



Fase di ricostruzione

La prima parte dell'anno ha messo in difficoltà i mercati finanziari, dopo anni di crescita. Inflazione e politiche monetarie aggressive, tuttavia, sembrano ora scontate dal mercato e sembra arrivato il momento di una relativa stabilizzazione. Si può iniziare a ricostruire alcune posizioni, aggirando con cautela il pressing di una economia in rallentamento.

Una fase complicata, difficile, ma di transizione. Dopo un primo semestre dell'anno che non possiamo sicuramente definire tranquillo, stiamo entrando in un momento importante, contraddistinto da molte variabili che potrebbero aver raggiunto il loro livello più alto. Crescita globale, inflazione, pressioni salariali, numero di contagi Covid in Cina e atteggiamento aggressivo delle banche centrali. Il *forcing* di questi avversari ha mandato in affanno i mercati, ma pian piano potrebbe essere arrivato il momento di riprendere fiato e iniziare a ricostruire alcune posizioni. E, come per le squadre moderne, la costruzione può avvenire anche dal basso, partendo dal

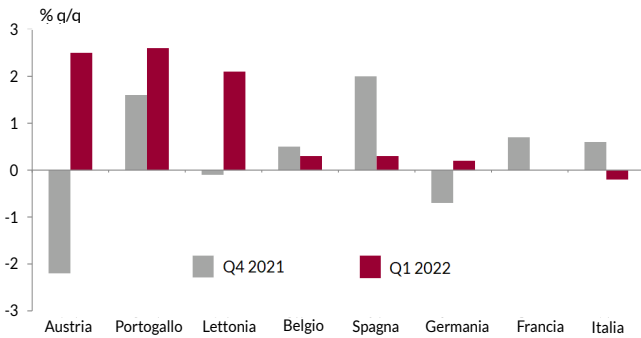
portiere e coinvolgendo tutti gli attori in campo, al fine di creare gli spazi utili per sviluppare e gestire in modo proattivo il gioco.

Crescita. Possiamo effettuare il primo passaggio verso gli Stati Uniti, dove continuano ad arrivare conferme di solidità della domanda interna. In Area Euro e Cina, invece, il flusso di dati ha offerto ben altri segnali ed evidenzia quanto le prospettive di crescita restino molto differenziate per le diverse aree geografiche. Ripartiamo, però, dagli Stati Uniti, dove il PIL si è inaspettatamente contratto nel primo trimestre, ma prevalentemente per

il contributo molto negativo delle esportazioni nette; l'impennata delle importazioni potrebbe essere spiegata sia dalla consegna di ordini effettuati in passato, sia dall'accumulazione precauzionale di input produttivi a fronte della recrudescenza della pandemia in Cina.

Grafico 1

Crescita UE: Pil a confronto



Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research.

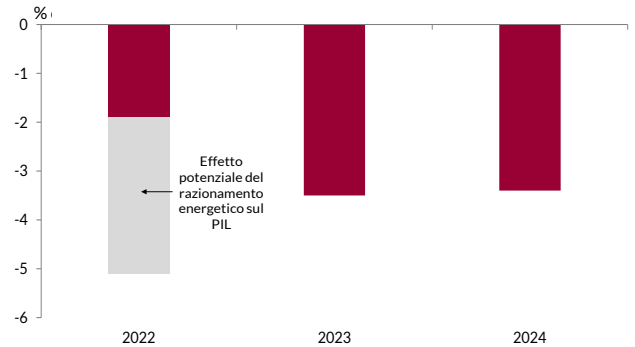
La dinamica della domanda interna resta, però, molto solida, come già anticipato, con il saldo di consumi privati e investimenti non residenziali ampiamente positivo e in accelerazione rispetto al quarto trimestre; conferme in tal senso emergono anche dai dati sull'uso delle carte di credito. **Le prospettive restano costruttive anche per i prossimi mesi**, complice il supporto offerto da tre fattori: la solidità del mercato del lavoro, dove il numero di nuove occupazioni create si attesta sistematicamente su livelli superiori alle attese degli analisti; l'andamento del reddito delle famiglie, con il tasso di crescita dei salari in termini reali in territorio positivo per circa il 70% della forza lavoro, ovvero per le fasce di lavoratori con retribuzione media e bassa; la disponibilità di risparmi, con l'80% dei lavoratori che detiene 930 miliardi di dollari di risparmi addizionali.

Meno rosee le prospettive in Area Euro. È sufficiente guardare al dato sulla dinamica del PIL nel primo trimestre: la modesta espansione registrata (+0.3% su base trimestrale) è stata conseguita grazie all'accelerazione dell'attività economica in un gruppo di Paesi che possiamo definire "minori" come Austria, Portogallo e Lettonia (**Grafico 1**), legata peraltro al rimbalzo post ondata pandemica di fine 2021. Germania, Francia, Italia e Spagna hanno registrato, invece, una sostanziale stagnazione. Se guardassimo al futuro, replicando l'analisi fatta per gli Stati Uniti, non si otterrebbero indicazioni molto incoraggianti: in primo luogo, la combinazione di bassa crescita dei salari nominali e alta inflazione ha spinto il reddito reale in territorio negativo; in secondo luogo, circa metà dei risparmi in eccesso accumulati

durante la pandemia sono stati utilizzati per finanziare i consumi. In questo contesto, è facile immaginare che la domanda domestica inizierà a rallentare quando i risparmi saranno erosi in misura superiore, o le famiglie inizieranno a temere un deterioramento delle condizioni sul mercato del lavoro. In questo contesto, le nostre proiezioni macro non sono state modificate: le drastiche revisioni al ribasso effettuate all'indomani dello scoppio della guerra avevano già incorporato gli sviluppi negativi che si stanno materializzando, e restiamo più pessimisti rispetto al consenso (in convergenza verso le nostre stime); ciò detto, i rischi restano importanti e orientati al ribasso: basta considerare, in questo senso, le stime della Bundesbank sugli impatti per la crescita di una sospensione delle forniture energetiche da parte della Russia (**Grafico 2**).

Grafico 2

Germania, l'impatto sulla crescita dello stop alle forniture



Fonte: Bundesbank, ANIMA Research

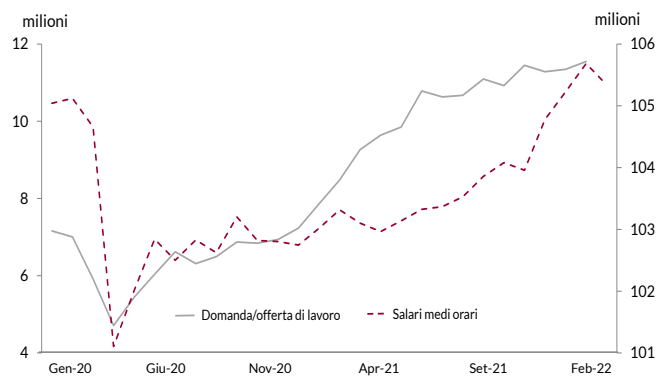
Inflazione. Gli ultimi dati hanno rinforzato la narrativa di mercato di un'inflazione che rimane molto alta. Il nostro scenario di base, però, non è cambiato. A livello di inflazione *headline*, continuiamo ad aspettarci nella seconda parte di quest'anno un rallentamento tanto negli Stati Uniti quanto in Area Euro e una lenta accelerazione in Cina. Negli USA, l'indice dei prezzi al consumo è salito dello 0,3% ad aprile, sostanzialmente in linea con le attese degli economisti e in ribasso rispetto a marzo (+1,2%). Il tasso annuo è arretrato leggermente dall'8,5% all'8,3%. La notizia positiva è stata, però, stemperata dal rialzo inaspettato del dato *core*, che esclude le voci più volatili come cibo ed energia e ha segnato +0,6%. Un elemento da monitorare anche in virtù delle sue ripercussioni per le politiche monetarie.

Salari. Prima di affrontare il tema delle protagoniste di questo 2022, le banche centrali, è necessario un breve focus sui salari, per cercare di capire l'evoluzione della narrativa di mercato sull'inflazione. **I dati in arrivo suggeriscono che le pressioni salariali sia negli Stati Uni-**

ti sia in Area Euro abbiano iniziato a normalizzarsi e, secondo il nostro punto di vista, continueranno a farlo nel secondo semestre. Negli Stati Uniti, i robusti aumenti retributivi registrati in questi mesi sono frutto degli squilibri fra domanda e offerta di lavoro indotti dalla pandemia, e il progressivo ribilanciamento in atto ha già provocato una perdita di *momentum* ragguardevole (Grafico 3).

Grafico 3

Usa: le pressioni salariali iniziano ad allentarsi



Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research.

Per quanto riguarda l'Area Euro, il flusso di dati e notizie più recente rinalda la nostra aspettativa che le pressioni salariali resteranno modeste nell'anno in corso, seppur in graduale aumento nel secondo semestre.

Banche centrali. Sul fronte delle politiche monetarie, manteniamo la convinzione che il picco dell'aggressività possa essere raggiunto fra la fine del secondo trimestre e l'inizio del terzo; qualche segnale è già emerso nel corso dell'ultima riunione della Federal Reserve, come dimostra la stabilizzazione delle aspettative degli investitori sul livello dei tassi ufficiali a fine 2022. L'idea di fondo è che il cambiamento della narrativa di mercato sull'inflazione, indotto dal ridimensionamento delle pressioni su inflazione headline e salari, potrebbe smorzare le preoccupazioni sulla dinamica dei prezzi e permettere alla banca centrale di consegnare una stretta meno aggressiva di quella oggi scontata. Rispetto a questo nostro scenario base, l'aumento recente e inaspettato della componente *core* ad aprile rappresenta un rischio che va monitorato con attenzione. Sull'altra sponda dell'Atlantico, **l'inasprimento dell'orientamento della BCE è stato ancora più marcato di quello che ci attendevamo.** Il desiderio di alzare i tassi nonostante l'assenza di pressioni sulle retribuzioni ha reso necessario un cambiamento della funzione di reazione,

con l'inflazione *core* indentificata ora come variabile cruciale per le scelte di politica monetaria. Abbiamo quindi rivisto il nostro scenario base e ci aspettiamo un primo intervento sui tassi a luglio; manteniamo, però, la convinzione che la stretta complessiva consegnata nel corso dell'anno sarà inferiore a quella stimata dagli investitori: l'economia sta rallentando in modo marcato e la BCE non dispone del capitale politico necessario per generare una recessione.

In questo contesto, la nostra *asset allocation* resta invariata rispetto al mese precedente. Ci aspettiamo che i tassi reali consolidino in territorio positivo nelle prossime settimane e perdano slancio nel terzo trimestre, di pari passo con l'ammorbidente della retorica delle banche centrali. Permane l'indicazione di sottopeso sull'*equity*, con i mercati azionari che dovrebbero recuperare terreno nel terzo trimestre, quando le preoccupazioni per la crescita si allenteranno. I tassi nominali potrebbero essere vicini al picco e il sovrappeso resta giustificato, ma continuiamo a suggerire di rallentare il processo di accumulazione delle posizioni, specie in Area Euro, dove l'inasprimento della retorica della banca centrale è meno avanzato. Con riferimento ai mercati valutari, infine, manteniamo il giudizio tatticamente neutrale, ma strategicamente negativo, sul dollaro.

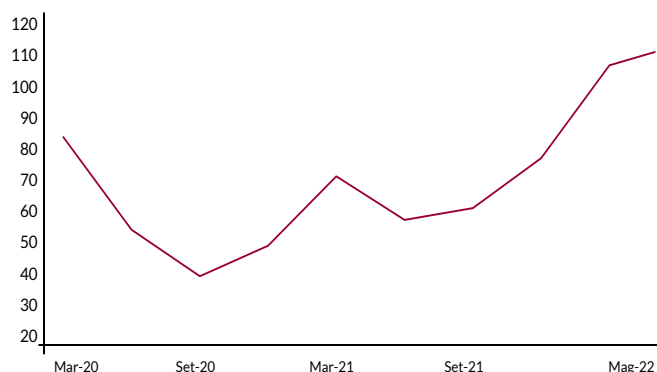
Mercati obbligazionari

Prudente costruzione

Per quanto riguarda più in dettaglio il reddito fisso, l'attenzione degli investitori ha iniziato a concentrarsi sul tema della crescita. Emblematica la reazione al dato sull'inflazione statunitense, che ha provocato un brusco aumento dei tassi, con il movimento che, tuttavia, è stato rapidamente riassorbito. In ogni caso, i mercati ci appaiono nervosi, come dimostra l'andamento del parente meno noto del VIX, il MOVE, il cosiddetto "indice della paura" del mercato obbligazionario statunitense (Grafico 3). Non solo: in Area Euro lo *swap spread* a dieci anni si è spinto oltre quota 85 punti base per la prima volta dalla crisi *Lehman*. In ogni caso, in questo contesto, le valutazioni restano appetibili e continuano a giustificare un giudizio costruttivo. I tassi a breve termine, in particolare, incorporano aspettative aggressive sulle scelte delle banche centrali, sia negli Stati Uniti sia in Area Euro, e anche le scadenze a lungo termine offrono valore. Con riferimento ai corporate bond, confermiamo la preferenza per gli emittenti *investment grade*, che saranno favoriti rispetto agli *high yield* dalla maggiore flessibilità finanziaria, dalla leva inferiore e dalla minore vulnerabilità all'aumento della spesa per interessi.

Grafico 4

MOVE, l'indice della volatilità sui Treasury



Fonte: Bloomberg, ANIMA Research.

Mercati azionari

Europa: utilities e telecom per proteggersi

La *view* sul mercato azionario europeo si conferma negativa, e l'intenzione è di ridurre il peso delle società a più grande capitalizzazione e caratterizzate da elevata liquidità sul mercato, che finora si sono mostrate resilienti. Più nel dettaglio, è stato incrementato il sottopeso sui *consumer staples* (penalizzati dall'inflazione sui costi) e ridotto l'*healthcare* (valutazioni elevate). Tra i difensivi, meglio le *utilities*, per motivazioni strategiche, e le *telecom*, per le quali non vediamo *catalyst* negativi. Positiva, al momento, la *view* su banche ed energia.

Italia: finanziari, valutazioni attraenti

Anche per quanto riguarda l'Italia, il posizionamento non è cambiato in maniera sostanziale. Confermato il posizionamento lungo sui titoli finanziari, che beneficiano di valutazioni attraenti, mentre siamo cauti su industriali, a causa delle pressioni inflattive sui costi, e consumi discrezionali, per il rischio di una riduzione della propensione al consumo.

Inoltre, è iniziata la ricostruzione di alcune posizioni su titoli già severamente penalizzati dal contesto e con valutazioni fortemente ridimensionate.

USA: tornano interessanti alcuni titoli growth

Nei portafogli dei fondi focalizzati sul mercato azionario americano il posizionamento settoriale non è cambiato rispetto al mese precedente. Vengono mantenute le posizioni nei consumi discrezionali e in quelli di base, alla luce delle penalizzazioni che sono state, in molti

casi, eccessive. Anche diverse società *growth* sono tornate a registrare livelli di valutazione molto interessanti, ma stiamo incrementando le posizioni gradualmente a fronte di frequenti sorprese negative sugli utili.

Emergenti: spiragli sulla Cina

Per quanto riguarda i fondi emergenti, il contesto si conferma difficile. Nel corso del mese, il livello d'investito è stato ridotto, specialmente in Paesi come l'India, dove la banca centrale ha iniziato ad agire sui tassi alzandoli a sorpresa di 40 punti base, e il Brasile. Sviluppi incoraggianti, invece, arrivano dalla Cina, dove rimane in essere la politica di tolleranza zero verso il Covid, ma è stata allargata la platea delle società esentate dal rispettare tutte le regole contro il virus. Inoltre, sono stati rilanciati con decisione gli investimenti infrastrutturali (aumentati del 7,3% su base annua) e sembra essere arrivato il momento di allentare la morsa sul settore tecnologico, dopo due anni di repressione normativa sull'industria.

Le opinioni e il contenuto del documento non costituiscono una raccomandazione, un consiglio o un invito ad effettuare operazioni finanziarie di investimento o di altro tipo. ANIMA non si assume alcuna responsabilità in relazione all'esattezza, completezza e attualità dei dati e delle informazioni riportate in questa pubblicazione, pur prestando la massima attenzione nella sua redazione. ANIMA pertanto declina ogni responsabilità per eventuali errori od omissioni.

Questa è una comunicazione di marketing. Si prega di consultare il Prospetto, il Documento contenente le informazioni chiave per gli investitori (KIID/KID), il Regolamento di gestione e il Modulo di sottoscrizione prima di prendere una decisione finale di investimento. Questi documenti, che descrivono anche i diritti degli investitori, possono essere ottenuti in qualsiasi tempo, gratuitamente sul sito web della Società di gestione e presso i Soggetti Incaricati del collocamento. È, inoltre, possibile ottenere copie cartacee di questi documenti presso la Società di gestione del fondo su richiesta. I KIID sono disponibili nella lingua ufficiale locale del paese di distribuzione. Il Prospetto è disponibile in italiano. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Il collocamento del prodotto è sottoposto alla valutazione di appropriatezza o adeguatezza prevista dalla normativa vigente. ANIMA Sgr si riserva il diritto di modificare in ogni momento le informazioni riportate. Il valore dell'investimento e il rendimento che ne deriva possono aumentare così come diminuire e, al momento del rimborso, l'investitore potrebbe ricevere un importo inferiore rispetto a quello originariamente investito.