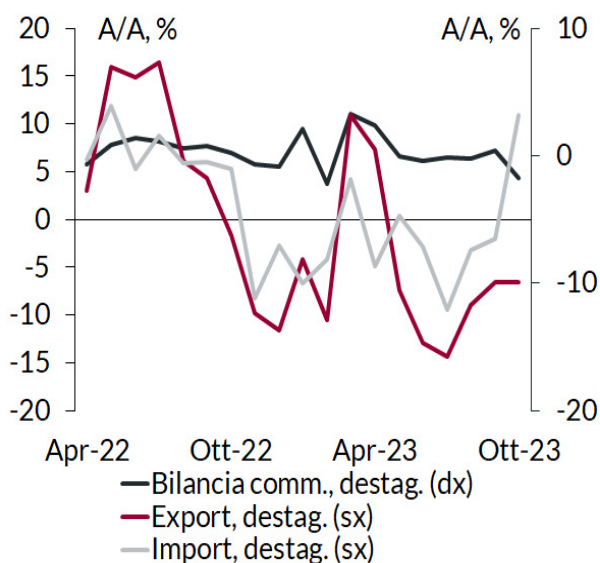
Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research. Dati al 20/11/2023

Per quanto riguarda infine la componente *supercore* dei servizi non residenziali, va notato che il forte calo di ottobre è riconducibile a componenti molto volatili e stagionali come tariffe aeree e alberghiere e attività ricreative; senza di esse, il dato resterebbe in linea con la media da inizio anno. Il mercato del lavoro, peraltro, si conferma un fattore di supporto: i livelli, pur in rallentamento, restano molto sopra quelli pre-pandemici.

**In Area Euro, l'inflazione headline dovrebbe risalire** grazie all'inversione dell'effetto base favorevole sui prezzi dell'energia, **mentre sugli indici core prosegue la discesa degli ultimi mesi.** Su quest'ultima componente ci attendiamo un ulteriore calo per quanto riguarda i beni, come suggerisce il calo dei prezzi alla produzione manifatturiera e delle importazioni, e un allentamento più incerto sul fronte dei servizi, i cui prezzi sono sostenuti dall'accelerazione dei salari e il cui calo richiederebbe un indebolimento ciclico più severo.

**In Cina, la domanda interna è in via di stabilizzazione** grazie a vendite al dettaglio e investimenti in capitale fisso: l'obiettivo di una crescita al 5% appare realistico ma è difficile che l'attività economica acceleri ulteriormente. Il Dragone resta infatti frenato dalle difficoltà del comparto immobiliare, da un export ancora in contrazione (**Grafico 3**) e dalle sorprese al ribasso arrivate dagli indici di fiducia delle imprese. In tema di inflazione, si conferma l'assenza pressoché totale di pressioni sui prezzi; non si prevedono cambiamenti a questo scenario, quantomeno nel breve termine.

**Grafico 3:** Cina, la bilancia commerciale non aiuta la crescita



Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research. Dati al 20/11/2023

**Banche centrali.** Negli USA, nonostante il quadro macro ancora solido, **la Fed dovrebbe essere giunta alla fine del ciclo restrittivo, ma l'assenza di ulteriori rialzi limita lo spazio per un allentamento** futuro. Ci aspettiamo al massimo 50 punti base di tagli nel 2024, rispetto ai 100 attualmente prezzati dal mercato; a dicembre, in caso di sorprese al rialzo sui dati di crescita e inflazione, le proiezioni di tagli nel 2024 potrebbero nuovamente essere riviste. A nostro avviso, tuttavia, la Banca centrale dovrebbe fare attenzione ad assicurarsi di consegnare una stretta sufficiente nei tempi corretti: se l'inflazione non dovesse calare, nei prossimi mesi potrebbe essere costretta ad alzare nuovamente i tassi, con il rischio di perdere la credibilità.

In Area Euro, **la BCE sta progressivamente abbandonando la linea restrittiva e siamo convinti che sorprenderà i mercati aprendo le porte a un allentamento della stretta in tempi brevi**, forse già nel primo semestre; nelle ultime settimane, i mercati sembrano avvicinarsi progressivamente a questa posizione e hanno anticipato al secondo trimestre le attese sul primo taglio ai tassi di interesse.

**La Banca Popolare cinese si mantiene attendista**, dando mostra di non volersi occupare della crisi del settore immobiliare: l'obiettivo del 5% di crescita è stato di fatto raggiunto e i margini di manovra per potenziare gli stimoli sono limitati. Tutt'al più, le autorità potrebbero tagliare i tassi di riferimento di 10 punti base fra 2023 e 2024, per assicurare all'economia un discreto inizio d'anno.

In termini di raccomandazioni allocative, **la principale novità dell'ultimo mese riguarda un'ulteriore, parziale, revisione al rialzo del giudizio sulle azioni.**

Nel contesto macroeconomico descritto, **restiamo costruttivi sui titoli governativi core:** fra Treasury e Bund, la preferenza va a questi ultimi, alla luce delle condizioni di finanziamento più restrittive in Area Euro rispetto agli USA e alla maggiore disciplina fiscale. **Confermiamo la neutralità della view sui BTP**, per cui coesistono elementi di supporto (il superamento dell'esame delle agenzie di *rating* e l'allentamento della stretta della BCE) e alcuni fattori di rischio (valutazioni care rispetto ai modelli di *fair value* di lungo termine, rischi idiosincratichi non prezzati, offerta netta molto elevata nei prossimi anni). **Più conservativo è invece il giudizio sulle obbligazioni societarie investment grade e, in misura ancora maggiore, high yield.**

**Aumenta la costruttività sui mercati azionari di USA e Area Euro:** l'avvio di un *rally* contraddistinto da una buona dispersione settoriale delle performance (con qualche preferenza per i temi *growth*), che peraltro potrebbe proseguire grazie al supporto di una stagionalità tradizionalmente favorevole, suggerisce di abbandonare quelli che potrebbero rivelarsi eccessi di prudenza.

## Mercati obbligazionari

### Preferenza per Treasury e Bund

Alla luce del rallentamento della crescita e del pur lento rientro dell'inflazione, i cicli restrittivi delle Banche centrali sembrano conclusi. In vista dell'atteso proseguimento della discesa dell'inflazione *core*, della perdita di slancio dell'economia e delle elezioni imminenti, tassi USA sopra il 5% potrebbero essere giudicati troppo restrittivi anche in assenza di una recessione, mentre in Europa i mercati prezzano già un rallentamento ciclico. In questo scenario, confermiamo il sovrappeso sui governativi *core* come Treasury e Bund, con una marcata preferenza per la parte breve delle curve, anche in ottica di protezione contro l'eventualità di un incidente finanziario. Sui BTP restiamo neutrali: se da un lato un eventuale sottopeso sarebbe troppo costoso ed è improbabile che emergano tensioni alla vigilia delle elezioni europee, il calo della crescita nominale, il forte debito pubblico e la riluttanza del governo ad adottare politiche fiscali virtuose sconsigliano di incrementare le posizioni. Nell'universo *corporate* resta invariata l'indicazione di cautela, soprattutto per quanto riguarda gli *high yield*, con una netta preferenza per i titoli a più alto merito di credito.

## Mercati azionari

### Europa: cavalcando il rialzo

Nonostante le trimestrali non entusiasmanti, nell'ultimo mese il mercato azionario europeo ha registrato una performance positiva, prezzando rapidamente l'inversione della politica monetaria statunitense e registrando grossi flussi in acquisto sul fattore "growth" e di vendita sui fattori "momentum" e "value". La *view* è positiva sui titoli dei settori *information technology*, beni

discrezionali, *utilities* e telecom, mentre è negativa su *healthcare*, beni di base, industriali ed energetici.

### Italia: finanziari, tecnologia e lusso

In un contesto di indebolimento del ciclo economico, segnali di stress sul credito e aumento dei *profit warning* sul fronte societario, manteniamo un posizionamento cauto in prossimità del *benchmark*, pur nel quadro di un miglioramento del contesto generale per l'azionario dei mercati sviluppati. A livello settoriale, siamo costruttivi su finanziari, tecnologia, lusso e *utilities* integrate, mentre manteniamo il sottopeso su industriali, *utilities* regolate e società indebitate di tutti i settori.

### USA: preferenza per i temi growth

Alla luce del *rally* dell'ultimo mese, che, pur in un contesto di buona dispersione fra i settori, assegna una certa preferenza ai temi *growth*, conserviamo il sovrappeso sul settore tecnologico (soprattutto per quanto riguarda le aziende con forte generazione di cassa, bilanci solidi e valutazioni ragionevoli) e su quello energetico (per bilanciare il sottopeso sugli industriali). Aumenta l'esposizione ai finanziari e si riduce selettivamente quella ai titoli del settore *healthcare*.

### Emergenti: Cina poco brillante

Il mese dei mercati azionari emergenti è stato guidato dalla scommessa sulla fine dei rialzi dei tassi della Fed e favorito dalla debolezza del dollaro. Nonostante una certa volatilità, non vi sono sorprese di rilievo a livello geografico: a consegnare le performance meno brillanti è stata la Cina, penalizzata dagli esiti inconcludenti del vertice di San Francisco fra Xi Jinping e Joe Biden e dalle difficoltà di Alibaba.

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.