



## Un lungo ultimo miglio

*La crescita USA perde momentum, mentre quella dell'Area Euro sembra riprendere forza e la disinflazione prosegue su entrambe le sponde dell'Atlantico. In Cina invece il quadro macro resta in chiaroscuro e la Banca Popolare Cinese si mantiene defilata. In questo contesto lasciamo pressoché inalterate le nostre raccomandazioni allocative, riportando alla neutralità l'indicazione sull'azionario nelle diverse aree geografiche.*

Due anni dopo l'avvio del ciclo restrittivo, anche la Federal Reserve è pronta a tagliare i tassi, mentre la disinflazione continua il suo percorso. Il traguardo sembra in vista, ma, come insegna lo sport, nelle gare spesso l'ultimo miglio è quello più lungo.

**Sul fronte della crescita, il divario fra il ritmo di espansione del PIL negli USA e in Area Euro si sta riducendo:** l'economia americana continua a crescere ad un tasso superiore al potenziale, ma il *momentum* sequenziale è in rallentamento, mentre la crescita europea prenderà un timido slancio nel secondo semestre.

Per quanto riguarda la dinamica dei prezzi, nonostante le sorprese al rialzo del primo trimestre (dovute a fattori tecnici e *one-off*), la **tendenza disinflazionistica a livello core** si dovrebbe consolidare nel

secondo semestre, sebbene lentamente e in modo disomogeneo. In questo contesto, ci **aspettiamo che sia la Fed che la Banca Centrale Europea consegnino due tagli dei tassi ciascuna da qui a fine anno.**

In Cina, ai solidi dati provenienti dal commercio con l'estero fa da contraltare la debolezza dei consumi interni. Nel complesso, però, l'economia resta gravata dai problemi del comparto immobiliare, che ci inducono a mantenere una linea neutrale.

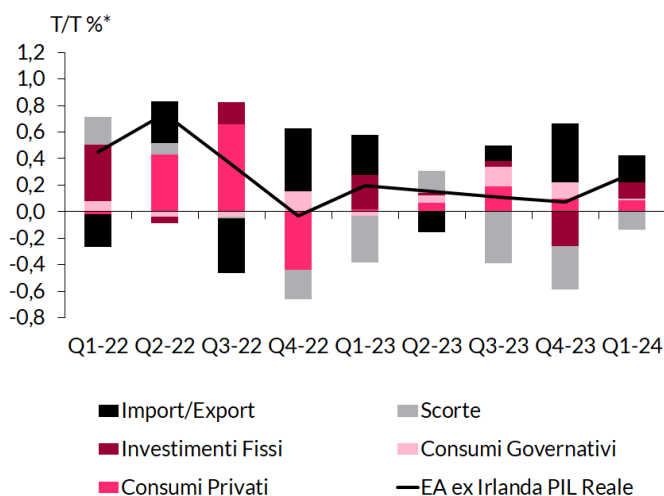
**A livello allocativo, l'unica novità riguarda il ritorno alla neutralità del giudizio sull'*equity*** nelle varie aree geografiche. In ambito obbligazionario, permane la costruttività sui governativi *core* e sui BTP, con una nota di prudenza sui *bond corporate*.

**Crescita. L'economia americana mantiene una crescita superiore al potenziale**, anche se il momentum sequenziale è in rallentamento. Le prospettive variano a seconda dell'**orizzonte temporale**: nel breve periodo lo scenario resta quello di un soft landing ma nel medio termine l'economia dovrebbe entrare nella fase finale del ciclo post-pandemico.

Nonostante il rimbalzo del ritmo di creazione di nuovi impieghi e del reddito da lavoro e la risalita dell'indice ISM di fiducia delle imprese dei servizi, il mercato del lavoro prosegue nel percorso di riequilibrio e il rapporto fra domanda e offerta ha quasi raggiunto i livelli pre-Covid. Il settore manifatturiero, parallelamente, resta in difficoltà, come attesta la nuova discesa dell'indice ISM, per cui si segnala in particolare la debolezza della componente nuovi ordini.

Per quanto riguarda i consumi si registra, insieme a una certa stabilizzazione, anche un deterioramento della loro qualità, come dimostra l'aumento della contribuzione delle cosiddette "spese imputate", che registrano spese fittizie e non reali, ovvero senza riscontro nelle transazioni effettive (come per le spese per interessi bancari o per servizi finanziari). **In Area Euro, il dato sul PIL del primo trimestre (ad esclusione dell'Irlanda) è stato migliore del previsto**, spinto dai contributi positivi di consumi privati, investimenti e dalle esportazioni nette (**Grafico 1**).

**Grafico 1:** EA, Pil solido (senza l'Irlanda)



\*Dato destagionalizzato per giorni lavorativi. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research. Dati al 24/06/2024

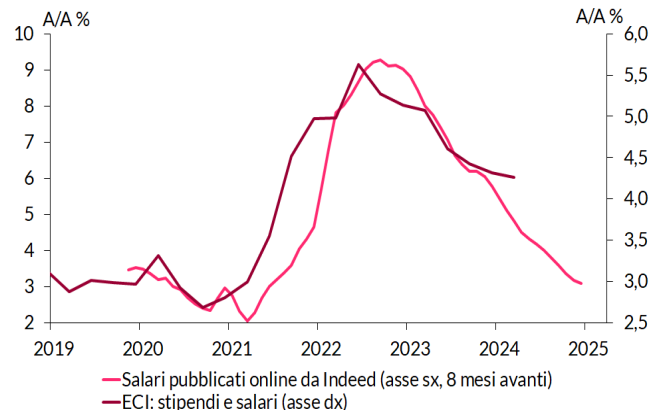
L'attenuamento dell'impatto della stretta monetaria, i solidi bilanci delle imprese, la crescita del reddito reale disponibile (che supporta i consumi), la ripresa dell'attività manifatturiera, il previsto rafforzamento della domanda estera, le dinamiche incoraggianti del settore turistico in espansione suggeriscono un prolungamento dello slancio anche nei prossimi mesi. Per questo **abbiamo rivisto la stima di crescita dell'Area Euro nel 2024 da 0,6% a 0,8%**.

**Inflazione. Negli USA l'inflazione CPI core è risultata più debole rispetto alle previsioni e il momentum si orienta verso un ritorno alla media pre-Covid.** Gli sviluppi sono costruttivi su tutte le componenti principali: la variazione mensile dei prezzi dei beni core è in linea con la media pre-Covid e gli indicatori anticipatori prevedono un proseguimento della stabilizzazione. I prezzi dei servizi legati al settore residenziale, nonostante un'impennata anomala degli affitti figurativi a New York, dovrebbero proseguire la fase di allentamento, seppur con qualche fase di volatilità.

La variazione dell'indice *supercore* (prezzi dei servizi core non abitativi) è crollata a maggio, con il traino dei servizi di trasporto (tariffe aeree e RC auto), dei servizi ricreativi e degli alloggi fuori casa. Nel medio termine dovrebbe esserci margine per un ulteriore allentamento delle pressioni.

Le pressioni salariali mostrano dati incoraggianti e coerenti con la decelerazione dell'inflazione sui servizi: il trend di moderazione continua e dovrebbe consolidarsi, in coerenza con quanto emerso dagli indicatori anticipatori (**Grafico 2**).

**Grafico 2:** USA, pressioni salariali in calo

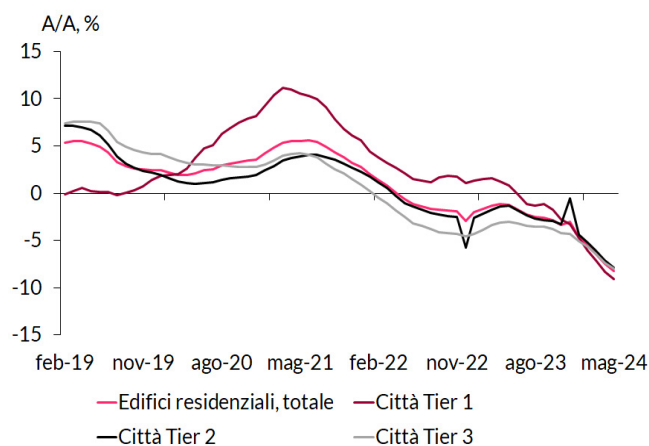


Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research. Dati al 24/06/2024

In **Area Euro**, la sorpresa al rialzo nel report sui **prezzi** di maggio (a livello sia *headline* sia *core*) a causa di una nuova accelerazione dei prezzi dei servizi è dovuta a fattori tecnici e *one-off*, come i pacchetti vacanze/spese di alloggio e servizi di trasporto. Tuttavia, al netto di queste componenti e della volatilità dovuta all'impatto di eventi sportivi come gli Europei di calcio in Germania e le Olimpiadi in Francia, i **prezzi dei servizi continuano a scendere e la disinflazione sui prezzi dei beni prosegue**, coerentemente con i segnali dei *leading indicators*. Il trend dovrebbe proseguire nei prossimi mesi anche a seguito della compressione dei margini di profitto e del previsto calo del costo del lavoro. La disinflazione sui beni di base ha iniziato a perdere slancio ma dopo il forte trend ribassista dell'ultimo anno e mezzo si tratta di un processo fisiologico.

In **Cina** si registra una **divergenza** fra la debolezza della domanda interna, con gli indici PMI che suggeriscono una perdita di slancio nei settori manifatturiero, dei servizi e delle costruzioni, e la solidità del commercio estero. Il crollo dei prezzi delle case certifica ancora una volta le criticità del settore real estate (**Grafico 3**), anche se – per il momento – ciò non impedisce un miglioramento della fiducia dei consumatori.

**Grafico 3:** Cina, i prezzi delle case scendono ancora



Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research. Dati al 24/06/2024

Manteniamo una linea neutrale e ci aspettiamo che le Autorità continuino ad agire in modo tale da mantenere la crescita su livelli prossimi al potenziale. Infine, le **spinte deflazionistiche stanno perdendo forza, soprattutto a causa dei rincari dei generi alimentari e della risalita dei prezzi alla produzione**. Le pressioni rialziste

dovrebbero, comunque, venire contenute dai grandi squilibri fra domanda e offerta.

**Banche centrali.** Gli sviluppi costruttivi in materia di inflazione ci inducono a credere che la Fed taglierà i tassi due volte nel corso dell'anno (a settembre e dicembre).

Anche da parte della BCE ci aspettiamo un approccio graduale, con due tagli entro fine anno, alla luce del miglioramento delle prospettive di crescita e dell'attesa volatilità estiva sull'inflazione dei servizi, e una certa attenzione a non discostare eccessivamente la propria politica da quella della Fed.

In Cina, la PBOC dovrebbe limitarsi a tagliare il coefficiente di riserva obbligatoria di 50 punti base e il tasso di riferimento per i prestiti di 10 punti base, **intervenedo solo in caso di necessità**.

In questo scenario, **le nostre indicazioni allocative restano pressoché invariate**.

Sui **titoli governativi core** manteniamo un **approccio strategicamente costruttivo**: i *Treasury* possono contare sull'avvicinarsi della fase finale del ciclo post-pandemico, sul ritorno del **momentum** dell'inflazione *core* verso la media pre-Covid e sul minor dinamismo del mercato del lavoro, mentre i Bund sono sostenuti dall'atteso taglio dei tassi per altri 50 punti base da parte della BCE entro fine anno. A livello tattico, però, sospendiamo l'indicazione di accumulare l'esposizione.

**Il giudizio è positivo anche per i BTP**, che offrono un extra-rendimento interessante rispetto ai governativi dei Paesi periferici e *core*. Il governo inoltre è uscito rafforzato dalle elezioni europee e il PNRR continua a supportare la crescita del PIL. Sulle obbligazioni societarie la *view* resta neutrale, con una preferenza per i segmenti a più alto merito di credito.

**Per quanto riguarda le azioni, l'indicazione resta neutrale.** Ci aspettiamo un apprezzamento dei mercati del 15-20% nel 2024, con il contributo della crescita degli utili e di un'espansione dei multipli. Se si dovessero accumulare evidenze di un rallentamento più marcato degli Stati Uniti, il *repricing* della Fed non sarebbe più un fattore di supporto.



## Mercati obbligazionari

### Fra tagli ai tassi e incertezza politica

Alla luce dello scenario sopra descritto, confermiamo la *view* costruttiva sui comparti obbligazionari, specialmente per quanto riguarda i governativi *core*: bisogna evitare di prendere profitto precipitosamente e quando la curva di mercato monetario non sconta tagli si può valutare di incrementare l'esposizione al rischio tasso.

La volatilità connessa al clima politico di incertezza è già prevista da inizio anno e non ci distoglie dalla convinzione di mantenere posizioni lunghe di duration in questa fase.

L'esito del primo turno delle elezioni francesi ha ridimensionato la probabilità di scenari estremi, sebbene le coalizioni di governo ampie non facciano della tradizione politica francese e le preoccupazioni per un possibile deterioramento delle finanze pubbliche non siano del tutto svanite. Ulteriori allargamenti degli **spread** potrebbero offrire opportunità, benché la visibilità sia limitata.

Sui BTP non si intravedono, ai livelli attuali, chiare opportunità valutative, ma durante l'autunno i rapporti all'interno della coalizione di governo e con le Autorità europee potrebbero diventare più tesi.

I mercati del credito sembrano immuni all'escalation dei rischi politici, grazie alla liquidità abbondante e all'elevata propensione al rischio, ma resta la convinzione che ci sia una vulnerabilità di fondo non riconosciuta. Per questo, conserviamo una posizione prudente.

## Mercati azionari

### Europa: focus su *tech* e sanitari

Il mercato azionario europeo ha avuto un andamento laterale nell'ultimo mese, con una forte dispersione settoriale e una marcata sopra-performance dei settori tecnologico e farmaceutico. Abbiamo incrementato l'esposizione verso il farmaceutico e ridotto il sovrappeso sui bancari. Infine, abbiamo aumentato il sottopeso sui settori industriale, energetico e *utilities*.

### Italia: protezione con i finanziari

In un contesto di polarizzazione fra titoli finanziari e non finanziari, continuiamo a mantenere un leggero sovrappeso sui primi, nella convinzione che l'importante remunerazione agli azionisti offra protezione per eventuali fasi di volatilità. In termini settoriali, il giudizio è positivo anche su lusso e tecnologia, mentre la *view* è negativa su titoli industriali, beni di base e società indebitate.

### USA: attenzione ai difensivi

Le società di semiconduttori hanno beneficiato in modo significativo del tema dell'IA, sperimentando effetti positivi sostanziali, ma anche altri settori, dai servizi di comunicazione ai beni discrezionali, registrano revisioni al rialzo delle stime sugli utili. Alla luce della stagionalità negativa, monitoriamo però anche la parte più difensiva del mercato, dove sanitari e beni di base appaiono molto sottovalutati. Manteniamo una preferenza per le *large cap*, le società «*high quality*» e con caratteristiche di «*positive momentum*» sugli utili.

### Emergenti: la Cina perde smalto

In un quadro di elevata volatilità dovuta alle elezioni in India, Sudafrica e Messico, i fattori macro e le politiche fiscali hanno avuto un impatto negativo su America Latina e Sudafrica, mentre il mercato indiano si è dimostrato resiliente. La Cina invece sconta le problematiche del settore immobiliare e la debolezza dei consumi, che hanno portato a una parziale correzione del *rally* iniziata a metà aprile.