



L'ultimo canto della cicala?

Mentre negli USA si registra per la prima volta un segnale di cautela proveniente dai dati sui consumi, in Area Euro la crescita resta anemica e il processo disinflativo prosegue su entrambe le sponde dell'Atlantico. In Cina si segnalano indicazioni contrastanti sulla crescita e spinte inflazionistiche deboli. In questo contesto, il giudizio sui titoli di Stato *core* e sui BTP si conferma costruttivo, mentre la *view* sui mercati azionari resta neutrale.

Per la prima volta dopo il Covid, **i dati sull'attività economica negli Stati Uniti introducono una sfumatura meno positiva**: il 2024 non sarà l'anno della recessione, ma le forze che hanno sostenuto crescita e consumi andranno ad esaurirsi. Questo quadro è coerente con le attese su un consolidamento del processo disinflativo nel secondo semestre, nelle varie categorie di beni e servizi. **In Area Euro la prevista lieve accelerazione dell'attività nella seconda metà dell'anno non impedirà che la crescita resti anemica**, mentre le pressioni inflazionistiche sull'indice *core* continuano a calare. In questo scenario **la Banca Centrale Europea è pronta ad avviare il taglio dei tassi già a giugno, ma anche la Federal Reserve potrebbe anticipare la prima mossa alla riunione di luglio.**

In Cina, infine, l'economia fa registrare dati contrastanti fra segnali costruttivi e venti contrari che restano forti e la dinamica dei prezzi continua a mostrare deboli pressioni. **Le nostre indicazioni allocative restano invariate**, con una *view* costruttiva sui titoli di Stato *core* e sui BTP, mentre per l'azionario l'indicazione si mantiene di neutralità e leggermente più positiva per l'Italia.

Crescita. Per la prima volta dall'inizio del processo di riapertura post-Covid, **introduciamo una nota di cautela sulla crescita negli Stati Uniti.** I *driver* che hanno sostenuto la spesa per i consumi delle famiglie, che sinora è stata il motore della crescita grazie a risparmi in eccesso e politica fiscale espansiva, vanno incon-

tro a un deterioramento. Anche se i risparmi in eccesso non si esauriranno prima del primo trimestre del 2025, con il tempo il reddito disponibile in termini reali diventerà la forza più importante a sostegno della spesa delle famiglie (e andrà comunque riducendosi), e inoltre nel 2024 l'impulso fiscale diventerà negativo.

In aggiunta, nel breve termine diversi altri segnali testimoniano la perdita di slancio dell'economia: la **debolezza delle vendite al dettaglio** (con crollo di quelle online); la **discesa degli indici ISM di fiducia delle imprese** in territorio di contrazione sia per il manifatturiero che per i servizi; il nuovo **calo della fiducia dei consumatori**; il graduale **ribilanciamento fra domanda e offerta di lavoro**. Ciononostante, continuiamo a ritenere che **nel 2024 l'economia americana non entrerà in recessione (Grafico 1)** pur proseguendo nel suo percorso di rallentamento lento. Rispetto ai mesi scorsi, però, va segnalato il processo di graduale esaurimento delle forze che sinora ne hanno sostenuto crescita e consumi.

Grafico 1: Crescita, stime del PIL a confronto

	USA ANIMA	USA consenso	Area Euro ANIMA	Area Euro consenso
	Q/Q %, SAAR*	Q/Q %, SAAR*	Q/Q %	Q/Q %
Q4 23	3.2	3.2	0.0	0.0
2023	2.5	2.5	0.5	0.5
Q1 24	1.6 ↓	1.6 ↓	0.3 ↑	0.3 ↑
Q2 24	1.6 ↓	1.7 ↑	0.2	0.2
Q3 24	1.5 ↓	1.3 ↑	0.2	0.3
Q4 24	1.4 ↓	1.5	0.3	0.4
2024	2.3 ↓	2.4 ↑	0.6 ↑	0.7 ↑

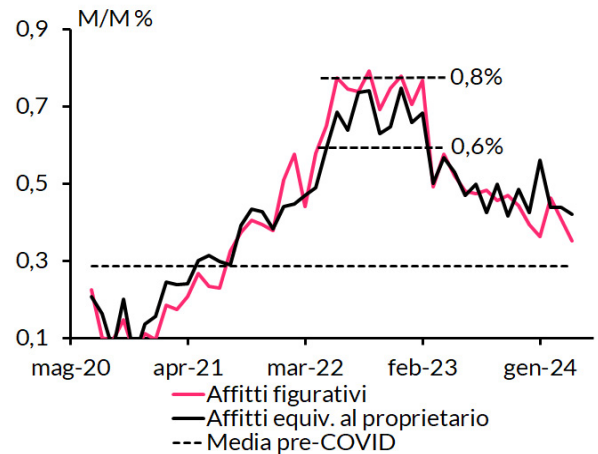
*Tasso annuo destagionalizzato. Fonte: Bloomberg, Haver Analytics, ANIMA Research. Dati al 23/05/2024

In Area Euro, i dati sul PIL del quarto trimestre 2023 sono stati rivisti al ribasso, mentre il report preliminare per il primo quarto del 2024 è stato più robusto del previsto: inoltre, nei diversi Paesi si registrano dinamiche disomogenee, con una tenuta della domanda interna in Francia e Spagna e un indebolimento in Germania e Italia. **Diversi indicatori inducono alla cautela:** le famiglie convogliano il reddito disponibile in eccesso in depositi vincolati; l'attività nel settore manifatturiero resta debole a causa delle condizioni finanziarie restrittive; gli indicatori di *sentiment* offrono segnali contraddittori. In tale contesto, per l'Area Euro **manteniamo l'attesa per**

una crescita anemica nei prossimi mesi, con una lieve riaccelerazione nel secondo semestre.

Inflazione. Per quanto riguarda la dinamica dei prezzi, il dato di aprile sull'inflazione statunitense ha ridimensionato i timori generati dalle tre sorprese al rialzo consecutive dei mesi precedenti: per questo riteniamo che **il processo di disinflazione negli USA si dovrebbe consolidare nel secondo semestre.** Le variazioni mensili dei prezzi dei beni *core* restano in linea con la media pre-pandemica e gli indicatori anticipatori lasciano presagire una stabilizzazione. I prezzi dei servizi legati al settore residenziale hanno perso momentum ad aprile, quando la componente di affitto della prima casa ha registrato un netto calo, e quella degli affitti figurativi sembra aver superato indenne il picco anomalo fatto segnare a gennaio (**Grafico 2**). Gli indicatori anticipatori segnalano che le pressioni continueranno ad allentarsi, pur con qualche volatilità.

Grafico 2: USA, l'inflazione *shelter* cala ancora



Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research. Dati al 23/05/2024

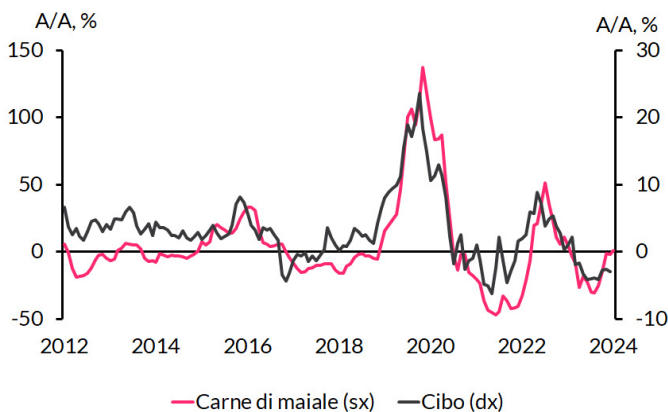
La variazione su base mensile dell'indice *supercore* (prezzi dei servizi *core* non abitativi) è scesa ad aprile e, al netto della RC auto, il momentum è in linea con la media pre-pandemica. Le dinamiche sulle pressioni salariali sono incoraggianti e coerenti con una decelerazione dell'inflazione sui servizi: il *trend* di moderazione dovrebbe continuare a consolidarsi, in coerenza con i segnali degli indicatori anticipatori.

In Area Euro, le pressioni inflazionistiche sui beni core continuano a calare in modo trasversale, con il traino dei beni durevoli e un contributo superiore delle componenti meno energivore. Con la pubblicazione del dato di aprile, anche l'inflazione sui servizi *core* è

calata, complice l'esaurirsi della fiammata inflazionistica registrata nei mesi scorsi a causa del picco di acquisti di pacchetti vacanze registrato in occasione di una Pasqua particolarmente "bassa". Ci aspettiamo che il trend ribassista si consolidi, sulla scia del progressivo allentamento delle pressioni salariali.

In Cina, l'economia fa registrare dati contrastanti: da un lato, la produzione industriale è più robusta del previsto e le esportazioni sono in aumento; dall'altro, le vendite al dettaglio sono deboli e la fiducia delle famiglie resta depressa, per il calo del prezzo delle case e, più in generale, la debolezza del settore immobiliare. Sul fronte dell'inflazione, i prezzi della carne di maiale - molto importante nell'indice cinese - hanno raggiunto i minimi dal 2022 (**Grafico 3**) e dovrebbero guidare ora una modesta accelerazione dell'inflazione sulla componente dei beni alimentari.

Grafico 3: L'export traina la crescita cinese



Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research. Dati al 23/05/2024

Il momentum a livello core resta comunque debole, in linea con una domanda interna fiacca e un diffuso eccesso di produzione. Per questo, **sulla Cina la nostra posizione resta neutrale**.

Banche centrali. Per quanto riguarda le politiche monetarie, lo scenario è sostanzialmente invariato. **Negli USA, i recenti dati macro giustificerebbero un allentamento della politica monetaria:** nel secondo semestre, ci aspettiamo un taglio dei tassi di 50 punti base da parte della Fed, a partire da settembre. Tuttavia, se i dati macro dovessero mantenere l'orientamento di aprile, l'avvio dei tagli potrebbe essere anticipato già a luglio.

Sull'altra sponda dell'Atlantico, è probabile che la BCE avvierà il ciclo espansivo a giugno, per un totale di 75-

100 punti base di tagli dei tassi nel 2024. Ci aspettiamo che la Presidente Lagarde non si sbilanci su tempistiche e portata del taglio, continuando ad adottare un approccio graduale e a professare una linea di *data dependence*, anche a causa delle divisioni all'interno del Consiglio Direttivo e dell'incertezza sulle scelte della Fed.

In Cina, l'attuazione degli stimoli annunciati a marzo (pari a 1.000 miliardi di yuan) è iniziata e la Banca Popolare Cinese taglierà il coefficiente di riserva obbligatoria di 50 punti base ed effettuerà un solo taglio (anziché due) del tasso di riferimento per i prestiti, grazie ad una crescita migliore del previsto. Tuttavia, riteniamo che la maggior parte del supporto all'economia arriverà più dalle autorità di politica fiscale che da quelle di politica monetaria.

In questo contesto, **le nostre indicazioni di asset allocation restano inalterate.** Fra i bond governativi *core*, **confermiamo la costruttività sui Treasury**, alla luce del probabile ingresso dell'economia USA nella fase finale del ciclo post pandemico, del ribilanciamento del mercato del lavoro e del previsto allentamento delle pressioni inflazionistiche. **La stessa indicazione è valida per i Bund**, che dal canto loro possono contare sulla sorpresa al rialzo nei dati sul PIL, l'approccio comunque cauto e dipendente dai dati della BCE, l'elevata correlazione con i titoli di Stato USA e l'impatto negativo del *Quantitative Tightening*. **Anche i BTP godono di una view positiva**, in un contesto di alta propensione al rischio e bassa volatilità e grazie all'extra rendimento rispetto ai titoli governativi degli altri Paesi, oltre che all'effetto favorevole della convergenza macro fra Paesi *core* e periferici.

Sui mercati a spread conserviamo un giudizio cauto, alla luce dell'aumentata dispersione e dell'approccio selettivo degli investitori.

In ambito azionario manteniamo il giudizio neutrale, con *sentiment* costruttivo: ai fattori di supporto rappresentati dalla stagione degli utili migliore del previsto e dal *re-pricing* delle attese sulla politica monetaria fanno da contraltare la stagionalità negativa e il previsto deterioramento dello scenario macroeconomico. Si predilige un focus sulla creazione di alpha, attraverso scelte allocative settoriali e lo *stock picking*.

Mercati obbligazionari

Focus sulle Banche Centrali

Le aspettative sulla politica monetaria restano cruciali, sia per la dinamica dei mercati che per la strategia gestionale. Un allentamento della stret-

ta della Fed a luglio, settembre e dicembre potrebbe essere plausibile, e se la curva di mercato monetario dovesse arrivare a prezzare 2,5 tagli valuteremo una presa di profitto sui sovrappesi di *duration*.

In Area Euro è probabile che la BCE tagli i tassi tre volte nell'arco dell'anno, e resta giustificabile un approccio costruttivo, ma senza eccessi a causa della scarsa visibilità sul percorso di allentamento. Con riferimento ai BTP, lo spread rispetto ai tassi *swap* sulle scadenze decennali resta nella parte bassa del range di 100-150 punti base; gli elementi di criticità sul fronte idiosincratico non mancano ma è improbabile che si registrino tensioni importanti nel breve termine.

Nel comparto del credito, la riapertura del mercato primario ha permesso agli emittenti *high yield* di spostare circa 1/3 del *maturity wall* - cioè la scadenza simultanea di un alto numero di emissioni obbligazionarie - dei prossimi tre anni, ma per gli emittenti CCC il dato è molto meno incoraggiante: la dispersione in aumento e l'approccio selettivo degli investitori giustificano la nostra cautela.

Mercati azionari

Europa: IT, bancari e sanitari

A seguito del ritracciamento dei mercati azionari in aprile, dovuto al brusco aumento dei tassi di interesse, i corsi azionari hanno ripreso il trend rialzista. In un contesto di sostanziale calma e bassa volatilità, abbiamo ridotto il sottopeso sui beni di base e incrementato l'esposizione alla tecnologia. Il giudizio è positivo anche su bancari, materiali di base e sanitari, mentre è negativo su energetici e industriali.

Italia: finanziari sotto la lente

La stagione degli utili ha dipinto un quadro a due facce, con i titoli finanziari che restano molto solidi grazie a maggiori entrate da commissioni e margini di interesse resilienti, mentre i non finanziari sono stati colpiti da una base di confronto sfidante e un contesto macroeconomico anemico a cavallo d'anno, in un contesto di volumi deboli e normalizzazione dei prezzi. In questo contesto, restiamo cautamente ottimisti e per i prossimi mesi ci aspettiamo di mantenere un posizionamento nell'intorno del livello attuale.

USA: fra luci ed ombre

Ad aprile i portafogli sono stati orientati verso i titoli *laggard*, con vendite selettive sui tecnologici a favore degli industriali. Nei finanziari abbiamo mantenuto l'esposizione verso le grandi banche alla luce della qualità ancora buona del credito al consumo, nonostante i primi segnali di debolezza provenienti dal settore *retailers*. Infine, il peso sul settore energetico è stato marginalmente rimodulato e redistribuito nell'universo *value*.

Emergenti: il ritorno della Cina

Nel corso del mese il comparto ha ben performato, guidato dai rialzi del settore tecnologico e del recupero dell'indice cinese. Per quanto riguarda la Corea e le aspettative di un contesto più favorevole al mercato azionario, rileviamo una perdita di *momentum*, nonostante gli sforzi del governo. Il sovrappeso sulla Cina è stato parzialmente incrementato, mentre abbiamo ridotto marginalmente il peso sull'India, complice la volatilità della lunga tornata elettorale. Manteniamo l'esposizione al tema dell'AI e al settore tecnologico esclusivamente in Corea e Taiwan.