



Equilibri sottili

I dati recenti confermano le nostre aspettative di un “soft” *soft landing* negli Stati Uniti, mentre l’Area Euro continua a registrare una ripresa anemica. Il *trend* disinflazionistico prosegue su entrambe le sponde dell’Atlantico, supportando le politiche monetarie di Fed e BCE. In Cina, le prospettive dipendono da nuovi stimoli fiscali e monetari da parte delle Autorità e dall’impatto delle future politiche commerciali statunitensi. In questo contesto, manteniamo una visione neutrale-positiva sui mercati azionari e sui titoli governativi dei Paesi sviluppati.

Rispetto al mese precedente, il quadro economico e di mercato non ha mostrato evoluzioni significative, ma sono emerse nuove variabili che introducono rischi per lo scenario complessivo. Negli Stati Uniti, si conferma una fase di “atterraggio morbido” e una **previsione di crescita robusta per il 2025**. Il report sul PIL del terzo trimestre è stato solido, con una riaccelerazione dei consumi privati e il contributo del Governo. **In Area Euro, i dati recenti supportano una visione più cauta**: si prevede una crescita positiva per il 2025, ma sotto potenziale. Il dato sul PIL del terzo trimestre è stato migliore del previsto, ma l’accelerazione è stata contenuta, con la domanda interna sostenuta principalmente

da Spagna e Francia. Il settore manifatturiero è in difficoltà e il PMI composito è vicino alla zona di contrazione.

Per quanto riguarda la dinamica dei prezzi, non emergono novità significative: restiamo convinti che il *trend* disinflazionistico a livello *core* continuerà su entrambe le sponde dell’Atlantico, con le stime per il 2025 sostanzialmente allineate a quelle del consenso. Con riferimento agli Stati Uniti, l’unica novità rilevante riguarda il **mercato del lavoro, dove la domanda sta mostrando segnali di rallentamento**. Sebbene la nostra **previsione per il prossimo anno sia più ottimista rispetto al consenso, non ci aspettiamo una riaccelerazione**.

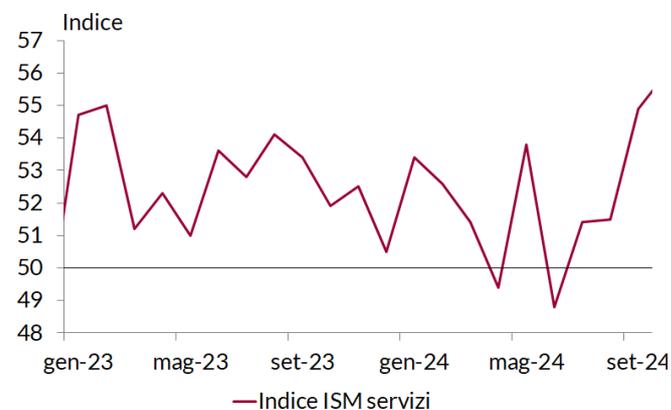
In Area Euro, la **normalizzazione dei prezzi dei beni core continua** e gli indicatori suggeriscono che torneranno a stabilizzarsi sui livelli pre-COVID nei prossimi mesi. **In Cina, le prospettive di crescita dipendono principalmente da due fattori:** il supporto delle Autorità tramite stimoli fiscali e monetari, e le future politiche commerciali dell'amministrazione Trump. A causa di una congiuntura ancora debole, **la previsione di crescita per il 2025 è stata rivista al ribasso**, con l'effetto degli stimoli che potrebbe richiedere tempo per manifestarsi, a differenza dei dazi trumpiani, che potrebbero entrare in vigore già nel secondo trimestre.

Relativamente alle Banche centrali, ci aspettiamo che la **Federal Reserve** prosegua nel ciclo di tagli disinflazionistici, con cinque interventi di 25 punti base entro la fine del 2025, mentre la **Banca Centrale Europea** dovrebbe ridurre i tassi di 25 punti base in ciascuna delle cinque riunioni tra dicembre 2024 e giugno 2025; la **Banca Popolare Cinese** continuerà a supportare l'economia con stimoli monetari, prevedendo un taglio del coefficiente di riserva obbligatoria e del tasso reverse repo entro la fine dell'anno, con altri interventi nel 2025.

Sul fronte delle raccomandazioni allocative, restiamo **costruttivi sui governativi core**, convinti che le valutazioni siano interessanti nel medio termine, mentre sui crediti conserviamo una posizione più prudente. Rimaino moderatamente positivi anche sui listini azionari dei Paesi sviluppati, in continuità con il mese precedente.

Crescita. Lo scenario di base resta sostanzialmente invariato rispetto al mese precedente. In particolare, **gli Stati Uniti continuano a registrare una fase di "soft" soft landing:** confermiamo la previsione di una crescita più consistente nel 2025 rispetto alle stime di consenso, senza impatti rilevanti derivanti dalle politiche del neoletto presidente repubblicano Donald Trump. Il report sul PIL del terzo trimestre è stato piuttosto solido ed ha mostrato una riaccelerazione dei consumi privati, con un aumento della spesa per beni e una stabilità per quella per i servizi. Il *momentum* positivo sembra destinato a proseguire anche nel quarto trimestre del 2024: **l'indice ISM della fiducia delle imprese di servizi**, una vera e propria guida per capire lo stato di salute della domanda domestica americana, **è salito significativamente negli ultimi due mesi (Grafico 1)**, e anche il *senti-*
ment dei consumatori mostra segnali di miglioramento.

Grafico 1: L'indice ISM della fiducia delle imprese di servizi mostra una solida crescita negli ultimi due mesi



Fonte: *Haver Analytics*, ANIMA Research; dati al 19/11/2024.

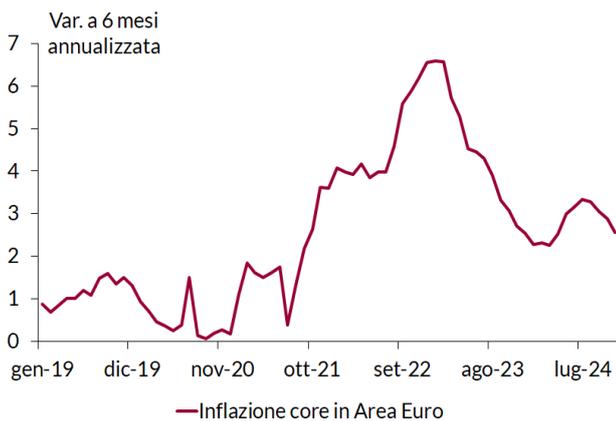
In Area Euro gli ultimi dati sono stati mediocri e supportano la nostra **linea di cautela** ed una stima di **crescita per il 2025 positiva, ma sotto potenziale**. Sebbene il report sul PIL del terzo trimestre sia stato migliore del previsto, escludendo il dato particolarmente volatile dell'Irlanda, l'accelerazione è stata meno marcata delle aspettative, e la ripresa della domanda interna è stata principalmente sostenuta dalla Spagna, dove la spesa pubblica ha registrato uno dei più forti aumenti sequenziali dal 2004, e dalla Francia, dove le Olimpiadi hanno dato un impulso ai consumi, che però non è sostenibile nel lungo periodo. L'andamento degli indicatori di fiducia conferma la debolezza del *momentum* nel quarto trimestre. L'indice PMI composito mostra sempre il medesimo scenario: **il settore dei servizi è in leggera espansione e, viceversa, il settore manifatturiero mostra ancora fatica**. La crescita si sta avvicinando all'area di contrazione al livello di 50, il confine tra fasi di espansione e recessione, e le aspettative di spesa delle famiglie nei prossimi 12 mesi non sono incoraggianti. Alcuni segnali di difficoltà iniziano ad emergere anche dal mercato del lavoro: sebbene il tasso di disoccupazione sia ai minimi storici, la domanda di lavoro continua a indebolirsi, l'offerta cresce grazie all'immigrazione e la fiducia dei consumatori sulle prospettive dell'occupazione si sta deteriorando.

Inflazione. Per quanto riguarda la dinamica dei prezzi **negli Stati Uniti**, l'ultimo report si è rivelato positivo. **L'inflazione sui beni core**, al netto della componente delle auto usate, **ha registrato una variazione mensile significativamente inferiore al trend pre-COVID**. I prezzi dei servizi nel settore residenziale sono aumentati a un ritmo leggermente più sostenuto, in par-

ticolare nella componente degli affitti figurativi, ma gli indicatori anticipatori e i dati di mercato suggeriscono che le pressioni inflazionistiche potrebbero continuare a diminuire nei prossimi mesi, con il momentum che dovrebbe stabilizzarsi sui livelli pre-pandemici. L'indice *supercore* ha mostrato una lieve diminuzione rispetto alla lettura precedente, dopo diversi mesi di accelerazione. Gli indicatori anticipatori legati alle dinamiche salariali suggeriscono che la tendenza ribassista dovrebbe consolidarsi nei prossimi trimestri.

In Area Euro, la normalizzazione sul fronte dei prezzi dei beni core prosegue e il momentum dovrebbe continuare a stabilizzarsi intorno al trend pre-COVID nei prossimi mesi (Grafico 2). Le pressioni sui prezzi dei servizi, al contrario, rimangono sostenute, ma dovrebbero allentarsi in misura più pronunciata dal primo trimestre 2025, per due ragioni principali: la progressiva moderazione delle pressioni salariali toglierà supporto alle componenti dell'inflazione più sensibili all'andamento del mercato del lavoro e molti dei fattori tecnici e idiosincratici che hanno distorto e gonfiato l'inflazione nel 2024 rientreranno nel 2025. In particolare, la Pasqua non sarà "bassa", come l'anno scorso, ma cadrà a fine aprile, e non ci saranno più eventi sportivi straordinari come gli Europei di calcio e le Olimpiadi.

Grafico 2: Il momentum dell'inflazione core sta gradualmente tornando verso il target



Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research. Dati al 19/11/2024.

Per quanto riguarda la Cina, le prospettive di crescita dipenderanno da due fattori principali, ovvero: il supporto, tramite stimoli fiscali e di politica monetaria, da parte delle Autorità e dalle politiche commerciali che adotterà l'amministrazione Trump. Con riferimento al primo aspetto, le Autorità hanno annunciato un piano pluriennale di riduzione del debito degli enti locali attraverso il riassorbimento di 10 trilioni di yuan di prestiti: le risorse

stanziare a questo scopo sono ingenti, ma non sono stati forniti dettagli su altre misure cruciali, come il riacquisto di immobili invenduti, la ricapitalizzazione delle banche e gli stimoli fiscali. È probabile che il pacchetto di aiuti verrà erogato in modo graduale nel corso tempo. La previsione di crescita per il 2025 è stata rivista al ribasso: la congiuntura è debole e ci vorrà tempo prima che gli stimoli si riflettano sull'economia reale, mentre l'aumento delle tariffe promesso da Trump potrebbe essere attuato già dal secondo trimestre del 2025 (Grafico 3).

Grafico 3: Cina, le previsioni di crescita sono state riviste al ribasso

	PIL reale Cina ANIMA	PIL reale Cina Consenso
	A/A %	A/A %
2023	5.2	5.2
Q1 24	5.3	5.3
Q2 24	4.7	4.7
Q3 24	4.6	4.6
Q4 24	4.4 ↓	4.8
2024	4.7 ↓	4.8
2025	4.6	4.5

Fonte: Bloomberg, Haver Analytics, ANIMA Research. Dati al 19/11/2024.

Banche centrali. La Fed è attualmente impegnata in un ciclo di riduzione dei tassi orientato alla disinflazione, e ci aspettiamo cinque interventi da 25 punti base entro la fine del 2025. Tuttavia, il repricing osservato nelle ultime settimane è stato significativo, con il mercato che sconta solo tre tagli; gli sviluppi potrebbero orientarsi verso una via di mezzo, con le decisioni della Banca centrale fortemente dipendenti dai dati macroeconomici.

In Area Euro, la BCE dovrebbe ridurre i tassi di 25 punti base in ciascuna delle cinque riunioni previste tra dicembre 2024 e giugno 2025, portando il tasso di deposito al 2%. Esiste la possibilità di ulteriori tagli nel secondo semestre, qualora la crescita dovesse indebolirsi ulteriormente o l'inflazione scendere più del previsto.

In Cina, la Banca Popolare Cinese continuerà le misure di stimolo fiscale e allentamento monetario, al fine di massimizzare il supporto all'economia. Ci aspettiamo un taglio del coefficiente di riserva obbligatoria di 50 punti base entro la fine del 2024, con possibili ulteriori interventi nel 2025.

Le raccomandazioni allocative sono largamente invariate.

La view resta moderatamente costruttiva sui governativi del Paesi sviluppati.

In particolare, la raccomandazione per i **Treasury**, in questo momento, è di mantenere una **posizione di sovrappeso**, con una revisione al ribasso dei livelli di riaccumulo, da un range di rendimento del 4,80%-4,90% a uno del 4,60%-4,70%. Sebbene i tassi possano ancora salire fino al 4,80%-4,90%, ciò accadrà solo se la crescita dovesse risultare più solida del previsto o se emergessero evidenze di impatti inflazionistici dalle politiche di Trump nel breve periodo.

Per quanto riguarda i **Bund**, il giudizio si conferma **moderatamente costruttivo** e manteniamo una posizione di sovrappeso, con l'indicazione di riaccumulo rivista al rialzo al 2,40%. Il flusso di dati macro supporta una visione cauta sulla crescita nell'Area Euro, mentre l'esito delle elezioni americane è percepito come un fattore negativo per la crescita europea. Inoltre, l'inflazione dei servizi dovrebbe allentarsi gradualmente e si prevede un rischio di allentamento della disciplina fiscale in Germania, dopo la recente crisi di governo. Il deterioramento del quadro macroeconomico potrebbe accelerare la convergenza dell'inflazione al target, con la BCE che potrebbe essere costretta a tagliare i tassi sotto il livello di neutralità.

Per i **BTP**, manteniamo una **visione in linea con quella sui governativi core**. I fattori di supporto includono una BCE accomodante, un *carry* interessante e dinamiche di offerta favorevoli. Inoltre, la nostra posizione è rafforzata dall'appetibilità dell'extra-rendimento che i governativi italiani offrono rispetto agli altri titoli sovrani europei e dal Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR), che ha stimolato un aumento degli investimenti pubblici.

La visione sui **mercati azionari dei Paesi sviluppati resta costruttiva**, con una **preferenza per gli Stati Uniti**, grazie alla resilienza della crescita americana. Tuttavia, **la debolezza sui mercati europei**, legata alle preoccupazioni sulle tariffe e alle tensioni geopolitiche, **offre opportunità**, in particolare nei settori che beneficeranno dell'aumento della spesa e della crescente probabilità di conclusione della guerra. Il focus rimane sulla costruzione di portafogli più resilienti attraverso una diversificazione dei temi. Restiamo neutrali sulla Cina e i Paesi emergenti, in attesa di maggiori dettagli circa i programmi di stimolo fiscale che verranno implementati da Pechino.

Mercati obbligazionari

View moderatamente costruttiva sui governativi

In considerazione dell'attuale livello dei tassi di interesse e dei trend macroeconomici e di politica monetaria in corso, riteniamo che sia opportuno mantenere un **sovrappeso sui comparti governativi**. Sebbene non ci si debba aspettare guadagni significativi in conto capitale, **la nostra visione sui governativi rimane moderatamente positiva**.

In questo contesto, riteniamo che un potenziale ulteriore rialzo dei tassi nel breve termine sia limitato: la presidenza di Trump entrerà in carica il 20 gennaio e le aspettative riguardo alla politica monetaria sono già equilibrate, con le curve che incorporano un buon livello di ottimismo sulla crescita e un pessimismo sulle politiche fiscali sia in Europa che negli Stati Uniti.

Da un punto di vista geografico, il nostro interesse si concentra maggiormente sui titoli di Stato europei rispetto a quelli statunitensi, dato il diverso profilo di rischio tra le due aree.

Mercati azionari

Europa: opportunità da cogliere

La debolezza europea, causata dalla narrativa sulle tariffe e le tensioni geopolitiche, può essere sfruttata sui mercati azionari, soprattutto nei comparti che **beneficeranno dell'aumento della spesa e della crescente probabilità di conclusione della guerra**. Dal punto di vista settoriale, abbiamo aumentato l'esposizione ai **consumi discrezionali**, principalmente sul **leisure** (hotels, compagnie aeree) e, in modo selettivo, sul **lusso** e gli **articoli sportivi**. Al contrario, manteniamo una posizione di sottopeso sui consumi di base.

Abbiamo anche ampliato l'esposizione al **settore delle costruzioni**, che riteniamo possa trarre beneficio in caso di cessate il fuoco in Ucraina. Nel contempo, abbiamo ridotto ulteriormente l'esposizione alle utilities e al settore farmaceutico. Restiamo negativi sui settori automobilistico ed energetico.

Italia: finanziari ancora in moderato sovrappeso

Il **settore finanziario**, sebbene con una posizione in graduale riduzione, è attualmente in sovrappeso, una scelta legata principalmente a ragioni di stock picking, più che di allocazione settoriale, e giustificata da una

redditività del capitale particolarmente elevata, supportata da **dividendi e buyback**. Il **settore tecnologico** è anch'esso in sovrappeso, poiché riteniamo che possa trarre **vantaggio da aspettative più moderate riguardo ai terminal rate delle Banche centrali**. Restiamo negativi sul settore industriale, in quanto il contesto di mercato attuale non risulta favorevole, con molte aziende che faticano a difendere le vendite e a mantenere margini di profitto soddisfacenti.

USA: focus su mid cap e finanziari

In un contesto di resilienza della crescita americana, permane il giudizio costruttivo sull'azionario statunitense, preferito a quello europeo. A livello settoriale, abbiamo **ridotto l'esposizione al settore sanitario, incrementando invece il peso delle mid cap nei settori tecnologico, industriale e dei consumer discretionary**. Continuiamo a mantenere un sovrappeso sui finanziari, un settore che offre ancora valutazioni interessanti e che ha contribuito a compensare,

almeno in parte, l'impatto del rialzo del beta di mercato.

Emergenti: selettività geografica

A seguito dell'elezione di Trump, le preoccupazioni per un possibile inasprimento delle tariffe hanno portato i mercati emergenti a scontare un ulteriore rischio, con valutazioni più basse rispetto ai Paesi sviluppati. Guardando al futuro, crediamo che il **mercato indiano** rappresenti una zona di protezione rispetto alle tensioni geopolitiche in corso, mentre i **Paesi del Golfo**, grazie al cambio bloccato con il dollaro, offrono una protezione contro il rafforzamento della valuta statunitense.