



Regolare le vele

Il quadro è cambiato in modo significativo rispetto al mese precedente e il secondo trimestre del 2022 appare, se possibile, ancora più sfidante del primo. Crescita, inflazione e politiche monetarie aggressive impongono una certa cautela in un contesto dove la volatilità è protagonista. È opportuno, quindi, regolare continuamente le vele in funzione delle circostanze e dei venti prevalenti. Pronti a virare quando le condizioni lo richiedono.

“Non possiamo dirigere il vento, ma possiamo orientare le vele”, affermava il filosofo romano Seneca. E il vento, in questa prima parte dell’anno, è cambiato diverse volte rendendo la navigazione sempre più complicata. La nostra lettura dello scenario macro, comunque, è in gran parte invariata: il flusso di dati più recente conferma sia la tenuta della crescita, sia la prossimità del picco d’inflazione. Ma qualche situazione a cui prestare attenzione c’è, soprattutto in Area Euro e Cina, seppur per ragioni differenti. E con banche centrali che continuano nella loro retorica aggressiva, non è possibile spiegare le vele e lasciarsi trasportare dal vento.

Crescita. I consumatori continuano a mantenere livelli di spesa elevati e questo è uno dei fattori che rinsalda la nostra convinzione che l’economia globale continuerà a espandersi a un ritmo superiore al potenziale. Il contributo determinante arriva sempre dagli Stati Uniti, nonostante il Pil abbia registrato nel 1° trimestre il primo calo dallo scoppio della pandemia, a -1,4% (variazione trimestrale annualizzata), un dato però attribuibile all’aumento del deficit commerciale, con la domanda interna apparsa robusta. Da segnalare, invece, un **deterioramento delle prospettive di crescita in Area Euro e Cina (Grafico 1)**, rispettivamente per il prolungarsi del

Grafico 1

Crescita: USA “tiene”, UE e Cina al ribasso

	US	EA	China	EM ex China
Q1 22	2.0%	0.8%	4.8%	2.5%
Q2 22	3.5%	0.2%	5.3% ↓	-0.5% ↓
Q3 22	2.5%	0.7%	6.6%	3.9%
Q4 22	2.0%	1.1%	5.6%	3.3%
2022	3.5%	2.2%	5.5% ↓	2.3% ↓

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

conflitto e la recrudescenza della pandemia. Conferme sulla solidità della crescita, comunque, arrivano da una molteplicità di indicatori: il calo generalizzato degli indici che misurano il livello di restrizioni, le prenotazioni degli hotel (con il tasso di occupazione ai livelli pre-pandemici, nonostante prezzi più alti del 30%), l'attività nel segmento della ristorazione, i dati sul traffico aereo, gli indici di mobilità (malgrado l'impennata del prezzo del petrolio) e per finire l'uso delle carte di credito (**Grafico 2**). Il messaggio che emerge in modo consistente è che i consumatori mantengono livelli di spesa elevati, nonostante l'inflazione abbia raggiunto i massimi da quarant'anni (a marzo, 8,5% negli USA e 7,5% in area Euro). Inoltre, se guardiamo ai dati macro aggregati negli Stati Uniti, il miglioramento degli indici di fiducia delle imprese nel settore manifatturiero indica che i danni prodotti dalla guerra sono relativamente gestibili, avvalorando la nostra tesi che la crescita sia robusta. Purtroppo, non possiamo fare lo stesso discorso in Area Euro: il *sentiment* si è deteriorato in modo generalizzato, e alcune sotto-componenti come i nuovi ordini e i nuovi ordini esteri rinforzano il segnale.

Sul fronte della domanda, alla stessa stregua, la fiducia dei consumatori è salita negli USA, mentre è crollata in Area Euro. Valutando infine le dinamiche in atto a livello strutturale, **lo stato di salute del mercato del lavoro è straordinario**, con la domanda a livelli record e il tasso di disoccupazione sotto i livelli pre-Covid (USA) o sui minimi storici (Area Euro); questo, insieme con il supporto offerto dallo stock di risparmi accantonati negli ultimi due anni, rappresenta un fattore di supporto fondamentale per i consumi e la crescita in generale.

Ciò detto, un elemento di incertezza che potrebbe pesare c'è, ed è rappresentato dai prezzi dei beni alimentari: una volta che le tensioni si saranno allentate, il petrolio potrebbe tornare sui livelli precedenti lo scoppio della guerra, ma i prezzi del cibo non dovrebbero comportarsi allo stesso modo, rimanendo elevati e influenzando in misura significativa le aspettative di inflazione.

Grafico 2

USA: spesa carte di credito +23% rispetto al 2019



Fonte: BofA, Anima Research

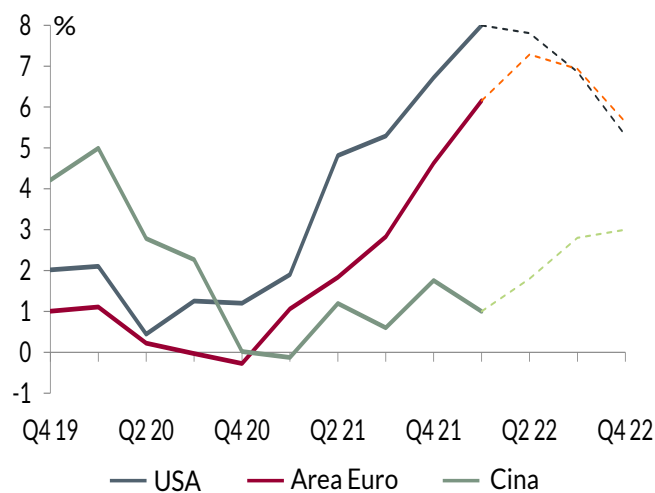
Inflazione. Per quanto riguarda la dinamica dei prezzi, resta la convinzione che la fase più acuta dello *shock* provocato da pandemia e guerra sia alle spalle e che il picco inflattivo sia vicino. Infatti, alcune evidenze preliminari che supportano questa tesi stanno già emergendo, e specialmente un fattore dovrebbe incidere in modo significativo sulle prospettive di inflazione: i salari. Diversi indicatori segnalano che negli Stati Uniti le pressioni hanno iniziato a diminuire (**Grafico 3 a pagina 3**): **la forza lavoro è in aumento**; le aspettative dei CFO sulla dinamica dei salari si stanno ridimensionando; il tasso di abbandono del lavoro (per cercarne uno meglio retribuito) si è stabilizzato; e il giudizio dei consumatori sulle prospettive reddituali è peggiorato. In sostanza, sia i datori di lavoro che i lavoratori scontano un allentamento delle tensioni sui salari, in linea con il nostro scenario base.

In Area Euro, al contrario, le pressioni sull'inflazione core continuano a intensificarsi e sono diffuse sia ai beni che ai servizi, a conferma della nostra valutazione che il quadro si è deteriorato in modo più sensibile rispetto agli Stati Uniti. Restano però molto contenute le pressioni sulle retribuzioni, con i salari negoziati su livelli depressi e margini di rafforzamento limitati dal fatto che le ore lavorate non sono ancora tornate ai livelli pre-crisi. Inoltre, anche il rallentamento dell'economia potrebbe contenere l'aumento delle retribuzioni.

Banche centrali. Sul fronte delle politiche monetarie, nelle ultime settimane la Fed è diventata ancora più “falco”. Nella sua ultima riunione di maggio ha alzato i tassi di 50 punti base, ovvero l’incremento più marcato dal 2000, con Jerome Powell che ha confermato che ulteriori aumenti dello stesso tenore dovrebbero essere sul tavolo. Con ogni probabilità, la scelta della Fed si giustifica con la solidità dei dati sulla crescita e la rilevanza politica dell’inflazione. Il governatore della Fed ha precisato che “*ci sono buone possibilità di un atterraggio morbido*” per l’economia, con l’inflazione che inizierà

Grafico 3

Inflazione: il picco è dietro l’angolo?



Inflazione headline. Fonte: Haver, ANIMA Research.

ad appiattirsi. Inoltre, ed è ciò che ha rassicurato maggiormente i mercati, “*un aumento di 75 punti base non è qualcosa che il comitato sta attivamente prendendo in considerazione*”, ha spiegato Powell. Dal momento che prezzi e salari inizieranno a rallentare a partire dal secondo semestre, **manteniamo l’aspettativa che proprio dalla seconda metà dell’anno la banca centrale risponderà al calo delle pressioni sui prezzi e consegnerà meno rialzi di quelli che saranno ventilati nelle prossime settimane.**

Discorso simile per quanto riguarda la BCE, che continua a considerare le pressioni salariali una condizione necessaria per l’aumento dei tassi ufficiali.

Restiamo dell’avviso che nel secondo trimestre l’inflazione elevata continuerà a giustificare un orientamento aggressivo, ma nella seconda parte dell’anno l’assenza di pressioni sulle retribuzioni dovrebbe spingere la banca centrale ad ammettere che non ci sono le condizioni per un rialzo.

A differenza di Fed e BCE, la PBoC sta mantenendo un atteggiamento più accomodante e, con ogni probabilità, continuerà a potenziare gli stimoli nel prossimo futuro.

In questo contesto, quindi, avendo valutato l’andamento dei mercati dallo scoppio della guerra, è opportuno cambiare l’orientamento sull’asset class azionaria, riducendo, in chiave tattica, le vele del rischio dalla precedente neutralità, in tutte le aree geografiche. Il giudizio sulle obbligazioni resta costruttivo, pur continuando a monitorare i rischi di ulteriori rialzi dei tassi in Area Euro. Sulle valute, ci aspettiamo il dollaro in *trading range* nel secondo trimestre di quest’anno e in indebolimento nella seconda metà dell’anno.

Mercati obbligazionari

Atteggiamento costruttivo, ma occhio ai rischi

Sui mercati obbligazionari confermiamo l’atteggiamento costruttivo del mese precedente. La prosecuzione del *sell-off* sui bond rinsalda la nostra convinzione che le valutazioni siano interessanti, senza comunque sottovalutare i possibili rischi. I tassi a breve termine, infatti, incorporano aspettative aggressive sulla stretta monetaria: negli Stati Uniti ci si aspetta un intervento sui Fed Funds ad ognuna delle prossime sei riunioni, mentre in Area Euro la curva prezza quasi tre aumenti entro fine anno.

Come scritto in precedenza riguardo alle prospettive di inflazione e crescita, appare difficile che BCE e Fed consegnino tutto quello che i mercati hanno scontato e potrebbero decidere di rallentare la stretta monetaria nel secondo semestre. In questo contesto, anche le obbligazioni a più lungo termine offrono livelli di rendimento appetibili.

I rischi più importanti per lo scenario di un consolidamento dei tassi sono sostanzialmente due: un aumento del tasso neutrale di lungo termine da parte della Fed, che metterebbe in discussione l’idea che le valutazioni attuali siano interessanti e potrebbe alimentare un’estensione del *sell-off*; il consolidarsi di una disaffezione da parte degli investitori, allarmati dall’entità delle perdite registrate da inizio anno. Se l’interesse degli investitori dovesse ridursi in concomitanza con l’allentamento del supporto delle banche centrali, si potrebbe verificare un pericoloso sbilancio fra domanda e offerta, potenzialmente con deflussi e riscatti inattesi. Per quanto riguarda le obbligazioni societarie, gli *spread* hanno incorporato l’incertezza sul contesto di riferimento e le valutazioni restano interessanti, specialmente nel segmento a più alto merito di credito.

Mercati azionari

Europa: utilities e telecom per proteggersi

La view sul mercato azionario europeo passa da neutrale a negativa. Alle tensioni geopolitiche all'interno dell'Europa, con la guerra che ha aumentato la carenza di materie prime e intensificato le problematiche nella logistica e nei trasporti, si aggiungono i lockdown in Cina. Monitoriamo attentamente la situazione, con la Fed che ha detto di essere disposta a sacrificare la crescita per contenere l'inflazione e con la curva dei rendimenti che si invertirà, potrebbe esserci qualche difficoltà in più. A livello di posizionamento, il livello di investito è, quindi, di sottopeso: tra i difensivi, abbiamo tra i preferiti telecom e utilities, con quest'ultime supportate dal tema green; all'interno della tecnologia, il focus è sullo stock picking su titoli penalizzati da un eccessivo *de-rating* nelle scorse settimane. Giudizio positivo su *basic materials*, *energy* e banche. View negativa, invece, su consumi discrezionali e industriali.

Italia: portafogli resilienti

Anche per quanto riguarda l'Italia, il livello di investito è sceso al di sotto della neutralità. A livello settoriale, è confermato il lungo sui finanziari, che beneficiano del più elevato livello dei tassi e di valutazioni attraenti. Giudizio negativo su industriali (per i rischi di revisioni al ribasso delle stime sugli utili) e consumi discrezionali (per l'atteso impatto dell'inflazione sul potere d'acquisto delle famiglie). Nonostante la volatilità su alcuni singoli nomi rilevanti, i portafogli si sono mostrati resilienti.

USA: alla ricerca di opportunità

Nei portafogli dei fondi focalizzati sul mercato azionario americano il posizionamento settoriale non è cambiato rispetto al mese precedente. L'approccio gestionale è opportunistico, in un contesto in cui sembra solo all'inizio il processo di aggiustamento delle aspettative sui fondamentali. Indirizziamo gli acquisti su titoli che sono stati molto penalizzati dopo le revisioni al ribasso delle previsioni di crescita da parte di società e analisti, con l'obiettivo di riallineare il portafoglio al beta di mercato.

Emergenti: difficile rifugiarsi in Cina

Per quanto riguarda i fondi emergenti, il contesto si conferma difficile per via degli sviluppi relativi alla Cina: l'aumento dei contagi e la determinazione delle autorità nel perseguire la politica della tolleranza zero preoccupa

gli investitori. I mercati, infatti, temono che questo approccio possa avere un impatto piuttosto negativo sulla crescita e che le politiche economiche espansive non siano sufficienti, o risultino inefficaci, a fronte delle restrizioni alla domanda dovute ai lockdown. In questo contesto, risulta difficile trovare un'allocazione settoriale in cui rifugiarsi all'interno del mercato cinese. A livello di portafoglio, privilegiamo Paesi che beneficiano degli elevati prezzi delle materie prime, come Brasile e Indonesia, pur con le limitazioni dovute alla non investibilità di alcuni mercati.

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.