



Timone al centro

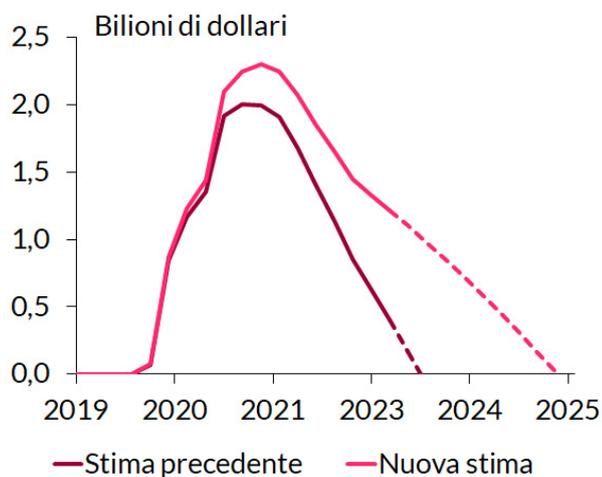
Il quadro macroeconomico globale si fa sempre più articolato: negli USA siamo in presenza di una crescita solida e di una disinflazione sui beni *core* che rallenta, mentre nell'Area Euro l'attività va verso la recessione e le pressioni sui prezzi *core* continuano ad allentarsi e in Cina l'economia rallenta meno del previsto e l'inflazione resta bassa. In questo contesto, manteniamo la preferenza per i titoli di Stato *core* e riportiamo da prudente a neutrale il giudizio sull'*asset class* azionaria.

Nell'affrontare un tratto di navigazione ad alto tasso di incognite, di cui non si conoscono né la direzione dei venti né la forza delle correnti, mantenere il timone al centro può rappresentare una buona strategia per tenersi pronti a cambiare direzione per sfruttare le circostanze nel modo più favorevole. **La solidità dell'economia statunitense ci porta a posticipare l'inizio della recessione a non prima del terzo trimestre del 2024, mentre in Area Euro l'attività si trova già in una fase di stagnazione ed è prossima alla contrazione.** L'inflazione continuerà a calare, nella sua componente *core*, su entrambe le sponde dell'Atlantico, ma in modo lento e volatile e

con una certa convergenza fra USA ed Europa. La Federal Reserve ha deciso di lasciare i tassi invariati nella sua ultima riunione di novembre e le possibilità di un rialzo a dicembre, seppure non da escludere, sono notevolmente diminuite; anche la Banca Centrale Europea ha deciso di non alzare i tassi, e in futuro continuerà a farsi guidare esclusivamente dai dati. Pur non fornendo indicazioni su eventuali tagli, il tono è apparso leggermente più cauto rispetto a settembre. In Cina, dove l'economia ha rallentato meno del previsto e l'inflazione resta su livelli molto bassi, le Autorità interverranno solo nella misura sufficiente a mantenere la crescita a potenziale.

Crescita. Negli USA l'economia resta molto vitale. In particolare, è stata rivista al rialzo la stima sui risparmi in eccesso rapportati al potenziale di spesa, che sono aumentati di circa \$500 miliardi rispetto al trend pre-Covid. Oggi stimiamo che gli americani abbiano risparmi in eccesso per un totale di \$1200 miliardi; inoltre, analizzando i dati, si nota che queste risorse vengono spese, su base mensile, più lentamente delle attese. Al trend attuale, lo stock di risparmi in eccesso dovrebbe esaurirsi non prima della fine del 2024 (**Grafico 1**).

Grafico 1: USA, forte revisione al rialzo nelle stime sui risparmi in eccesso



Nota: il grafico mostra le stime sui risparmi in eccesso delle famiglie rispetto al trend 2014-2019 prima e dopo l'ultima revisione. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

Confermano il buono stato di salute dell'attività economica anche l'aumento del reddito disponibile, la crescita della spesa per consumi personali e le sorprese al rialzo sul fronte delle vendite al dettaglio in diversi settori.

Gli sviluppi sono favorevoli anche a livello *top-down*: il settore manifatturiero conferma le nostre attese di ripresa e gli indicatori anticipatori puntano verso un ritorno in territorio espansivo entro fine anno, mentre quello dei servizi beneficia del supporto di fondamentali ancora solidi.

Resta importante, poi, l'apporto del mercato del lavoro: le nuove posizioni aperte continuano ad aumentare, la domanda di lavoro è ancora molto forte e il rapporto fra impieghi vacanti e disoccupati è risalito.

Anche il dato sul Pil, infine, ha sorpreso al rialzo: per il terzo trimestre il Bureau of Economic Analysis ha rilevato un dato preliminare di crescita del 4,9% su base trimestrale, più del doppio del livello potenziale (che è pari all'1,8%).

Per tutti questi motivi, abbiamo ulteriormente differito l'ingresso in recessione dell'economia USA al terzo trimestre del 2024.

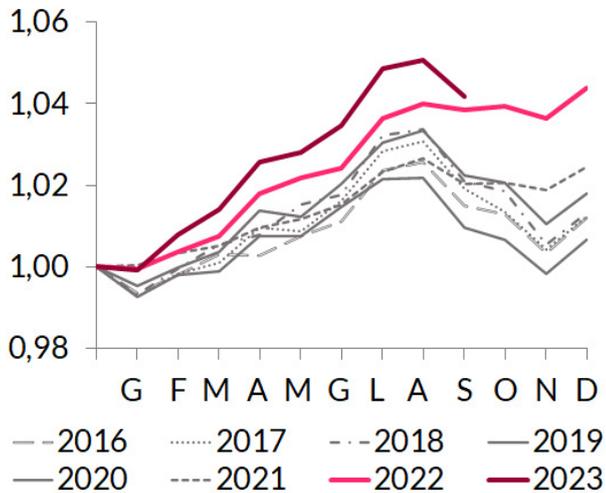
In Area Euro ci aspettiamo che la crescita si mantenga stagnante nel terzo trimestre 2023, per poi entrare in recessione a cavallo fra l'ultimo quarto dell'anno in corso e il primo di quello successivo. L'andamento della produzione industriale sarebbe già piatto se non fosse per il dato dell'Irlanda, viziato da una forte volatilità e da elementi legati alla stagionalità. Anche sul fronte della domanda gli ultimi sviluppi non sono confortanti: i consumi per servizi sembrano aver esaurito la fase di effervescenza seguita alla fine dei *lockdown* e puntano a zero, e anche le vendite al dettaglio registrano una decelerazione costante rispetto al trend pre-Covid. A contrastare almeno in parte queste dinamiche c'è la risalita del reddito disponibile in termini aggregati, sostenuta dalla crescita – sempre in aggregato – del reddito da lavoro.

Inflazione. Negli Stati Uniti, la vischiosità dei prezzi continua a rallentare il processo disinflativo in diverse componenti. Ci aspettiamo che l'inflazione sui beni *core* continui a scendere, ma con alcuni rischi al rialzo riconducibili al previsto indebolimento dell'effetto base sui prezzi delle auto usate, che aveva fornito un contributo importante alla decelerazione degli ultimi mesi. Gli ottimi dati sulla domanda domestica, inoltre, impediscono che le pressioni ribassiste si trasmettano all'indice *supercore*, relativo ai prezzi dei servizi non residenziali al netto delle componenti più volatili come le assicurazioni sanitarie o le tariffe aeree e alberghiere. Sul fronte dei servizi residenziali, infine, l'accelerazione dei prezzi registrata a settembre è stata trainata dagli affitti figurativi e non dovrebbe preoccupare la Fed, tanto più che gli indicatori anticipatori segnalano che nei prossimi mesi le pressioni al ribasso dovrebbero consolidarsi ulteriormente.

Anche l'inflazione dell'Area Euro dovrebbe continuare nel percorso di rallentamento lento, ma con dinamiche differenti: l'indice *headline*, che all'inizio dell'autunno era stato interessato da un calo piuttosto netto, potrebbe risalire nei prossimi mesi a causa delle pressioni sulla componente energetica. A livello *core*, se da un lato sembra ormai acquisito il trend disinflativo sui beni, il cui indice è ormai da mesi su livelli inferiori a quelli del 2022, si registrano segnali positivi anche sul fronte dei servizi, il cui dato di settembre ha iniziato ad avvicinarsi – in termini non destagionalizzati – a quello dell'anno scorso (**Grafico 2 - nella pagina successiva**).

Grafico 2: Euro Area, i prezzi dei servizi core hanno toccato il picco?

HICP servizi non concatenato, non destagion.*

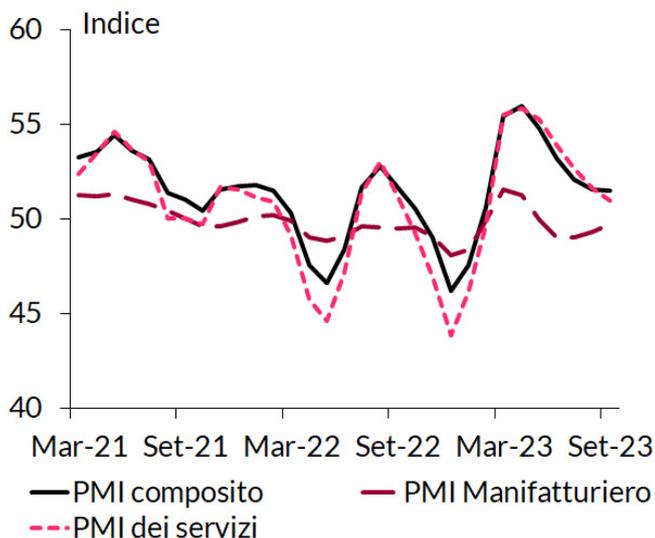


*Nota: il grafico mostra l'evoluzione dell'indice HICP (Indice armonizzato dei prezzi al consumo) in un dato anno senza tenere conto dell'effetto di "concatenamento" tipico degli indici a catena, in cui l'anno di riferimento viene modificato in ogni periodo. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research. Dati al 23/10/2023

Tuttavia, il processo disinflativo resta nel complesso lento, in assenza di un indebolimento ciclico più severo e alla luce delle pressioni salariali.

In Cina, l'attività economica ha rallentato meno del previsto e il Pil è cresciuto nel terzo trimestre, ma a nostro avviso non possiamo attenderci ulteriori accelerazioni: gli indicatori di fiducia sembrano puntare a una certa stabilizzazione (**Grafico 3**) e anche le Autorità paiono intenzionate a mantenere la crescita a potenziale.

Grafico 3: Cina, ripresa economica ancora lontana



Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research. Dati al 23/10/2023

Banche centrali. Nonostante l'inasprimento delle condizioni finanziarie e l'acuirsi delle tensioni geopolitiche, ci aspettiamo che la Fed non alzi i tassi neppure a dicembre.

Anche se rimaniamo dell'idea che il contesto macroeconomico inviti ancora alla prudenza e possa giustificare un ulteriore rialzo, non si può ignorare il clima "accomodante" all'interno del FOMC; in questa sede, l'alternativa a un nuovo rialzo potrebbe essere rappresentata dalla rinuncia a uno dei due tagli annunciati per il 2024, quando la Fed potrebbe rivedere al ribasso il costo del denaro per non più di 50 punti base e comunque nella seconda metà dell'anno. Nel complesso, la Banca Centrale mantiene un'attenzione più marcata per il medio-lungo termine, motivo per il quale non si possono escludere eventuali aggiustamenti se necessari.

Nella riunione di ottobre, la BCE ha lasciato inalterati i tassi di interesse per la prima volta dopo 10 rialzi, ma Christine Lagarde ha chiarito che è ancora presto per parlare di picco: la Banca Centrale continua a prendere le proprie decisioni solo sulla base dei dati di crescita e di inflazione e al momento ritiene che sia ancora presto per adottare un approccio più orientato al lungo termine, basato sulla *forward guidance*, così come per parlare di un eventuale ciclo di tagli. Tuttavia, per il prossimo futuro non escludiamo la possibilità di sorprese dal lato *dovish*, né che la BCE possa discutere di un eventuale taglio prima di quanto si aspetti il mercato.

In Cina, i dati più confortanti sulla crescita tratterranno le Autorità dall'intervenire con troppa forza, evitando così conseguenze negative per lo yuan. Continuiamo ad aspettarci un taglio di 10 punti base da parte della Banca Popolare Cinese entro fine anno.

In questo contesto abbiamo apportato alcune variazioni alle nostre indicazioni allocative, soprattutto per quanto riguarda le azioni.

Sul fronte delle obbligazioni, continuiamo a vedere valore per i titoli governativi di Stati Uniti e Germania e manteniamo la preferenza per la parte breve della curva. Nonostante Fed e BCE abbiano virtualmente concluso (o quasi) i rispettivi cicli rialzisti, il livello dei rendimenti sulla parte breve delle curve è troppo interessante per rimanere fuori da questi mercati, o anche solo sottopesati.

Il giudizio sui BTP è neutrale, in considerazione delle criticità in tema di crescita, conti pubblici e deficit. Questi fattori, però, sono controbilanciati da un *carry* molto

potente, dalla solida domanda *retail* e dal fatto che i fondamentali di crescita e debito, pur in deterioramento, non siano seriamente compromessi, oltre che dall'assenza di politiche aggressive verso l'Unione Europea. **Nell'universo *corporate* continuiamo a essere prudenti e a preferire i titoli a più alto merito di credito.**

In ambito azionario, il nostro giudizio passa da leggermente negativo a neutrale, in considerazione dei livelli raggiunti, degli aspetti macroeconomici e della stagionalità tendenzialmente favorevole per l'*equity*. Benché non sia facile individuare i *catalyst* di un eventuale recupero, riteniamo che – a meno di imprevedibili deterioramenti sul fronte della crescita – sia preferibile aumentare il livello dell'investito e abbandonare le posizioni più negative.

Mercati obbligazionari

Nei governativi *core* c'è ancora valore

In un contesto caratterizzato da un inasprimento delle condizioni finanziarie, rinnovate tensioni geopolitiche e diversi altri fattori di rischio, fra cui il riavvio dei pagamenti sul debito studentesco, la dis-inversione della curva dei rendimenti è stata molto violenta: puntare aggressivamente su un ulteriore irripidimento potrebbero essere poco opportuno. Nel complesso, i livelli dei tassi sono interessanti e la tentazione di aumentare l'esposizione c'è, soprattutto in Area Euro. I lunghi anni di tassi bassi hanno permesso a molte aziende di rifinanziare il debito, ma la disperata caccia al rendimento potrebbe aver condotto ad assumere rischi eccessivi e potrebbe porre le premesse per un incidente finanziario.

Alla luce di queste considerazioni, restiamo costruttivi sui governativi *core* (specie nella parte breve delle curve) e prudenti sui BTP, su cui pesano le incognite della finanziaria e del giudizio delle agenzie di *rating*, oltre all'indebolimento della crescita. Tuttavia, bisogna ricordare che l'allargamento degli *spread* ha riguardato anche altri Paesi come Francia e Spagna e sembra improbabile un avvitamento della situazione nell'anno delle elezioni europee.

Nei mercati del credito, che scontano il momento di crescita anemica, restiamo cauti e continuiamo a preferire l'*investment grade* rispetto all'*high yield*.

Mercati azionari

Europa: fase di debolezza

L'ultimo mese ha portato una fase di debolezza sui mercati azionari europei, a causa di una stagione degli utili deludente e dell'esplosione delle tensioni geopolitiche in Medio Oriente. Nel corso del mese abbiamo continuato ad aumentare la componente difensiva del portafoglio, riducendo l'esposizione ai settori bancario e assicurativo nella componente ciclica. Siamo positivi sui settori *healthcare*, *telecom*, energetico e assicurativo, mentre il giudizio è negativo su industriali e beni discrezionali.

Italia: un approccio ancora cauto

In un contesto segnato dall'incertezza sull'evoluzione di crescita e inflazione, tassi ancora alti e dai primi segnali di stress sul credito, conserviamo un approccio prudente. La *view* è positiva su finanziari, *utilities* integrate, lusso e tecnologia, mentre l'indicazione è di sottopeso per industriali, *utilities* regolate e società indebitate dei vari settori.

USA: sovrappesati su *tech* ed energia

Rispetto allo scorso mese, abbiamo alleggerito il peso del settore dei materiali di base e dei consumi sia ciclici che non ciclici, aumentando quello di farmaceutici e *tech*. In attesa di un miglioramento della revisione degli utili delle aziende dei comparti più difensivi, restiamo sovrappesati su tecnologici ed *energy*, controbilanciando il sottopeso sugli industriali.

Emergenti: valutazioni compresse

In uno scenario caratterizzato da crisi internazionali e da uno scarso supporto offerto dai fattori macroeconomici globali, l'aggiustamento del premio al rischio ha portato a una compressione delle valutazioni, incoraggiandoci ad essere investiti. In Cina, dove il mercato ha patito l'impatto di alcune storie specifiche (ad esempio nel settore immobiliare), gli sviluppi non sono particolarmente costruttivi.

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.