



Aspettando Trump

In attesa dell'insediamento di Trump, la crescita rallenta gradualmente negli Stati Uniti, mentre rimane debole e sotto potenziale in Area Euro. Il processo disinflazionistico prosegue su entrambe le sponde dell'Atlantico, supportando l'allentamento monetario di BCE e Fed. In Cina, il *momentum* si conferma debole. In questo scenario, manteniamo una *view* moderatamente costruttiva sulle obbligazioni governative e miglioriamo quella sulle azioni di Europa e Italia

Mancano **pochi giorni all'insediamento di Donald Trump** e, **nonostante l'inatteso inasprimento dell'approccio della Federal Reserve** - e il conseguente aumento della volatilità - , lo **scenario macro** di riferimento è largamente **invariato** rispetto al mese precedente, fatta eccezione per l'azionario europeo e italiano, dove la nostra *view* passa da neutrale/positiva e positiva.

Nel dettaglio, per quanto riguarda la crescita, ci aspettiamo un'**economia ancora solida, ma in misurato rallentamento negli Stati Uniti**, e in **debole ripresa** - sotto potenziale e sotto consenso - **in Area Euro**. **In Cina**, le prospettive di miglioramento della cresci-

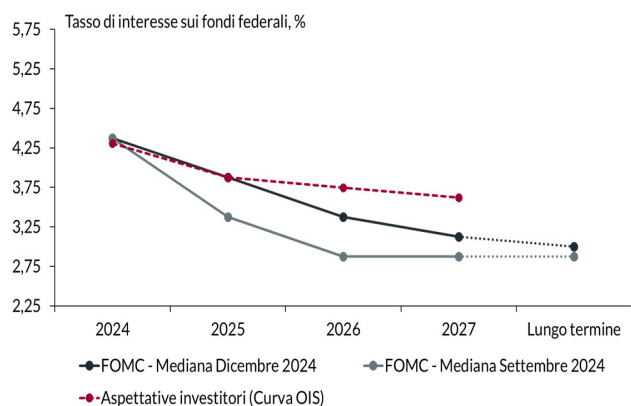
ta sono strettamente legate agli **stimoli provenienti dalle Autorità** e alla **politica commerciale americana**.

Con riferimento alla dinamica dei prezzi, **il processo disinflazionistico conferma le attese su entrambe le sponde dell'Atlantico**: l'inflazione *core* converge verso il *target*, trainata principalmente dai prezzi dei servizi. **In Cina**, invece, **sembra improbabile un miglioramento significativo** fino a quando le misure di stimolo non saranno pienamente implementate.

A livello di politiche monetarie, a dicembre, **la Federal Reserve** ha ridotto i tassi di 25 punti base, ma ha

anche adottato un **orientamento meno accomodante (Grafico 1)**. Ci aspettiamo quattro tagli da 25 punti base nel 2025, ma vediamo rischi orientati verso un allentamento leggermente meno deciso. In Area Euro, la **Banca Centrale Europea prosegue sulla strada dell'allentamento** e dovrebbe tagliare i tassi cinque volte per 25 punti base ciascuna, portando il tasso di deposito poco sotto la neutralità. In Cina, infine, la **Banca Popolare Cinese dovrebbe mantenere un approccio accomodante** e continuare ad accompagnare l'allentamento monetario con gli stimoli fiscali.

Grafico 1: Dopo l'ultima riunione di dicembre 2024, la Fed ha rivisto al rialzo i "dots".



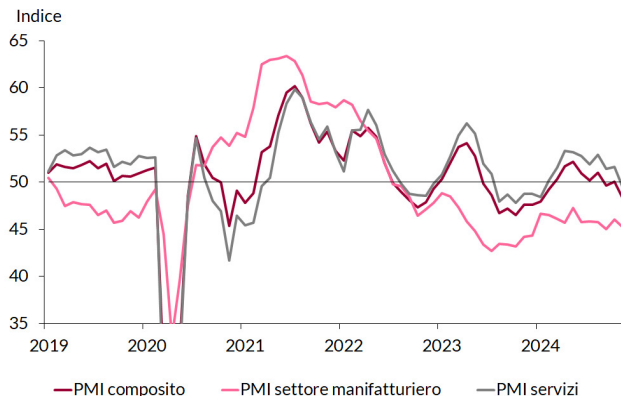
Fonte: Federal Reserve, ANIMA Research. Dati al 18/12/2024.

Crescita L'economia USA resta orientata verso un "soft-soft landing": dal 2024 al 2025 la crescita dovrebbe scendere dal 2,8% al 2,3% e anche il *consensus* si avvicina alle nostre stime, a lungo più ottimiste. Nel complesso, il reddito disponibile e la spesa per consumi restano su livelli ampiamente superiori al *trend* pre-Covid, e i rischi per il quarto trimestre sono orientati al rialzo. Il mercato del lavoro, peraltro, prosegue nel suo raffreddamento: nonostante i buoni dati sul fronte della creazione di nuovi impieghi, da un lato si registra un rientro della domanda verso i livelli pre-Covid e dall'altro il numero di persone che diventano disoccupate e lo rimangono sta aumentando.

In Area Euro, l'economia evita la recessione ma è lontana da una ripresa degna di nota. Il dato sul PIL del terzo trimestre è stato positivo, ma si tratta di un risultato spiegabile in larga parte con la forza dei consumi privati francesi, gonfiati dai Giochi Olimpici. Analizzando i dati sulla fiducia delle imprese – sotto quota 50 sia per il manifatturiero che per i servizi – emerge un quadro sconsolante (Grafico 2). Le aree di debolezza sono numerose: dall'immobiliare alla domanda estera, passando per i problemi strutturali che affliggono la Germania, dove l'*output gap* negativo è ri-

conducibile alla mancanza di produttività, che a sua volta potrebbe riflettere la carenza di investimenti.

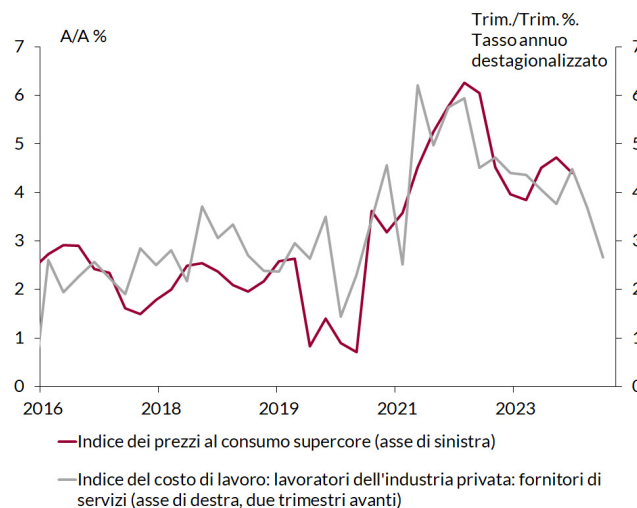
Grafico 2: Area Euro, il *momentum* del IV trimestre è destinato a rallentare.



Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research. Dati al 13/12/2024.

Inflazione. Negli Stati Uniti prosegue la discesa dell'inflazione core e per la prima volta il consensus è più aggressivo della nostra view sull'indice PCE core. Gli indicatori anticipatori legati alle dinamiche salariali segnalano che la tendenza ribassista per l'inflazione *supercore* dovrebbe consolidarsi nei prossimi trimestri (Grafico 3).

Grafico 3: USA, l'inflazione *supercore* può scendere ancora



Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research. Dati al 13/12/2024.

Scomponendo il deflatore del PIL, si nota che la componente dei profitti, cruciale nella fiammata inflazionistica del 2022, si è ridimensionata: le aziende fanno più fatica a trasferire gli aumenti dei prezzi ai consumatori, il che lascia presagire che l'impatto di eventuali dazi potrebbe venir assorbito con maggiore facilità.

In Area Euro il momentum su base trimestrale per l'in-

flazione sui servizi, mantenutasi stabile intorno al 4% per tutto il 2024 per una serie di fattori idiosincratichi, dalla Pasqua bassa ai grandi eventi sportivi dell'estate, **si sta indebolendo**. Per il prossimo anno ci aspettiamo un certo supporto dagli effetti base, e anche gli indicatori anticipatori suggeriscono una ripresa del processo disinflativo.

In Cina il momentum macro resta debole e difficilmente migliorerà prima che le misure di stimolo trovino piena attuazione: nel 2024 ci aspettiamo una crescita sotto potenziale, frenata da una domanda domestica ancora depressa. In questo quadro, l'inflazione non aumenterà che molto marginalmente. La barra del timone resta nelle mani delle Autorità di Pechino, che, pur determinate a sostenere l'economia, sembrano volersi tenere margine di manovra per rispondere agli eventuali dazi di Trump e devono ancora risolvere gli annosi problemi dei settori immobiliare, bancario e degli stimoli fiscali. Nel complesso, ci aspettiamo stimoli gradualmente in attesa di capire cosa deciderà la nuova Amministrazione USA.

Politiche monetarie. Nella riunione di dicembre, la Fed ha tagliato i tassi di 25 punti base ma ha anche rivisto le previsioni per il prossimo anno all'insegna della cautela sul percorso di discesa di tassi e inflazione. **Per il 2025 restiamo dell'idea che saranno conseguiti tagli per un totale di 100 punti base**, in quattro interventi distribuiti nei diversi trimestri dell'anno; tuttavia, continuiamo a vedere rischi orientati verso un approccio leggermente meno accomodante, soprattutto a fronte di sorprese al rialzo nei dati di crescita.

La BCE prosegue nel suo percorso di tagli dei tassi e nell'ultimo *meeting* dell'anno il Consiglio Direttivo ha rinforzato il proprio bias *dovish*: **le nostre attese si indirizzano verso cinque tagli dei tassi di 25 punti base** ciascuno nei primi tre trimestri del 2025, fino a portare il tasso di deposito poco sotto il livello di neutralità. Giustificano questa scelta la fiducia nella capacità dell'inflazione di raggiungere il target, i rischi al ribasso per l'*outlook* sulla crescita e le attese di un forte calo dei livelli dei prezzi dei servizi.

In Cina, ci aspettiamo che la Banca Popolare Cinese lavori a fare la sua parte nel supportare l'economia, anche se **la politica monetaria** – che resta accomodante – **rimarrà legata all'implementazione degli stimoli fiscali** e alle decisioni che verranno adottate a supporto del settore immobiliare.

In questo contesto macroeconomico, la nostra visione in materia di *asset allocation* non subisce variazioni di rilievo,

ad eccezione di un miglioramento del giudizio sull'azionario europeo ed italiano, che torna pienamente positivo. **Sui Treasury conserviamo un posizionamento costruttivo**, alla luce delle attese di un *soft landing* per l'economia, della convergenza dell'inflazione verso il *target* e della forte incertezza sulle politiche economiche che verranno messe in atto. **Il giudizio sui Bund è ugualmente positivo**, grazie al deterioramento del quadro macro e dalla conseguente discesa del livello dei prezzi, così come alla possibilità che la BCE implementi più tagli ai tassi di interesse di quanti ne prezza il mercato. **Numerosi i fattori di supporto per i BTP**, dall'extra rendimento rispetto agli altri governativi europei, all'aumento degli investimenti pubblici permesso dal PNRR, al previsto proseguimento della convergenza fra Paesi *core* e periferici. Anche per i titoli di Stato italiani, quindi, la *view* resta positiva.

Sui **mercati del credito** manteniamo un approccio più **cauto e selettivo**, in un contesto di *spread* molto compressi rispetto alle medie storiche.

Sul comparto azionario continuiamo ad essere **costruttivi o neutrali a seconda delle aree geografiche**. Negli Stati Uniti, l'*asset class* resta sostenuta dal *momentum* e dalle attese di implementazione delle politiche di Trump. Tuttavia, riteniamo che le migliori opportunità di natura tattica si trovino in Europa, poiché gli indici del Vecchio Continente hanno già scontato diverse notizie negative, sia politiche che geopolitiche. Al momento, infatti, essi risultano sotto-detenuti e sottovalutati, ma potrebbero beneficiare di **diversi fattori positivi in prospettiva**, come una possibile fine delle ostilità in Ucraina, un cambio di rotta nella politica fiscale tedesca, o un approccio meno aggressivo di Trump in merito alle tariffe verso l'Europa.

Mercati obbligazionari

Moderata costruttività sui govies

Il 2025 inizierà con l'aspettativa, largamente condivisa, di uno scenario ideale, con una crescita resiliente e un'inflazione ancora in calo. A livello di politiche monetarie, le attese sulla politica monetaria USA sono piuttosto conservative, con tassi ancora restrittivi alla luce dei livelli di inflazione raggiunti, mentre in Area Euro, complice il quadro macro meno costruttivo, gli investitori mantengono le attese per un allentamento più significativo.

In questo contesto manteniamo una visione moderatamente positiva e un certo sovrappeso sui comparti

governativi. I tassi sembrano essersi stabilizzati all'interno di un *trading range* di negoziazione (4,0%-4,5% sul *Treasury* e 2,0%-2,4% sul *Bund*), che può risultare vantaggioso sia per l'attrattività del *carry*, sia per il supporto offerto dalla narrativa prevalente, incentrata sull'allentamento delle pressioni inflazionistiche e della stretta monetaria, uno scenario che difficilmente subirà modifiche nel breve periodo. Più selettivo, come ricordato, l'approccio al mondo del credito.

Mercati azionari

Europa: *catalyst* positivi all'orizzonte

Nel mese, abbiamo incrementato significativamente l'esposizione, sfruttando la debolezza dei listini continentali rispetto agli Stati Uniti. L'Europa potrebbe beneficiare di un percorso di allentamento monetario più marcato che negli USA e di uno sconto valutativo importante, mentre le politiche di Trump potrebbero rivelarsi meno aggressive del previsto e le elezioni tedesche potrebbero portare a una disciplina fiscale meno rigida. Nuovi stimoli in Cina a marzo e un cessate il fuoco in Ucraina potrebbero essere ulteriori catalizzatori positivi. Siamo positivi su *diversified financials*, beni discrezionali e materiali di base, neutrali su *tech* e bancari, negativi su *utilities*, energetici e sanitari.

Italia: altrettanto costruttivi

Nonostante una chiusura di 2024 meno brillante del resto dell'anno da parte del FTSE MIB, tendiamo ad avere un approccio moderatamente costruttivo alla

luce del differenziale di performance fra il mercato italiano/europeo e quello americano, che sconta uno scenario troppo severo rispetto ai fondamentali. Restiamo in sovrappeso su servizi di pubblica utilità, lusso, finanziari e tecnologici, mentre su industriali e società indebitate l'indicazione è di sottopeso.

USA: focus sullo *stock-picking*

Il *momentum* resta guidato perlopiù dalle revisioni delle stime: in un contesto di valutazioni piene, sarà la crescita degli utili a determinare performance positive. Si registra un forte aumento della dispersione, sia settoriale che infra-settoriale, che ribadisce ulteriormente l'importanza dello *stock-picking*. A livello settoriale, si segnala il sovrappeso su finanziari e beni di base – dettato dalla presenza di titoli a più basso beta. Siamo in sottopeso, invece, su sanitari e immobiliare.

Emergenti: Cina e Corea sotto i riflettori

Nelle ultime settimane abbiamo incrementato il livello di investito attraverso strumenti derivati sul mercato domestico cinese, in attesa di sviluppi positivi in scia alle decisioni delle Autorità: finora, l'assenza di novità sostanziali ha innescato una perdita di direzionalità. Da segnalare l'appetibilità delle valutazioni sul mercato coreano: anche se il tema del *value-up* resta interessante, l'incertezza politica suggerisce l'adozione di un atteggiamento agnostico, portandoci a rivedere l'allocazione settoriale in direzione di una riduzione dell'esposizione al settore finanziario.