



Temporale estivo

Nonostante i ribassi sui mercati azionari e il calo dei rendimenti governativi, a nostro avviso i timori di un'improvvisa recessione globale sono esagerati: il lento rallentamento dell'economia USA e la stabilizzazione dell'Area Euro si accompagnano a sviluppi benigni sul fronte inflativo e le due Banche centrali restano impegnate a sostenere l'economia. A livello allocativo, restiamo costruttivi sui titoli di Stato core e sui BTP, prudenti sul credito e neutrali sull'azionario, con un approccio bilanciato.

A inizio agosto, la pubblicazione di dati macroeconomici deludenti e i rinnovati timori di un'escalation in Medio Oriente hanno portato a **forti ribassi sui listini azionari** dei mercati sviluppati e a una **compressione dei rendimenti obbligazionari governativi**, in un clima di alta volatilità. Fra i più colpiti l'indice giapponese Nikkei, che ha ceduto oltre il 12% nella giornata del 5 agosto, registrando il peggior calo giornaliero dal 1987. Parallelamente, i rendimenti governativi hanno registrato una compressione significativa, con il Treasury a 10 anni sceso ai minimi da inizio anno a 3,67% e il Bund tedesco in calo a 2,1%. Le borse asiatiche hanno recuperato parte delle perdite nella seduta successiva.

A nostro avviso, **questi movimenti non preludono però a un'improvvisa recessione globale**: le economie di USA e Area Euro, infatti, hanno registrato buone per-

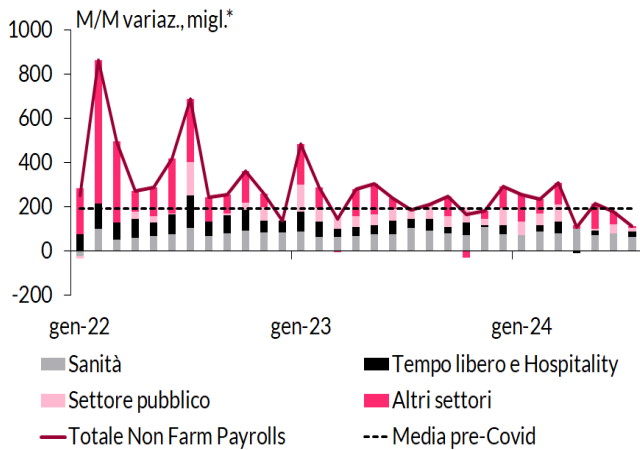
formance nel secondo trimestre, crescendo rispettivamente ad un tasso annualizzato del 2,8% trimestrale negli USA e dell'1,2% in Area Euro. Inoltre, alla luce del processo disinflativo, Federal Reserve e Banca Centrale Europea sono ormai consapevoli dell'inevitabilità di un allentamento delle condizioni finanziarie e vedono aumentare il beta della propria funzione di reazione a un eventuale peggioramento macro repentino.

Allargando lo sguardo, il quadro macro continua ad evolversi lungo le direttrici delineatesi negli ultimi mesi: **la crescita prosegue nel suo percorso di moderato rallentamento e il trend disinflazionistico sembra destinato a consolidarsi** anche nel secondo semestre, pur con qualche differenza nelle diverse aree geografiche e sui vari indici dei prezzi. La BCE ha già avviato il taglio dei tassi di interesse e la Fed si prepara a fare

altrettanto a partire da settembre, mentre la Banca Popolare Cinese rimane alla finestra e si limita a mantenere l'economia a potenziale in un contesto di inflazione piuttosto bassa. In termini allocativi, **la nostra posizione rimane costruttiva sui governativi core e sui BTP e piuttosto cauta sul credito; sull'azionario conserviamo il giudizio neutrale**, con un'allocazione bilanciata.

Crescita. Negli Stati Uniti, la pubblicazione di un dato più debole delle attese dell'indice ISM manifatturiero e la frenata nel tasso di creazione di posti di lavoro nel settore non agricolo (**Grafico 1**) hanno spinto gli investitori a rivedere le aspettative di un *soft landing* e innescato timori di un più severo rallentamento dell'economia.

Grafico 1: Non-farm payrolls, sorpresa al ribasso



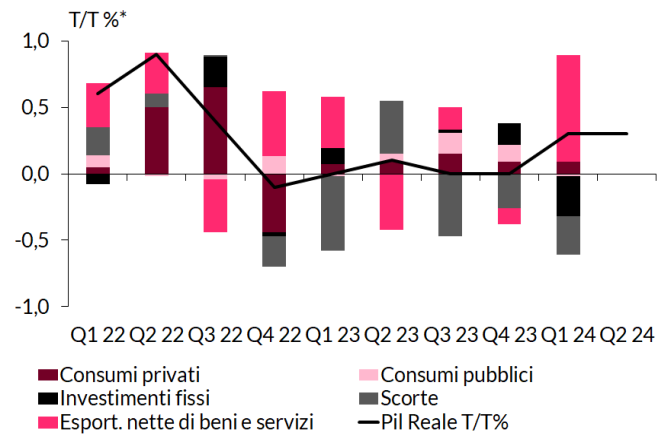
*Dato destagionalizzato.
Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research. Dati al 02/08/2024

Peraltro, nelle settimane precedenti si erano accumulati segnali di **deterioramento delle prospettive per i consumi** con un rallentamento dei consumi di energia e beni alimentari e un calo della fiducia dei consumatori. Il ritmo di creazione di nuovi impieghi ha perso *momentum*, mentre il contributo dei settori ciclici rispetto al settore pubblico e alla sanità è sempre più modesto e inferiore alle medie pre-Covid. Inoltre, il **ribilanciamento fra domanda e offerta di lavoro** è ormai completato, ma se l'offerta continuerà ad aumentare a fronte di una sostanziale stabilizzazione della domanda, il tasso di disoccupazione potrebbe tornare a crescere più rapidamente, con conseguenze dirette sulla politica monetaria.

In Area Euro, dopo una prima metà dell'anno più positiva certificata dai risultati del Pil nel secondo trimestre superiori alle attese (**Grafico 2**), **la crescita va verso una stabilizzazione**, sostenuta innanzitutto dalla **solidità dei consumi**: i dati su fiducia dei consumatori e vendite

al dettaglio mostrano *trend* incoraggianti, e sia in Francia che in Spagna la spesa mensile delle famiglie ha registrato un robusto aumento grazie alla forza del mercato del lavoro e alla crescita del reddito reale disponibile.

Grafico 2: Area Euro, continua la ripresa dell'economia



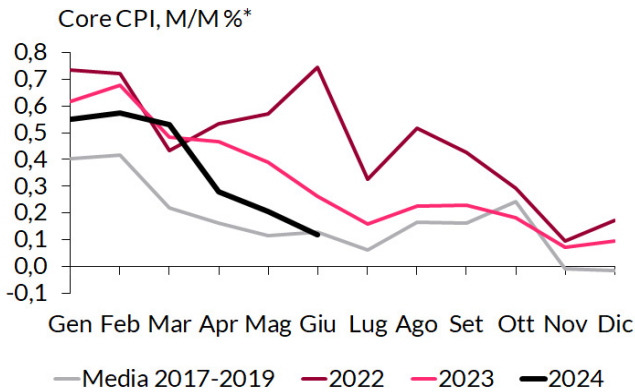
*dato destagionalizzato per giorni lavorativi.
Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research. Dati al 02/08/2024

Altri fattori di supporto sono l'allentamento monetario e la **solidità dei bilanci aziendali**, la cui liquidità è storicamente alta. Le **criticità sul lato dell'offerta** hanno però impedito una riaccelerazione dell'economia: il trend di miglioramento della fiducia delle imprese manifatturiere ha perso slancio e l'attività economica nel comparto industriale resta debole. Nel secondo semestre, la crescita dovrebbe stabilizzarsi intorno al potenziale.

Inflazione. Negli USA prosegue la discesa dell'inflazione *core*: l'indice CPI è sceso per il terzo mese consecutivo e **il tasso di crescita dei prezzi su base mensile ha ormai raggiunto la media pre-Covid (Grafico 3 - nella pagina seguente)**, mentre dagli indicatori anticipatori arrivano segnali di un possibile proseguimento della fase di stabilizzazione.

Nel dettaglio, si segnala la netta perdita di slancio dei prezzi legati al settore residenziale, in cui gli affitti delle prime case e gli affitti figurativi sono cresciuti a un ritmo prossimo alla media pre-Covid e i prezzi degli alloggi fuori casa sono addirittura scesi. Sebbene questo movimento possa essere dovuto a motivi idiosincratici, i dati di mercato suggeriscono che nei prossimi mesi le pressioni dovrebbero allentarsi ancora. Anche i dati dell'inflazione *supercore* registrano sviluppi benigni: al netto delle assicurazioni auto e delle voci più sensibili agli sviluppi macro e delle riaperture, la variazione mensile è inferiore al trend pre-pandemico.

Grafico 3: USA, inflazione core in linea con la media pre-Covid



*dato non destagionalizzato.

Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research. Dati al 02/08/2024

In Area Euro, l'evoluzione sul fronte dei beni core è in linea con quella registrata negli USA, ma il **calo dell'inflazione sui servizi è rallentato da fattori tecnici** come gli Europei di calcio in Germania o la fine del sussidio statale tedesco al settore dei trasporti pubblici. Ciononostante, nel terzo trimestre l'impatto di queste distorsioni dovrebbe rientrare e le pressioni sui prezzi dei servizi dovrebbero continuare a calare, coerentemente con la decelerazione delle pressioni salariali.

In Cina l'economia resta a potenziale, in bilico fra la debolezza della domanda domestica, appesantita da vendite al dettaglio più deboli del previsto, e i buoni dati che arrivano dalle esportazioni, cresciute a un ritmo robusto.

Ci aspettiamo che le Autorità calibrino il supporto per mantenere la crescita a potenziale e che l'inflazione non cresca che in maniera molto marginale.

Banche centrali. In tema di politica monetaria, negli USA tutto sembra pronto per un doppio taglio dei tassi, già a partire da settembre. Al meeting di fine luglio, la Banca centrale ha fatto capire che se l'inflazione continuerà a muoversi in linea con le previsioni, e crescita e dinamiche del mercato del lavoro non registreranno evoluzioni inattese, non c'è più ragione per differire il momento di abbassare i tassi. A nostro avviso, **la Fed taglierà i tassi due volte entro fine anno**, a settembre e a dicembre, con la possibilità di un altro intervento a novembre se il tasso di disoccupazione dovesse accelerare ancora. Ulteriori indicazioni potrebbero emergere durante il simposio di Jackson Hole di fine agosto.

Dalla BCE ci aspettiamo due tagli di 25 punti base a

settembre e dicembre, in linea con l'evoluzione soddisfacente sul fronte della crescita e con la progressiva riduzione delle pressioni sull'inflazione core.

La Banca Popolare Cinese, alle prese con un'economia gravata dai ben noti problemi strutturali, ha tagliato i tassi nella seconda metà di luglio ma **non può agire troppo a fondo** per non squilibrare le forze del mercato e perché la soluzione al problema di leva nel settore immobiliare non può arrivare da un taglio dei tassi.

Alla luce degli sviluppi macroeconomici descritti, **le nostre indicazioni allocative restano largamente invariate**.

Sui titoli governativi manteniamo una visione costruttiva: nonostante una certa presa di profitto in funzione del raggiungimento di alcuni livelli tecnici e delle ripercussioni delle elezioni, continuiamo a suggerire di rimanere lunghi tatticamente.

Confermiamo il giudizio favorevole sui Treasury, i cui rendimenti sono scesi notevolmente a inizio agosto sulla scorta dei timori – sovradimensionati – di un'improvvisa recessione globale. Resta alto il focus sull'impatto delle possibili evoluzioni sul fronte delle elezioni americane.

La view è positiva anche sui Bund, che possono contare sul previsto doppio taglio ai tassi da parte della BCE entro fine anno e sull'attesa moderazione di pressioni salariali e inflazione core.

Il giudizio sui BTP è moderatamente costruttivo: un eventuale indebolimento del clima di *risk-on* non gioverebbe allo spread, ma l'appetibilità del profilo rischio/rendimento, l'allentamento monetario e la stabilità politica interna (un unicum su scala europea) rappresentano fattori di supporto.

In ambito obbligazionario corporate rimaniamo invece selettivi, alla luce del peggioramento complessivo del quadro di crescita.

Sulle azioni manteniamo l'indicazione neutrale e riteniamo che i bruschi movimenti al ribasso registrati sui listini globali a inizio agosto siano da ascrivere a un momento di crisi di fiducia, accentuato anche da fattori tecnici come i volumi "sottili" e l'intervento di sistemi di *trading* algoritmico. In questo contesto, continuiamo a privilegiare un approccio bilanciato e a massimizzare il focus sulla creazione di Alpha. **Segnaliamo l'introduzione di un bias positivo sul Regno Unito**, dove gli sviluppi

politici lasciano presagire dinamiche costruttive per i comparti domestici.

Mercati obbligazionari

Costruttività sui governativi

Manteniamo una *view* costruttiva sui bond governativi e, dopo aver preso un po' di profitto, conserviamo la convinzione di un posizionamento necessariamente lungo. Nonostante la discesa dei rendimenti sin qui registrata, il clima di incertezza e l'assottigliarsi della liquidità tipico del mese di agosto potrebbero continuare a supportare i bond governativi nel breve periodo.

Riteniamo importante conservare un sovrappeso di duration: il 2024 è un anno in cui posizioni corte o neutrali sulla duration dovrebbero essere evitate, non fosse che per conservare un'opzione su eventuali incidenti finanziari.

Sui mercati a spread conserviamo l'approccio prudente e selettivo che ha caratterizzato l'asset allocation degli ultimi mesi.

Mercati azionari

Europa: recupero dopo le elezioni francesi

Dopo l'incertezza causata dalle elezioni francesi, il mercato azionario europeo ha avuto un rendimento positivo, recuperando parte delle perdite, anche grazie ai dati inflativi più deboli del previsto. A livello settoriale, siamo positivi su sanitari, *tech* e finanziari, mentre il giudizio è negativo su *utilities*, energetici e beni di base e discrezionali.

Italia: trainati dai finanziari

Al termine di un mese non semplice per le borse europee, sul mercato italiano permane la divergenza fra i finanziari, per cui lo scenario è più positivo, e i non finanziari, il cui recupero degli utili è rimandato al secondo semestre. Fra i settori in sovrappeso citiamo anche il lusso, la tecnologia e le telecomunicazioni, mentre sottopesiamo industriali, beni di prima necessità e titoli di società indebitate.

USA: riflettori sui risultati aziendali

Manteniamo la preferenza per le società di grande capitalizzazione di borsa, di alta qualità a livello di ritorni e bilanci e caratteristiche di «positive momentum» sulle revisioni degli utili aziendali. Da un punto di vista settoriale, sovrappesiamo i settori energetico, *tech* e finanziario e sottopesiamo il settore industriale, anche per motivi ESG; le prossime scelte di allocazione settoriale saranno guidate dai risultati aziendali.

Emergenti: America Latina e Corea

Dopo un mese di performance positive, l'America Latina ha beneficiato del rientro delle preoccupazioni fiscali per il Brasile e di natura post-elettorale in Messico. Abbiamo approfittato della debolezza del listino cinese per incrementare il sovrappeso, e la recente correzione ha riportato *positioning* e valutazioni ai livelli precedenti l'ultimo *rally*. Il tema del *value up* conferma le buone prospettive del mercato coreano.