



## In viaggio, ad alta quota

La crescita globale registra un quadro eterogeneo: l'economia statunitense è in salute, quella dell'Area Euro in graduale peggioramento e quella cinese stenta a riprendersi dopo mesi di difficoltà. L'inflazione invece continua a calare nei mercati sviluppati, ma con qualche ritardo negli USA per la componente dei servizi. Mentre Fed e BCE si preparano ad entrare nella fase di *plateau* e di tassi più alti più a lungo, restiamo costruttivi sui titoli di Stato *core*, mantenendo un atteggiamento più cauto sulle azioni.

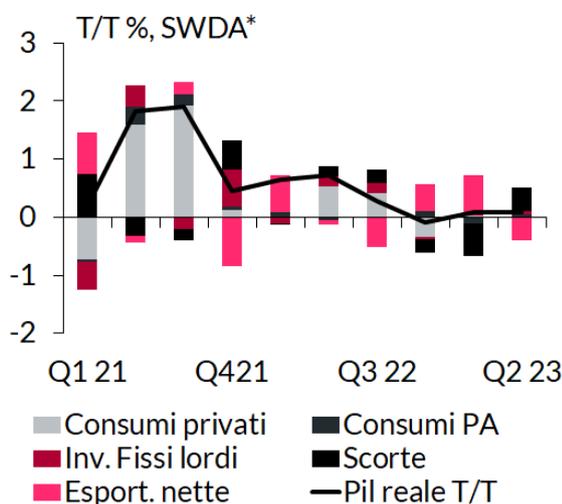
Come un aereo che ha terminato la fase di salita e raggiunto la quota di crociera, **le principali Banche centrali dei Paesi sviluppati sembrano ritenere adeguato l'attuale livello dei tassi, e si preparano a tenerli alti a lungo.** Il nuovo assetto – come per tutte le manovre – richiede di fare il punto su direzione, velocità e aggiustamenti di rotta. Sul fronte della crescita, l'ultimo mese ha certificato la **resilienza dell'economia statunitense**, spingendoci a posticipare l'inizio della recessione a non prima del secondo semestre del 2024. **In Area Euro, invece, l'attività economica dovrebbe iniziare a contrarsi già nell'ultimo quarto del 2023, mentre la Cina**

**è ancora alle prese con diversi ostacoli** sia ciclici, sia strutturali. Non vi sono sviluppi particolarmente significativi per quanto riguarda l'inflazione, che nei Paesi sviluppati continua a calare nella componente *core*, sebbene la dinamica dei prezzi dei servizi negli Stati Uniti si stia dimostrando ancora più resiliente delle attese. In questo contesto, Federal Reserve e Banca Centrale Europea sembrano aver raggiunto il picco di *hawkishness*, ma si preparano a lasciare i tassi a lungo su questi livelli. La Banca Popolare Cinese, invece, è impegnata a mantenere la crescita intorno al potenziale, ma al tempo stesso sembra consapevole dei propri limiti.

**Crescita. Negli Stati Uniti prosegue la fase positiva dell'economia:** la crescita si mantiene al di sopra del potenziale, come dimostra il *tracker* della Fed di Atlanta, secondo cui il Prodotto Interno Lordo statunitense potrebbe aver registrato un'espansione del 4% nel terzo trimestre. **La vivace attività economica è supportata innanzitutto dalla domanda domestica**, nelle componenti dei consumi privati, che da tre mesi registrano un'accelerazione della spesa personale per beni e servizi, e degli investimenti aziendali, soprattutto nel settore non residenziale. **Anche l'altro pilastro dell'economia, il mercato del lavoro, rimane solido:** il recente indebolimento registratosi nel settore pubblico era probabilmente dovuto a tensioni temporanee legate all'eventualità di uno *shutdown* ed è stato recuperato, mentre la creazione dei posti di lavoro continua a crescere ed è tornata in linea con la media pre-Covid. Infine, così come il reddito da lavoro, anche **la qualità dei bilanci delle famiglie americane** – per cui si segnala un calo del rapporto fra indebitamento e reddito disponibile – contribuisce a far sì che l'economia statunitense vada verso la recessione a un ritmo molto lento e in maniera graduale. **Per tutti questi motivi, abbiamo rivisto al rialzo le nostre stime;** ci aspettiamo che la crescita raggiunga il picco nel terzo trimestre per poi disegnare una parabola discendente ed entrare in territorio recessivo non prima del secondo trimestre del 2024.

**In Area Euro il barometro punta al ribasso:** i dati relativi al secondo trimestre ci mostrano che **l'Eurozona sarebbe entrata in recessione già prima della metà dell'anno se non fosse stato per l'apporto – decisivo – delle scorte** (Grafico 1).

**Grafico 1:** Senza scorte l'Area Euro sarebbe già entrata in recessione



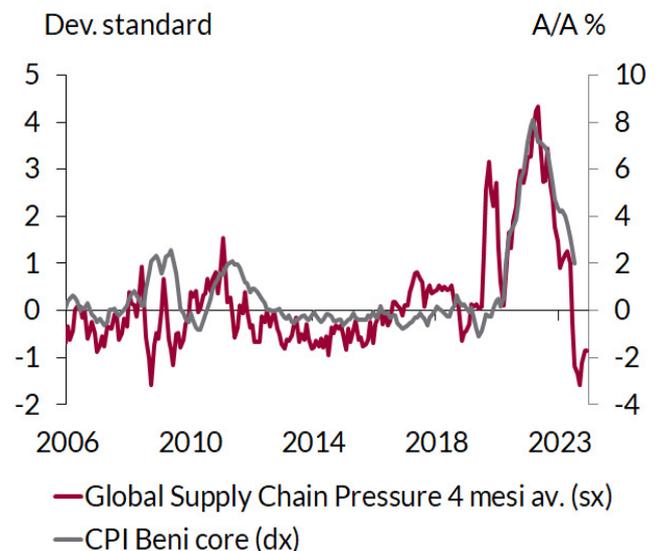
Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research. Dato al 25/09/2023  
\*Seasonally working day adjusted

La domanda interna è contraddistinta dalla perdita di slancio della spesa nelle varie categorie di beni e dalla tenuta di quella per servizi, che però è vicina al picco, mentre dal lato dell'offerta si registra il rapido calo della produzione industriale. La crescita astenica delle maggiori economie mondiali, peraltro, è destinata a togliere forza alla domanda estera, che nel post-Covid penalizza particolarmente le economie aperte a forte base manifatturiera come, ad esempio, quella della Germania.

Fra i (pochi) fattori di supporto merita di essere citato il mercato del lavoro, che registra un aumento della forza lavoro complessiva e quindi della capacità di spesa dei consumatori in termini aggregati: anche per questo ci attendiamo che la recessione – che pure si avvicina piuttosto celermente – sia breve e di modesta entità.

**Inflazione. Negli Stati Uniti, la dinamica dei prezzi continua a raffreddarsi ma a un ritmo più lento.** I dati sull'inflazione di agosto sono stati più forti del previsto e le pressioni diffuse; nel breve termine, inoltre, prevediamo rischi al rialzo per l'indice *headline* indotti dall'attenuazione degli effetti base favorevoli, dalle limitazioni all'offerta e dall'impatto di El Niño. Nella componente *core* si segnala che sui prezzi dei beni, pur tornati sui livelli pre-pandemici, iniziano a presentarsi alcuni rischi al rialzo e che il trend disinflazionistico potrebbe essere in via di rallentamento, come suggeriscono gli indicatori anticipatori relativi alle pressioni sulle catene di fornitura globali (Grafico 2).

**Grafico 2:** USA, la disinflazione sui beni *core* inizia a perdere slancio?



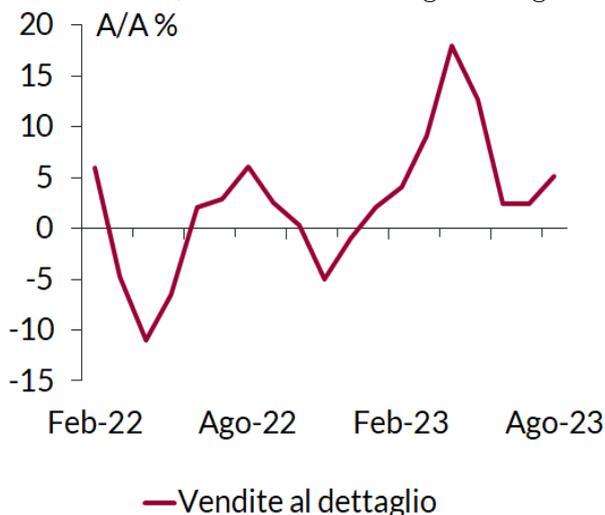
Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research. Dato al 25/09/2023

Sul versante dei servizi *core*, invece, occorre distinguere fra i prezzi nel settore residenziale, per cui prevediamo un intensificarsi delle pressioni al ribasso nei prossimi mesi, e quelli dei servizi non immobiliari, che invece continuano a crescere a un ritmo sostenuto, certamente non soddisfacente per la Fed. Vi sono inoltre alcuni rischi al rialzo supportati da diversi fattori, dalla tonicità dell'economia alle forti pressioni salariali, ricordando inoltre che da ottobre le tariffe delle assicurazioni sanitarie saranno ricalcolate e torneranno a fornire un contributo positivo. Nel complesso, dunque, **il nostro scenario base prevede ancora una generale tendenza disinflazionistica, ma meno ripida che in passato, e con rischi al rialzo.**

**In Area Euro, invece, nei prossimi mesi dovremmo assistere a un prolungamento del trend ribassista sui beni core, mentre l'inflazione sui servizi si mantiene decisamente più vischiosa**, nonostante i primi, timidi, segnali di picco, forniti, ad esempio, dai dati sulla componente svago e cura personale. Nei prossimi mesi – per cui è ragionevole aspettarsi un ulteriore calo delle pressioni sulle componenti legate alla domanda stagionale di servizi turistici e ricreativi – la disinflazione sui prezzi dei servizi dovrebbe continuare, ma questo movimento al ribasso potrebbe essere contenuto dalla solidità del mercato dal lavoro e dalle conseguenti robuste pressioni salariali.

**In Cina si registrano i primi segnali di una certa stabilizzazione dell'economia**, derivanti dai discreti dati sulle vendite al dettaglio (**Grafico 3**) e produzione industriale.

**Grafico 3:** Cina, le vendite al dettaglio risalgono



Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research. Dato al 31/08/2023

Tuttavia, **l'economia del Dragone continua a navigare ostacolata da forti venti di testa strutturali**

che ne frenano la crescita: la fiducia dei consumatori è molto bassa, il commercio con l'estero stenta a riprendersi e il settore immobiliare, dove la leva resta molto alta e il prezzo delle case è in calo, rappresenta ancora un problema. Sul fronte dei prezzi, l'inflazione *headline* resta prossima allo zero, mentre le pressioni rialziste sui servizi *core* sono riconducibili in gran parte alla stagione favorevole per il turismo.

**Banche centrali. La Fed non ha intenzione di abbandonare la linea hawkish ma sta spostando l'attenzione dal breve al medio-lungo termine.** Al netto del possibile aumento dei tassi nel *meeting* di novembre – che continuiamo a ritenere probabile, seppur con meno convinzione rispetto al recente passato –, ora il focus è concentrato soprattutto sulle tempistiche e le modalità dei tagli futuri: le indicazioni sull'allentamento monetario nel 2024 potrebbero essere riviste ulteriormente al ribasso, mentre il dibattito sull'opportunità di un rialzo del tasso sui Fed Funds di lungo termine dovrebbe intensificarsi. Tuttavia, ci aspettiamo che la Fed, per ottenere l'auspicato rallentamento dell'economia, preferisca battere la prima strada piuttosto che la seconda.

La Banca Centrale Europea, che può contare su un'economia in rallentamento e su un'inflazione dei servizi che sembra prossima al picco, non esclude ulteriori rialzi dei tassi, ma si tratta di un'eventualità che al momento appare piuttosto improbabile. Se, come ci aspettiamo, i dati sull'attività dei prossimi mesi porteranno a importanti sorprese al ribasso, **la BCE potrebbe anche prendere in considerazione di tagliare i tassi già prima di giugno.**

La Banca Popolare Cinese, infine, è consapevole che per risollevare le sorti dell'economia, alle prese con i già citati problemi strutturali, non basterà ridurre i tassi e d'altro canto sa che un intervento eccessivo sarebbe rischioso per lo yuan e la stabilità finanziaria. In questo contesto, ci attendiamo che si mantenga accomodante e che entro fine anno si limiti a tagliare i tassi di 10 punti base.

Alla luce degli sviluppi macroeconomici descritti, **la nostra asset allocation conferma in gran parte le indicazioni espresse a settembre.**

In ambito obbligazionario, **reiteriamo la view costruttiva sui titoli di Stato di USA e Germania, con una preferenza per la parte breve della curva** in considerazione dell'avanzamento dei cicli di politica monetaria. In Italia, il deterioramento delle prospettive di crescita e il tema della sostenibilità dei conti pubblici ci induce a portare

a neutrale il giudizio sui BTP, pur sostenuti da una forte domanda *retail*. Sui mercati delle obbligazioni societarie, invece, non ci allontaniamo dalla marcata preferenza per le emissioni *investment grade* rispetto a quelle del segmento *high yield*, in ragione dell'avvicinarsi della recessione e dei buoni rendimenti offerti da altre *asset class* meno rischiose.

**Per quanto riguarda le azioni, restiamo prudenti** sui mercati statunitense, europeo e italiano, in attesa di cogliere opportunità legate a un possibile *rally* nei prossimi mesi, che potrebbe essere favorito dalla resilienza della crescita e dalla fine del ciclo restrittivo della Fed. Alla luce del rafforzamento del dollaro, **il giudizio sull'*equity* emergente passa a neutrale**, in coerenza con quello espresso per Cina e Giappone.

## Mercati obbligazionari

### Pressioni al rialzo sui rendimenti

L'ultimo mese è stato caratterizzato da nuove pressioni al rialzo sui rendimenti obbligazionari, a partire da quelli dei Treasury statunitensi. Fra le ragioni di questo indebolimento vi sono la resilienza dell'attività, la perdurante aggressività della Fed – sintetizzabile nella parola d'ordine *higher for longer* – e l'aumento dell'offerta netta di titoli di Stato, oltre al *downgrade* del rating deciso da Fitch. Il movimento al rialzo sui rendimenti si è trasmesso ai titoli di Stato di altre aree, compresi i governativi *core* dell'Area Euro e quelli italiani: il *trading range* in cui i tassi decennali si muovevano da inizio anno è stato rotto al rialzo negli Usa ed è a serio rischio in Europa. In questo scenario, e in ottica di protezione contro rischi di coda come, ad esempio, un incidente finanziario, confermiamo la *view* costruttiva sui governativi *core* ma con una forte preferenza per le parti brevi delle curve su entrambe le sponde dell'Atlantico. La *view* sui BTP passa da cautamente costruttiva a prudente per le considerazioni espresse sul previsto deterioramento della crescita e lo stato di salute dei conti pubblici, anche se al momento non ci attendiamo che la situazione possa peggiorare improvvisamente. Nell'universo del credito, continuiamo ad assegnare una netta preferenza all'*investment grade* rispetto all'*high yield*.

## Mercati azionari

### Europa: aumenta il peso dei settori difensivi

L'andamento laterale che ha caratterizzato l'ultimo mese è stato accompagnato da una forte volatilità, dovuta al rallentamento dell'attività, alla resilienza dell'inflazione *core* e all'aggressività delle Banche centrali. Per questo, è stato ridotto l'investito e aumentato il peso dei settori difensivi. La *view* è positiva su *healthcare*, assicurativi, telecom ed energia; negativa su industriali, beni discrezionali e *diversified financials*.

### Italia: finanziari, lusso e tecnologia

In una fase di generale debolezza dei mercati azionari globali, confermiamo un posizionamento di lieve sottopeso, che potrebbe aumentare nei prossimi mesi in vista di un indebolimento della dinamica degli utili. Esprimiamo un giudizio costruttivo su finanziari, *utilities* integrate e lusso, mentre sulla tecnologia il posizionamento è prossimo alla neutralità ma con tendenza ad aumentare. Fra i settori in sottopeso, invece, vi sono ancora gli industriali, le *utilities* regolate e le società indebitate trasversalmente ai settori.

### USA: utili aziendali sotto i riflettori

Nel corso del mese, il mercato azionario americano ha registrato la positiva revisione delle stime degli utili delle società, con i comparti della tecnologia e dei servizi di comunicazione in particolare evidenza. Fra i settori sovrappesati, inoltre, meritano una menzione quello dell'energia e quello dei beni di prima necessità, mentre restano sottopesati i prodotti industriali e l'immobiliare.

### Emergenti: la *view* torna neutrale

In attesa di una stabilizzazione dell'economia cinese, gli investitori restano negativi e molto concentrati sulle notizie legate alla ristrutturazione del gruppo Evergrande. Questo contesto potrebbe favorire una certa delocalizzazione a favore di India, Indonesia, Messico e Brasile. A livello più generale, da segnalare il rafforzamento del dollaro, che ci induce a riportare alla neutralità un giudizio che per mesi era stato più costruttivo.

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 Documento contenente le informazioni chiave per gli investitori (KIID), 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/KIID 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 Sgr 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.