



Buone premesse, buoni propositi per l'anno nuovo

L'anno nuovo inizia sotto buoni auspici, sulla scorta del rally iniziato a metà autunno. A livello macro, ci attendiamo che crescita e inflazione continuino a rallentare, in maniera più accentuata in Area Euro che negli Stati Uniti, mentre in Cina la crescita sfiora il potenziale e l'inflazione risale molto debolmente. In questo contesto, la Fed abbandona l'approccio *hawkish* e apre a un aumento del taglio dei tassi nel 2024. A livello allocativo, riportiamo a neutrale la *view* sui governativi *core* e restiamo costruttivi sull'azionario dei Paesi sviluppati.

Il 2024 si apre con la prospettiva di una crescita globale in graduale rallentamento, con l'Area Euro prima e gli Stati Uniti poi che attraverseranno una recessione breve e di lieve entità, mentre in Cina l'attività economica dovrebbe mantenersi su livelli leggermente inferiori al potenziale.

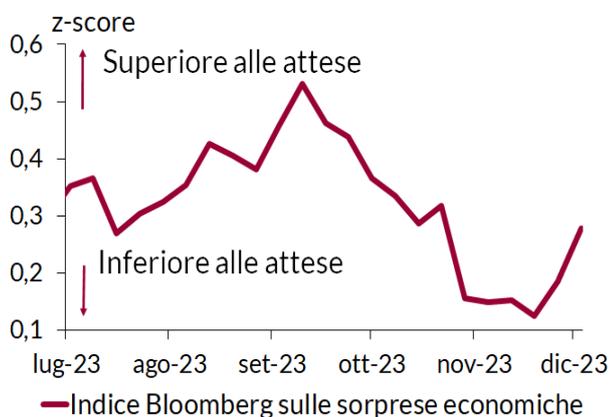
L'inflazione dovrebbe proseguire nel percorso di lenta decrescita nei Paesi Sviluppati (anche in questo caso, più rapida nel Vecchio Continente) e di fiacca risalita in Cina, sebbene non sia certo che i target fissati dalle Banche centrali verranno raggiunti entro fine

anno. Proprio le Autorità monetarie sono state centrali nell'ultimo mese, con la **Federal Reserve** che **ha anticipato l'intenzione di aumentare la portata del taglio dei tassi nel nuovo anno**, mentre la Banca Centrale Europea vede ridursi il margine per lasciare i tassi inalterati e la Banca Popolare Cinese limita gli interventi al minimo necessario per mantenere la crescita a potenziale.

Alla luce di queste considerazioni, **la principale variazione in termini di asset allocation riguarda il giudizio sulle obbligazioni governative core, che passa da positivo a neutrale**, mentre sull'azionario conserviamo il giudizio costruttivo, specialmente nei mercati sviluppati.

Crescita. Negli Stati Uniti prosegue il rallentamento dell'economia, ma in maniera graduale. Come testimonia l'indice Bloomberg sulle sorprese economiche (**Grafico 1**), che misura la differenza tra le aspettative degli economisti sui dati macro e i dati effettivamente pubblicati, i dati negativi di ottobre sulla fiducia delle imprese e sul mercato del lavoro hanno rappresentato un episodio – e non un cambio di passo – nell'ambito di un trend di rallentamento dell'attività che va lentamente consolidandosi.

Grafico 1: USA, la crescita rallenta senza fretta



Fonte: Bloomberg, ANIMA Research. Dati al 18/12/2023

Nell'ultimo mese del 2023, questa tesi è stata suffragata dalla pubblicazione di diversi dati: il contributo al Pil degli investimenti non residenziali è stato rivisto al rialzo, ridimensionando un potenziale rischio al ribasso nella decelerazione della crescita nel 2024, mentre la creazione di nuovi posti di lavoro ha nuovamente accelerato. Dall'indagine ISM sulla fiducia delle imprese emergono segnali di una nuova risalita, che anticipano un ritorno dell'attività in area di espansione nel quarto trimestre, e l'indice ISM di fiducia dei servizi ha registrato un nuovo rimbalzo. Infine, come rilevato da un sondaggio dell'Università del Michigan, anche il *sentiment* dei consumatori è notevolmente migliorato, preannunciando sviluppi positivi per la spesa per consumi. Alla luce di questi fattori, **restiamo convinti che la recessione non si paleserà prima della seconda metà del nuovo anno.**

In Area Euro, di fatto, siamo già in recessione, anche se si tratterà di un fenomeno lieve e di breve durata. A conferma del carattere transitorio e "dolce" della recessione, i consumi privati sono tornati a offrire un contributo positivo alla crescita dopo oltre un anno, gli indici dei direttori agli acquisti delle imprese manifatturiere e dei servizi sono, pur ancora in contrazione, in via di

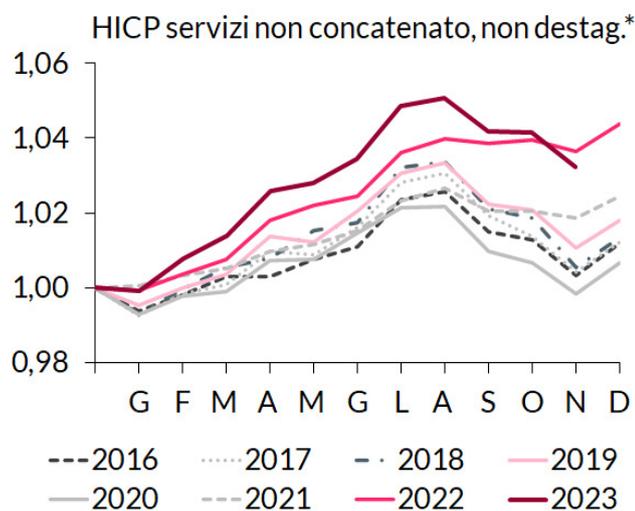
stabilizzazione, e il mercato del lavoro, sempre solido, continua a supportare l'economia. La risalita dei salari, in particolare, non riguarda solo i neoassunti ma anche chi ha già un impiego: un elemento che orienta al rialzo i rischi per la crescita dell'Area Euro.

Inflazione. Negli USA, la disinflazione procede a due velocità: se le pressioni sui beni core al netto dei prezzi delle auto usate rientrano piuttosto rapidamente, quelle sui servizi restano più resilienti. I prezzi dei primi sono diminuiti in modo considerevole per il sesto mese consecutivo, sebbene sia difficile che il calo prosegua sugli stessi ritmi anche nei prossimi mesi. Sul fronte dei servizi residenziali, il trend delle variazioni mensili – pur superiore a quello pre-Covid – sembra sceso sotto il canale 0,6%-0,8%, che aveva preoccupato i mercati nella fase più acuta dell'impennata inflativa. Le pressioni disinflative sul settore dell'*housing* dovrebbero protrarsi almeno per tutto il primo semestre, seppure a un ritmo inferiore a quello registrato sinora e in modo irregolare. L'inflazione "supercore" dei servizi non residenziali, che esclude le componenti più volatili come biglietti aerei e tariffe alberghiere, non ha registrato alcun allentamento da inizio anno e la media mobile a tre mesi è addirittura in accelerazione. Per il prossimo futuro, ci attendiamo che la disinflazione su quest'ultima componente resti limitata da una domanda ancora solida e dalla robusta crescita salariale. **Nel complesso, l'inflazione USA appare in rallentamento, ma in misura inferiore all'Area Euro.**

Nel Vecchio Continente, infatti, a novembre l'inflazione è scesa più del previsto, sia nella componente *headline* che in quella *core*. Per la prima ci aspettiamo, dopo un temporaneo rimbalzo nel breve termine alla luce degli effetti base, un nuovo allentamento almeno fino ad agosto; per la seconda, invece, si registra un calo marcato e ben distribuito fra beni e servizi.

Nel dettaglio, per quanto riguarda i beni intravediamo spazio per ulteriori pressioni al ribasso, ma la novità di maggior rilievo riguarda i servizi, per cui finalmente si registrano i primi segnali incoraggianti. A novembre, l'indice non-destagionalizzato dei prezzi dei servizi core è sceso per la prima volta sotto il livello del 2022 (**Grafico 2 - nella pagina seguente**): al netto di qualche elemento volatile come gli acquisti legati agli sconti del Black Friday, il trend sembra abbastanza consolidato.

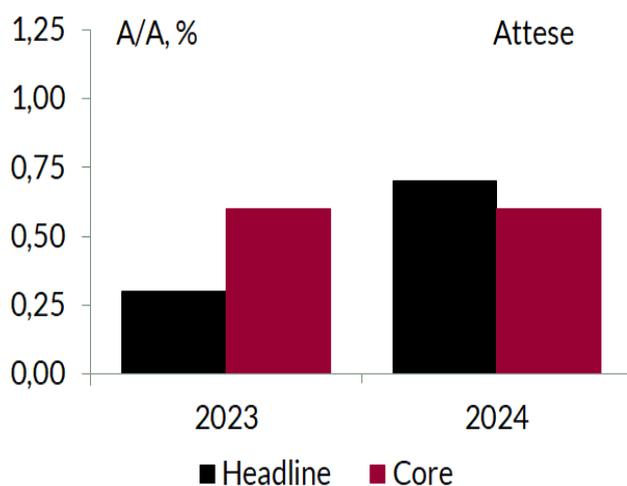
Grafico 2: Area Euro, la disinflazione sui servizi *core* si consolida



Nota: il grafico mostra l'evoluzione dell'indice HICP (Indice armonizzato dei prezzi al consumo) dei servizi in un dato anno senza tenere conto dell'effetto di "concatenamento" tipico degli indici a catena, in cui l'anno di riferimento viene modificato in ogni periodo. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research. Dati al 18/12/2023

Per la Cina, il 2024 si prospetta come un altro anno di transizione: i problemi strutturali che ne affliggono l'economia – dalla crisi del settore immobiliare alle difficoltà dell'export – sono lontani dall'essere risolti e la crescita dovrebbe stentare a mantenersi a potenziale. L'inflazione *headline* risalirà solo modestamente, senza raggiungere il target, mentre l'indice *core* dovrebbe mantenersi su livelli in linea con quelli espressi nel 2023 (**Grafico 3**).

Grafico 3: Cina, inflazione attesa molto bassa anche nel 2024



Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research. Dati al 18/12/2023

Banche centrali. Nella riunione di dicembre, il governatore della Fed Jerome Powell ha aperto per la prima volta con convinzione ad un taglio dei tassi di interesse, portando i *dots* per il 2024 a 75 punti base. L'avvio del ciclo di tagli potrebbe venire anticipato al primo semestre e forse già a marzo, ma restiamo convinti che l'allentamento complessivo sarà inferiore alle attese dei mercati. Va rimarcato come la Fed abbia escluso le condizioni finanziarie dalla propria funzione di reazione: Powell ha detto di volersi concentrare sulla convergenza su livelli coerenti con gli obiettivi di politica monetaria di medio termine e di essere disposto ad accettare alcune fluttuazioni nel breve periodo. Nel complesso, la Fed sembra quindi piuttosto determinata nell'intraprendere un allentamento della stretta per raggiungere un *soft landing*, anche a costo di una certa stabilizzazione dell'inflazione.

La BCE ha espresso, nell'ultimo *meeting* del 2023, una retorica leggermente più *hawkish* delle attese di mercato, ma a nostro avviso Christine Lagarde ha uno spazio limitato per tenere il punto, poiché l'economia dell'Area Euro sta rallentando in modo importante e mantenere i tassi di interesse a questo livello non sarà facile.

La Banca Popolare Cinese, alle prese con un'economia a potenziale e con problemi strutturali, è restia a interventi drastici: i tassi di interesse potrebbero venire tagliati solo marginalmente per non creare squilibri finanziari e anche la politica fiscale deve essere calibrata con attenzione per preservare la stabilità del debito.

Alla luce di queste considerazioni, le nostre raccomandazioni allocative sono state parzialmente riviste, soprattutto per quanto riguarda le obbligazioni.

La *view* sui governativi *core* – su entrambe le sponde dell'Atlantico – torna tatticamente neutrale, in virtù del forte *rally* che ha interessato l'ultima parte del 2023 e allo scopo di prendere profitto sulle posizioni sovrappesate di duration che detenevamo da tempo, specie alla vigilia di un periodo tradizionalmente caratterizzato da forte illiquidità. Sui titoli di Stato italiani il giudizio non subisce variazioni e resta neutrale. Immutata anche la valutazione prudente sulle obbligazioni societarie, con preferenza per l'*investment grade* rispetto all'*high yield*. Non si registrano novità nemmeno per quanto riguarda le azioni, per cui la *view* resta costruttiva, specie sui Mercati Sviluppati: fra gli elementi di supporto si aggiungono, oltre al contesto macro, anche l'approccio *dovish* della Fed e l'atteggiamento degli investitori, condizionato dalla paura di perdersi opportunità d'investimento interessanti.

Dopo una prima parte dell'anno piuttosto positiva, nel secondo semestre potrebbe seguire una lieve fase di debolezza e volatilità. In ogni caso, resta importante monitorare con attenzione eventuali mutamenti di percezione relativi alla crescita.

Mercati obbligazionari

Navigazione a vista

Se da un lato le Banche centrali hanno espresso l'intenzione di adottare un approccio più accomodante, dall'altro il mercato si è spinto ben oltre: i *future* sui Fed Funds prezzano circa 140 punti base di tagli nel 2024, a fronte dei 75 indicati dalla Fed. Inseguire i mercati non sembra opportuno e si potrebbe piuttosto valutare una presa di profitto tattica sui sovrappesi di lungo corso, con l'obiettivo di tornare a incrementare le posizioni a livelli più allettanti. Lo stesso discorso vale per i Bund. Tuttavia, con tassi reali positivi e il rischio mai sopito di un incidente finanziario, non si possono prendere in considerazione posizioni corte.

In Italia, l'atteggiamento poco collaborativo del governo verso la UE potrebbe, in un contesto di debolezza dei fondamentali, penalizzare i BTP nel medio termine. Tuttavia, è improbabile che nell'anno delle elezioni europee Bruxelles adotti una linea dura verso Roma.

Sul fronte del credito, gli spread hanno raggiunto livelli molto compressi, i fondamentali creditizi sono in deterioramento e dalla BCE possiamo aspettarci un allentamento della stretta monetaria ma non una linea aggressivamente espansiva. Per questo rimaniamo neutrali, ma con un orientamento maggiormente prudente, anche in vista del sovraccarico di nuove emissioni che tradizionalmente caratterizza gennaio.

Mercati azionari

Europa: growth e small-mid cap

La fine del 2023 ha visto la prosecuzione del rally iniziato a fine ottobre, grazie alla pausa nel ciclo di rialzi

dei tassi di interesse da parte delle Banche Centrali, alla moderazione dell'inflazione e alla stagionalità favorevole. Il brusco calo dei rendimenti è stato l'ingrediente chiave per la rotazione verso il fattore *growth* e verso le Small&Mid Cap. In termini settoriali, siamo costruttivi su tecnologia, beni discrezionali, *utilities* e finanziari, mentre abbiamo una posizione di sottopeso su salute, beni di base, industriali ed energetici.

Italia: sulla scorta del rally

A novembre il mercato italiano ha fatto registrare performance positive, sia per il FTSE MIB che per il FTSE Italia Mid Cap. Nonostante i titoli bancari abbiano sostenuto i risultati societari del terzo trimestre, l'aumento dei *profit warning*, il peggioramento del quadro economico e le pressioni inflazionistiche sconsigliano, in prospettiva, eccessivi entusiasmi. A livello settoriale, la *view* è positiva su finanziari, lusso, tecnologia e *utilities* integrate; negativa su industriali, *utilities* regolate e società indebitate dei vari settori.

USA: sovrappeso su tech ed energetici

In un contesto globale che resta molto favorevole, conserviamo il sovrappeso sul settore tecnologico - con una preferenza per le società generatrici di cassa, con bilanci solidi e valutazioni ragionevoli - e su quello energetico, per controbilanciare il sottopeso nel comparto dei prodotti industriali. Per incrementare le posizioni attendiamo una migliore revisione degli utili delle società dei comparti più difensivi.

Emergenti: luci ed ombre (cinesi)

In uno scenario di sostanziale continuità con il mese precedente, in considerazione dello scenario globale il focus continua a concentrarsi sulle economie più resilienti verso la crescita domestica e che beneficiano della riduzione dei tassi reali, e meno sulla Cina, dove i dati macro evidenziano un marcato rallentamento della congiuntura.

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.