



## Onda rossa

Dopo l'elezione di Donald Trump a Presidente degli Stati Uniti, i mercati hanno reagito secondo le nostre aspettative, sebbene in misura contenuta, nonostante le incertezze della vigilia. Le previsioni di crescita sono state riviste al rialzo negli Stati Uniti e al ribasso in Area Euro, mentre la Cina attende nuovi stimoli fiscali e monetari da parte delle Autorità. In questo scenario, la view sui mercati azionari e sui governativi dei Paesi sviluppati passa da neutrale a neutrale-positiva

Con una vittoria netta su Kamala Harris, **Trump è diventato il 47° Presidente degli Stati Uniti**, il secondo nella storia a ottenere due mandati non consecutivi, dopo Grover Cleveland che guidò il Paese alla fine del XIX secolo. Un successo ragguardevole, considerando che lasciò la Casa Bianca nel gennaio 2021 con un livello di approvazione di poco superiore al 30%, e che, a dispetto delle previsioni della vigilia, l'affermazione è stata totale: i repubblicani hanno conquistato il controllo del Senato ed è molto probabile che ottengano anche quello della Camera.

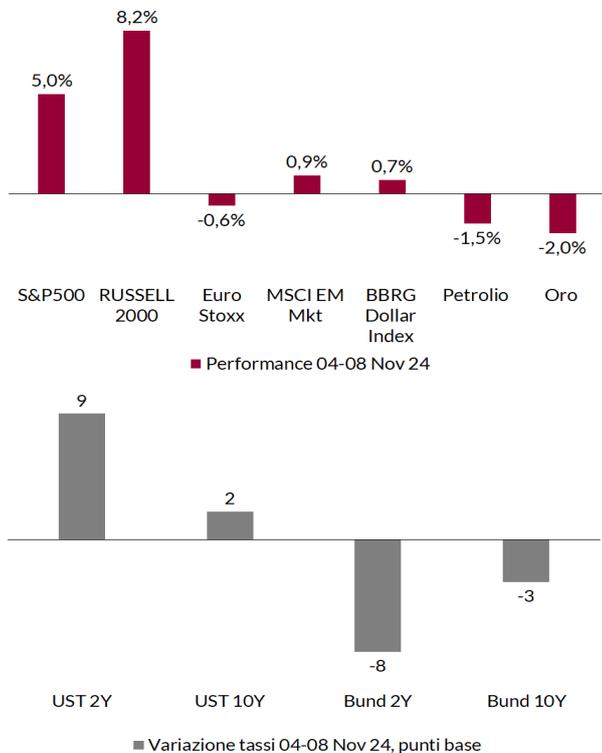
**I listini azionari statunitensi hanno festeggiato** anticipando l'adozione di misure pro-crescita e pro-business,

**mentre i rendimenti governativi hanno inizialmente registrato pressioni al rialzo**, per i timori di aumento del deficit e rallentamento del processo disinflazionistico. **In Area Euro, le preoccupazioni** per le ripercussioni sulla crescita delle politiche protezionistiche di Trump - che potrebbero spingere la Banca Centrale Europea ad assumere un atteggiamento ancor più accomodante - **hanno spinto al ribasso sia i rendimenti governativi che i listini azionari (Grafico 1 - alla pagina seguente).**

Gli impatti economici potrebbero essere ancora più significativi. Con nuove promesse di tagli fiscali mirati a stimolare la crescita e gli investimenti, gli Stati Uniti sembrano intraprendere una fase di transizione che po-

trebbe segnare anche una svolta per l'economia globale.

**Grafico 1:** La reazione dei mercati azionari ed obbligazionari all'elezione di Trump



Fonte: Elaborazione ANIMA su dati Bloomberg; dati al 09/11/2024.

**L'economia statunitense ha mostrato segnali di resilienza:** i dati più recenti indicano un rallentamento più contenuto del previsto, grazie alla solidità dei risparmi in eccesso accumulati durante la pandemia, che alimentano i consumi e continuano a sostenere la crescita, potenzialmente fino alla fine del 2025. Se gli Stati Uniti mostrano segni di una crescita sostenibile, **l'Europa si trova a fare i conti con un ulteriore deterioramento dell'attività economica nel breve termine**, con una crescita del PIL dello 0,2% prevista per il secondo semestre 2024. Le prospettive per il 2025 sono leggermente più positive, ma riviste al ribasso. **Per quanto riguarda la Cina, il rallentamento economico è ormai una realtà tangibile:** le previsioni di crescita del PIL per il 2024 sono state nuovamente abbassate, a causa di un mercato immobiliare in crisi e di una domanda interna che fatica a riprendersi.

Sul fronte dell'inflazione, **la tendenza disinflazionistica sembra consolidarsi sia negli Stati Uniti che in Europa, soprattutto nei beni core.**

In materia di politiche monetarie, **la BCE potrebbe intraprendere un ciclo di allentamento più aggressivo**

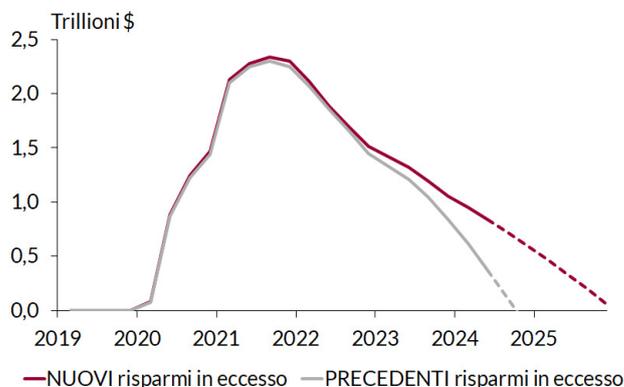
**rispetto alla Federal Reserve**, stanti le sfide che potrebbero derivare dalle politiche commerciali di Trump. In Cina, **la Banca Popolare Cinese (PBoC) continua a perseguire una politica monetaria espansiva**, accompagnata da stimoli fiscali per sostenere la crescita.

Sul fronte delle raccomandazioni allocative riteniamo opportuno aggiungere esposizione ai governativi *core*, pur senza abbandonare un approccio cauto e graduale, mentre adottiamo un atteggiamento moderatamente costruttivo sui listini azionari dei Paesi sviluppati e sul dollaro.

**Crescita.** I dati pubblicati dall'Ufficio di Statistica degli Stati Uniti indicano un rallentamento economico più contenuto del previsto, suggerendo un **atterraggio morbido** ("soft landing") **più graduale**. Le revisioni annuali dei dati relativi alla contabilità nazionale evidenziano una crescita economica superiore alle stime iniziali, principalmente grazie a un aggiornamento al **rialzo dei risparmi in eccesso** accumulati dagli americani e ancora disponibili per essere spesi.

Le nuove stime rivelano, infatti, che gli americani possiedono circa \$400 miliardi in più rispetto a quanto indicato precedentemente e questi risparmi vengono consumati a un ritmo più lento, suggerendo un esaurimento solo alla fine del 2025 (**Grafico 2**). Poiché gli *excess-savings* hanno svolto un ruolo cruciale nel sostenere l'economia statunitense durante la ripresa post-pandemica, la previsione di crescita per il 2025 è stata rivista al rialzo, dal 1,8% inizialmente stimato al 2,3%.

**Grafico 2:** Nuovi dati suggeriscono che i risparmi in eccesso potrebbero esaurirsi entro la fine del 2025



Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research. Dati al 28/10/2024.

Per quanto riguarda il mercato del lavoro, i dati relativi all'occupazione di settembre hanno contribuito

a mitigare le preoccupazioni emerse nei mesi estivi, indicando che un collasso imminente è poco probabile. Il tasso di creazione di nuovi posti di lavoro si mantiene solido, con performance positive, in particolare nei settori ciclici. Inoltre, l'aumento del tasso di disoccupazione registrato tra giugno e agosto è legato al maggior numero di persone che si è infatti inserito nel mercato del lavoro registrandosi nelle liste di disoccupazione, piuttosto che a causa di licenziamenti diffusi.

**In Area Euro, i dati indicano un rallentamento economico nel breve periodo.** Per il secondo semestre del 2024, si prevede una crescita inferiore al potenziale, con un aumento del PIL dello 0,2% nel terzo e quarto trimestre. **Le prospettive per il 2025 restano positive, ma meno favorevoli rispetto alle previsioni precedenti.** La debolezza economica attuale è evidenziata dal crescente divario tra reddito disponibile e consumi, in parte dovuto all'aumento del tasso di risparmio. Questo è incentivato dai rendimenti elevati sui depositi vincolati, mentre la ricchezza netta rimane al di sotto dei livelli pre-pandemici, in rapporto al reddito. Dal lato dell'offerta, la situazione è altrettanto complessa. Il settore industriale sta attraversando difficoltà, influenzato dalla perdita di competitività e dalla crescente vulnerabilità delle aziende non finanziarie. Di conseguenza, **la crescita dell'Area Euro è destinata a rimanere sotto il potenziale anche nel 2025**, a causa di una debolezza strutturale che ha avuto ripercussioni anche sulle politiche della BCE.

**Inflazione.** L'ultimo report sull'inflazione negli Stati Uniti, pur mostrando risultati inizialmente superiori alle aspettative, ha evidenziato segnali più positivi di quanto apparso a prima vista. L'aumento dei prezzi dei beni core è stato in gran parte influenzato da categorie volatili, che non riflettono tendenze stabili nel lungo periodo. Inoltre, i prezzi dei servizi abitativi hanno perso slancio, tornando ai livelli pre-pandemici. Un altro dato rilevante riguarda l'indice supercore, che ha registrato una certa accelerazione, dovuta principalmente a fattori specifici, come l'aumento dei costi nei settori del trasporto e dell'assistenza sanitaria.

**Nell'Area Euro, l'inflazione sui beni core è tornata sui livelli pre-pandemici**, con previsioni di consolidamento su questi valori. Al contrario, l'inflazione sui servizi sta rallentando (**Grafico 3**), dopo l'impennata dovuta agli effetti delle Olimpiadi francesi. In generale, lo scenario economico rimane stabile: **ci si attende che il processo disinflazionistico continui**, sostenuto da diversi fattori, tra cui il calo

dei profitti aziendali, il ridimensionamento delle pressioni salariali e la stagnazione della domanda interna.

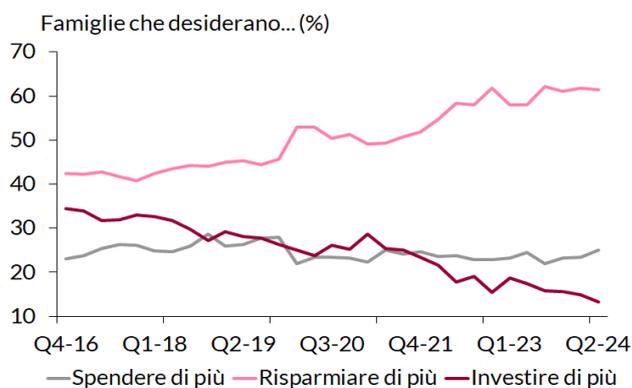
**Grafico 3:** Il calo dell'inflazione dei servizi potrebbe favorire tagli più consistenti da parte della BCE



Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research. Dati al 28/10/2024.

**L'economia cinese continua a mostrare segnali di debolezza**, con diverse criticità persistenti. La fiducia dei consumatori rimane bassa, accompagnata da un aumento del tasso di risparmio e una spesa prudente (**Grafico 4**). Le difficoltà del settore immobiliare, inoltre, continuano a gravare sull'economia, con i prezzi delle abitazioni in calo e un mercato squilibrio tra domanda e offerta, senza prospettive di recupero nel breve periodo; a ciò si aggiungono rischi disinflazionistici sempre più crescenti. Le Autorità cinesi hanno annunciato misure per stimolare l'economia, senza però fornire dettagli finanziari specifici: per soddisfare le aspettative del mercato sarebbero necessari almeno 5-6mila miliardi di yuan.

**Grafico 4:** La fiducia dei consumatori cinesi rimane depressa



Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research. Dati al 28/10/2024.

**Banche centrali.** Per quanto riguarda la Fed, ci aspettiamo una riduzione dei tassi di interesse di 50 punti

base nel 2024, con un ulteriore allentamento di 100 punti nel 2025, in linea con le aspettative del mercato. Una visione invariata dall'esito delle recenti elezioni in quanto, come già in occasione del primo mandato di Trump, i dazi, pur riconosciuti come un potenziale fattore di rischio, non avevano influenzato la funzione di reazione della Fed, fino a quando non furono effettivamente applicati e iniziarono a condizionare la crescita globale.

**Per la BCE prevediamo una serie di tagli di 25 punti base a ogni riunione programmata fino a giugno 2025**, con il tasso di deposito che potrebbe scendere anche al di sotto del 2%, qualora l'inflazione dei servizi lo consentisse.

In Cina, la **Banca Popolare Cinese proseguirà con politiche monetarie espansive**, affiancate da stimoli fiscali, al fine di massimizzare l'impatto positivo sulla crescita economica.

**Elezioni USA.** Con la vittoria di Donald Trump, gli Stati Uniti si apprestano ad affrontare una nuova fase economica, segnata da politiche fiscali espansive, deregolamentazione e un approccio più protezionista verso l'economia globale. Tra gli obiettivi principali del programma repubblicano c'è il rilancio della crescita attraverso tagli alle tasse per le imprese e incentivi agli investimenti. Il mercato ha reagito in modo razionale e prevedibile dopo l'esito elettorale, con i rendimenti dei Treasury in aumento e l'indice S&P500 che ha raggiunto i nuovi massimi storici. D'altro canto, in Europa i mercati azionari e i tassi di interesse sono scesi, penalizzati dalla possibilità di tariffe aggiuntive e dalla prospettiva di ulteriori tagli della BCE. Il dollaro si è apprezzato globalmente, gravando sul comparto delle materie prime.

In considerazione delle riflessioni emerse e dei movimenti osservati, **manteniamo una view moderatamente costruttiva sui governativi dei Paesi sviluppati.** Di recente i Treasury hanno registrato una discreta correzione, che ha restituito valore al comparto: in ottica relativa, l'interesse per i governativi europei è maggiore, stante la diversa distribuzione dei rischi nelle due aree geografiche.

In particolare, **il giudizio sui Treasury è costruttivo.** Gli eccessi relativi alle aspettative di allentamento monetario sono stati riassorbiti: gli investitori prezzano tagli dei tassi per 50 punti base nel 2024 e 100 nel 2025, rispetto ai 75-125 punti base anticipati un mese fa. Questa evoluzione si giustifica alla luce di una serie di fattori: dati macroeconomici migliori delle attese, revisioni dei dati del BEA (l'Ufficio di Analisi Economica degli Stati Uniti) e una retorica meno accomodante da parte della Fed.

**Anche per quanto riguarda i Bund il giudizio si conferma moderatamente costruttivo**, dopo la neutralità espressa dopo la fine di agosto: pertanto, abbiamo iniziato ad accumulare gradualmente esposizione intorno al 2,20%. Questo cambiamento si basa su diverse motivazioni: in primo luogo, le previsioni di crescita sono state abbassate, con l'espansione economica prevista sotto il potenziale anche nel 2025, con una revisione al ribasso allo 0,9% (dal 1,3% precedente). Inoltre, la BCE ha adottato una retorica più accomodante, il che suggerisce che potrebbe accelerare l'allentamento della stretta monetaria.

**Per i BTP, manteniamo una view allineata con i governativi core**, giustificata dal pick-up di rendimento rispetto ad altri titoli sovrani europei, e il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR), che ha stimolato un aumento degli investimenti pubblici. La convergenza macroeconomica tra i Paesi periferici e quelli core è destinata a proseguire nel medio periodo, il che offre supporto al comparto.

In ambito valutario, la view sul dollaro diventa moderatamente costruttiva.

**La prospettiva sull'asset class azionaria diventa anch'essa moderatamente positiva, soprattutto per gli Stati Uniti e per i settori che beneficeranno delle politiche di Trump.** Anche gli altri Paesi sviluppati offrono opportunità. Rimaniamo neutrali sulla Cina, in attesa di maggiori informazioni sui piani di stimolo fiscale, mentre i Paesi emergenti sono visti in una posizione svantaggiata a causa dell'incertezza legata all'inasprimento delle tariffe e all'apprezzamento del dollaro.

## Mercati obbligazionari

### **Moderatamente costruttivi sui govies**

**La view sui comparti governativi rimane moderatamente costruttiva.** Nelle ultime settimane, i rendimenti hanno subito sensibili pressioni al rialzo, in particolare negli Stati Uniti, complici i segnali di resilienza della crescita, la revisione delle aspettative sulla politica monetaria e il focus sui rischi connessi alle elezioni americane. Abbiamo iniziato ad accumulare gradualmente esposizione al rischio tasso, in coerenza con l'orientamento strategicamente costruttivo che abbiamo sempre mantenuto e con la convinzione che le valutazioni siano interessanti con orizzonte a medio termine, e sfruttato la volatilità post-elettorale per incrementare ulteriormente la duration. **L'interesse è superiore al margine per i governativi europei** rispetto a quelli statunitensi, giustificato da una BCE potenzialmente più accomodante,

in virtù di un contesto di crescita-inflazione più benevolo.

## Mercati azionari

### Europa: positivi su finanziari, consumer e materiali di base

Il moltiplicarsi di segnali di debolezza macro, soprattutto nel settore manifatturiero, ha portato a una flessione sul mercato azionario europeo da fine agosto, rapidamente riassorbita nella seconda metà di settembre.

A livello settoriale, siamo positivi sui *diversified financials*, neutrali sui settori sanitario, tecnologico e dei beni di consumo e negativi sugli energetici.

### Italia: bene finanziari e tecnologici

Siamo sovrappesati nel settore finanziario, a causa di una riduzione dovuta a scelte di *stock picking* e una remunerazione del capitale appetibile tramite dividendi e *buyback*. Il settore del lusso è sotto pressione per la debolezza dei consumi cinesi e le revisioni negative sugli utili ma manteniamo una visione di lungo periodo, supportata dalla qualità dei brand e dalla loro solidità nei bilanci. Nel comparto tecnologia siamo in leggero sovrappeso, a differenza del settore industriale, in sottopeso a causa della scarsa visibilità e della debolezza dei PMI.

### USA: selettività su tech e IT

I portafogli non hanno subito variazioni significative nell'allocazione settoriale, dove abbiamo mantenuto esposizione ai ciclici attraverso i finanziari, controbilanciati dai sanitari. Manteniamo l'approccio selettivo su *tech* e IT, in attesa che la stagione degli utili offra occasioni d'acquisto. Tra le *big cap*, le revisioni al ribasso delle stime di crescita degli utili del terzo trimestre potrebbero rappresentare terreno fertile per sorprese. Confermiamo il bias costruttivo sulle *small/mid cap* di qualità (S&P 400), meno vulnerabili al rialzo dei tassi.

### Emergenti: i segnali da USA e Cina

Il posizionamento sugli emergenti è rimasto invariato e l'operatività si è concentrata sull'allocazione geografica. I risultati elettorali americani e il piano di stimoli cinese rappresentano due aspetti cruciali da monitorare. In particolare, introduciamo un elemento di cautela sulla possibilità che le Autorità cinesi possano posticipare la definizione dei dettagli del piano di stimoli al primo trimestre dell'anno prossimo: questo potrebbe alimentare un'ondata di volatilità, e rende potenzialmente rischiosa una posizione di significativo sovrappeso sulla Cina.