



*“Stagioni diverse”, raccolta di racconti di Stephen King, 1982.*

## Brividi d'estate

Dopo un primo semestre difficile, gli investitori si affacciano sulla seconda metà dell'anno con alcuni vecchi timori e qualche nuova preoccupazione. A banche centrali aggressive e inflazione elevata, si unisce infatti il timore di una recessione nei prossimi mesi. Un quadro che conferma l'atteggiamento prudente che abbiamo impostato da inizio anno, e che ci permette di guardare alle opportunità che il contesto offre.

Brividi di freddo durante l'estate più calda da circa vent'anni potrebbero anche essere auspicabili. Ma se a portarli è il peggior semestre finanziario degli ultimi cinquant'anni, qualche preoccupazione in più è lecito averla. **I mercati azionari hanno perso oltre il 20% da inizio anno, i principali indici obbligazionari circa il 10%.** E sui mercati aleggia quello che, comunemente, viene chiamato lo spettro di una recessione. Le tempistiche restano incerte, ma è evidente che ai fini dei movimenti di mercato poco cambia se la variazione del PIL è negativa o lievemente positiva. E 150 anni di storia confermano che i mercati finanziari si

muovono con ampio anticipo rispetto all'economia.

**Crescita.** Nel complesso, lo scenario macro si sta muovendo in linea con le nostre aspettative, anche se ci sono alcuni sviluppi di cui occorre prendere nota. Ci aspettiamo che l'economia globale mantenga una certa solidità nel terzo trimestre, sostenuta dal cosiddetto revenge spending (**Grafico 1**): due anni di rinunce sono stati faticosi per i consumatori, ed è forte in questa fase il desiderio di spendere per esperienze e servizi. Ma qual è lo stato di salute del consumatore americano? Ci sono alcuni segnali contrastanti: il dato sulle vendite al det-

taglio relativo al mese di maggio è stato più debole del previsto, ma il paniere oggetto di monitoraggio è rappresentato per l'88% da beni e solo per il 12% da servizi.

## Grafico 1

Crescita, stime del PIL a confronto

	USA	Area Euro	Cina	Mercati Emergenti ex Cina
Q1 22	-1.5% ↓	2.5% ↑	4.8%	3.3%
Q2 22	3.2% ↓	0.2%	3.0% ↓	0.0%
Q3 22	2.8% ↓	0.7%	7.0% ↑	3.0%
Q4 22	1.6% ↓	0.3% ↓	5.0% ↓	3.3%
2022	2.6%	2.6% ↑	5.0%	2.3%

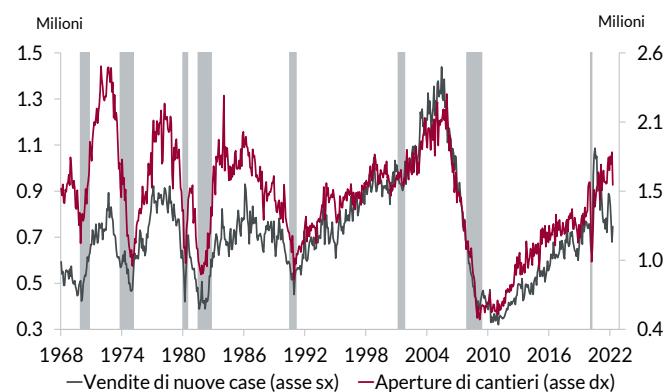
Le frecce rosse indicano una revisione al ribasso rispetto alle stime precedenti. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research.

Per questa seconda componente, infatti, la tendenza di miglioramento ha continuato a consolidarsi e conferma quella transizione fra beni e servizi nella domanda di consumo, che a nostro avviso supporterà la crescita nel terzo trimestre. **Le prospettive per il breve periodo restano, infatti, costruttive:** il mercato del lavoro è forte, con il numero di nuovi posti di lavoro creati sistematicamente sopra la media del 2018-2019; i bilanci delle famiglie sono solidi e lo stock di risparmi in eccesso accumulati durante la pandemia non è stato significativamente eroso; non ci sono segnali di stress sul fronte del credito al consumo, con il tasso di insolvenza vicino ai minimi storici; i dati sull'uso delle carte di credito non segnalano una perdita di momentum rilevante e il volume di spesa resta superiore del 24% rispetto ai livelli di tre anni fa. Tuttavia, i brividi dovrebbero aumentare con l'arrivo dell'inverno. Dal quarto trimestre, infatti, i consumi privati inizieranno a perdere slancio in modo più sostenuto e qualche scricchiolio nel flusso di dati sta già iniziando ad emergere, con un aumento delle richieste di nuovi sussidi di disoccupazione, e l'impennata del numero di aziende che ha annunciato licenziamenti per taglio dei costi. **Un terzo motore del rallentamento sarà il settore residenziale (Grafico 2):** le vendite di nuove case rappresentano un indicatore anticipatore degli investimenti residenziali e continuano a scendere, complice l'inasprimento delle condizioni finanziarie. Allo stato attuale, è presto per dire se il rallentamento che ci aspettiamo si tramuterà in recessione, ma certamente le prospettive per la crescita statunitense sono in deterioramento. Per quanto riguarda l'Area Euro, gli indici di sorpresa economica mostrano una dinamica rassicurante, ma la

fiducia delle imprese sta peggiorando sia nel settore manifatturiero che in quello dei servizi. In prospettiva, al rallentamento sul fronte dell'offerta si unirà quello dal lato della domanda: il calo della fiducia dei consumatori lascia supporre una contrazione dei consumi privati nel quarto trimestre, più profonda rispetto a quella che si registrerà negli Stati Uniti. Ulteriori pressioni arriveranno dal mercato delle materie prime: **il prezzo del petrolio espresso in euro ha raggiunto livelli superiori rispetto ai picchi del 2008 e del 2011**, e peserà tanto sulle aziende, quanto sulle famiglie. In questo contesto, le nostre proiezioni macro avevano già incorporato gli sviluppi negativi che si stanno materializzando e ci potrebbe essere qualche modesta sorpresa positiva nel dato sulla crescita relativo al secondo e terzo trimestre, ma i rischi per gli ultimi mesi dell'anno sono nettamente orientati al ribasso. Il consenso si è ormai allineato con le nostre stime.

## Grafico 2

USA, importanti rischi per gli investimenti immobiliari



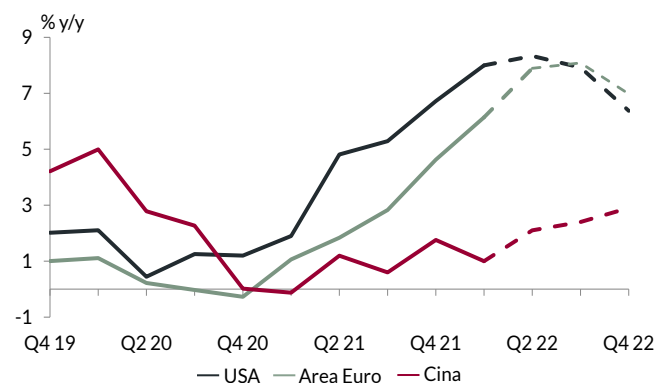
Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

**Inflazione.** Gli sviluppi sul mercato delle materie prime energetiche e alimentari legati al conflitto in Ucraina suggeriscono che l'inflazione raggiungerà il picco nel secondo trimestre negli Stati Uniti e nel terzo in Europa (**Grafico 3**). Gli ultimi dati a disposizione vedono un'inflazione all'8,6% sia negli USA (dato relativo al mese di maggio) sia in Area Euro (mese di giugno). La guerra rappresenta una linea di demarcazione fra le prime avvisaglie di una normalizzazione degli squilibri provocati dalla pandemia e una nuova fiammata inflattiva, con le pressioni sui prezzi del cibo accentuate, peraltro, dalle condizioni meteo avverse. Tratteggiare uno scenario è complicato: ovviamente, più la guerra si protrae, più i rischi al rialzo si intensificano. Le pressioni emerse dopo lo scoppio del conflitto non riguardano, però, solo le componenti più volatili e gli indici headline, ma anche l'inflazione core. Negli Stati Uniti, i prezzi delle auto usate sono tornati a salire e anche la componente affitti/rendite immobiliari ha continuato a fornire un contribu-

to positivo. Gli indicatori anticipatori lasciano presagire un allentamento delle pressioni su questi fronti, ma i rischi sono al rialzo: l'aumento dei tassi sui mutui trentennali potrebbe alimentare una risalita degli affitti, mentre le scorte di auto restano su livelli molto depressi.

## Grafico 3

Inflazione: verso il picco nel terzo trimestre?



Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research.

Ciò detto, non mancano anche rischi al ribasso: il livello delle scorte di beni al netto delle auto è altissimo e un potenziale smaltimento anche parziale potrebbe lasciare il segno sui prezzi, considerando il riorientamento delle preferenze dei consumatori verso la spesa in servizi. Anche le pressioni salariali dovrebbero continuare a rallentare: la progressiva chiusura del gap fra domanda e offerta di lavoro è coerente con un calo delle retribuzioni orarie medie, che hanno ormai raggiunto livelli non lontani dalla media del biennio 2018-2019. Per quanto riguarda l'Area Euro, l'andamento dell'inflazione core continua a destare più di una preoccupazione: non c'è alcuna evidenza di allentamento delle pressioni al rialzo, né sui prezzi dei beni, né su quelli dei servizi. La dinamica salariale resta invece rassicurante: il tasso di crescita dei salari negoziati è salito, ma di poco (2%).

**Banche centrali.** Nell'ANIMA Flash di giugno avevamo espresso la convinzione che fosse troppo presto per immaginare una svolta dovish da parte della Federal Reserve. Il messaggio lanciato a luglio conferma quest'ipotesi: il governatore Jerome Powell ha dichiarato che il focus è ora sull'inflazione headline e quest'ultima ha dinamiche molto difficili da prevedere, non fosse che per le ricadute della guerra sui prezzi delle materie prime energetiche e alimentari. Non si può escludere che nel terzo trimestre la variazione dell'indice dei prezzi al consumo headline possa continuare a salire, ad esempio per un'ulteriore fiammata del prezzo del petrolio, e costringa la Fed a inasprire ulteriormente la retorica. In questo contesto, **il picco dell'aggressività della banca**

**centrale sarà probabilmente raggiunto entro la fine del terzo trimestre.** Per quanto riguarda la BCE, invece, lo spostamento del focus dai salari all'inflazione core ha costretto i mercati a prezzare un sentiero di aumento dei tassi molto più ripido, come avevamo anticipato. Per poter consegnare una stretta così importante, occorrerà introdurre uno strumento anti-frammentazione, a maggior ragione considerando le criticità tecniche in fase di applicazione della flessibilità nei reinvestimenti del PEPP. Le scelte sul fronte delle condizionalità del nuovo programma saranno cruciali, ma, in ogni caso, è probabile che la predisposizione di uno strumento efficace rappresenti un compromesso per poter provare a implementare gli aumenti dei tassi aggressivi pianificati. In Cina, infine, continuiamo ad aspettarci che la politica monetaria resti espansiva e gli stimoli siano potenziati, ma l'aggressività della Fed ha ridotto i margini di intervento della PBoC, la banca centrale cinese, sui tassi.

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 verso la fine del 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 fra il terzo e il quarto 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 il ciclo di inasprimento della retorica della banca centrale è meno avanzato. Lato valute, infine, manteniamo il giudizio tatticamente neutrale, ma strategicamente negativo, sul dollaro.

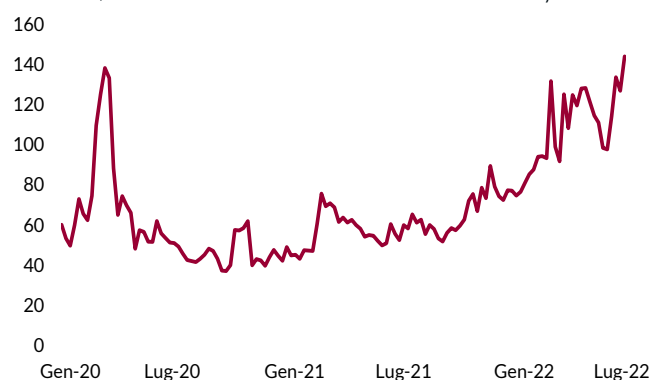
## Mercati obbligazionari

### Cauta costruzione sui governativi

I timori di una recessione iniziano a respirarsi anche nel reddito fisso, benché le stime degli investitori sulla stretta monetaria restino aggressive. La sensazione è che le banche centrali stiano accelerando il passo nella consapevolezza che la finestra utile per alzare i tassi sia molto stretta: così si spiegano le sorprese hawkish delle recenti riunioni, con Fed e BCE che hanno annunciato o preannunciato interventi impensabili fino a pochi mesi fa, e la Swiss National Bank che ha alzato i tassi in modo del tutto inatteso. Questa tendenza potrebbe consolidarsi nel breve termine prima che il rallentamento dell'economia o la recessione costringano le autorità monetarie a una pausa.

## Grafico 4

MOVE, l'indice della volatilità sui Treasury



Fonte: Bloomberg, ANIMA Research.

Alla luce di queste riflessioni, confermiamo il giudizio costruttivo sui governativi core. Discorso diverso per i titoli di Stato italiani, sui quali esprimiamo una view prudenzialmente neutrale, per diversi motivi: le criticità sul fronte dell'applicazione della flessibilità nel reinvestimento delle scadenze del PEPP, le possibili difficoltà nell'approvazione di uno scudo anti-spread efficace, l'aumento e un rischio politico con l'approssimarsi della scadenza della legislatura. Per quanto riguarda i bond corporate, il contesto non è favorevole per gli emittenti a basso rating. I mercati restano, peraltro, molto nervosi, come dimostra la persistenza dell'indice MOVE, una misura della volatilità sui titoli di Stato americani, su livelli che non si vedevano dai tempi della crisi Lehman (**Grafico 4**). Si tratta di sviluppi che supportano evidentemente la preferenza per i governativi core rispetto alla periferia, e per gli emittenti societari a più alto merito di credito.

## Mercati azionari

### Europa: ancora privilegiato lo stile value

Nel corso del mese di giugno, il mercato azionario europeo ha perso terreno, affossato dalla stretta monetaria in atto su scala globale e dal deterioramento delle prospettive di crescita. Le incertezze all'interno del quadro macro ci inducono a mantenere un atteggiamento cauto. Confermiamo, quindi, il sottopeso per l'asset class, privilegiando ancora lo stile value rispetto al growth. Per quanto riguarda i settori, visione positiva sui bancari, resilienti in caso di aumento dell'inflazione, ed healthcare. Neutralità su energetici e

information technology, visione negativa, invece, su materiali di base, industriale e assicurativo.

### Italia: opportuna cautela

Anche per quanto riguarda l'Italia viene confermata la cautela. L'incertezza ancora elevata su molti fronti è coerente con il mantenimento di un approccio prudente. Nonostante ciò, abbiamo iniziato a valutare alcune opportunità di acquisto su titoli molto penalizzati dal de-rating del mercato, ma con sostanziale tenuta dei margini e visibilità elevata sulla dinamica degli utili. A livello settoriale, la view è negativa sul settore industriale e sul lusso, mentre siamo in sovrappeso sui finanziari: il settore presenta valutazioni interessanti e la performance potrebbe essere favorita da tassi di interesse in risalita.

### USA: parola d'ordine diversificazione

Il posizionamento non è, di fatto, cambiato. Le valutazioni offrono una lettura neutrale, ma non c'è ancora stato un aumento significativo della dispersione degli utili societari, che potrebbe aggiungere ulteriore volatilità. A livello settoriale, non ci sono particolari anomalie valutative, quindi i portafogli sono posizionati nel modo più diversificato possibile. Vengono mantenute le posizioni nei consumi discrezionali e in quelli di base, alla luce delle penalizzazioni che sono state, in molti casi, eccessive. Anche le società growth sono tornate a registrare valutazioni interessanti, ma stiamo incrementando le posizioni gradualmente a fronte di frequenti sorprese negative sugli utili.

### Emergenti: Cina, segnali confortanti

Per quanto riguarda i fondi emergenti, il contesto si conferma difficile. La Cina, in questo mese, è stata l'area di maggior interesse in Asia, grazie a dati macro migliori e a una situazione Covid in miglioramento. Permangono però dubbi sulla possibilità che il rally prosegua, alla luce del fatto che, storicamente, è raro che accada in concomitanza con un bear market americano.

*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.*