



## Percorso impervio

Diverse sfide attendono i mercati da qui a fine anno: fra le principali incognite con cui fare i conti, una recessione globale evitata solo grazie alla crescita cinese, la stretta monetaria delle banche centrali e l'incertezza politica in Italia. Per questo confermiamo l'approccio prudente sulle diverse asset class, pronti a cogliere le opportunità che di volta in volta si presentano.

Dopo un percorso molto accidentato nel primo semestre, la strada dei mercati finanziari non sarà priva di ostacoli. Tutt'altro. La crescita globale è a rischio e gli USA sono entrati in recessione tecnica, mentre le **banche centrali non sembrano intenzionate a concedere una tregua nella lotta all'inflazione** e le variabili esogene non accennano a diminuire d'importanza. L'elemento più positivo arriva, paradossalmente, dalle valutazioni di bond e azioni: **molte delle notizie negative sembrano essere già state scontate** dai mercati, che, su alcune asset class, come l'obbligazionario corporate di maggior qualità, tornano a offrire rendimenti interessanti.

**Crescita.** Sul fronte della crescita le notizie sono contrastanti: se la seconda metà del 2022 non sarà ricordata come il semestre della recessione globale sarà solo grazie al rimbalzo della Cina, che sull'onda delle riaperture post-Covid contribuirà a compensare il rallentamento di Stati Uniti e Area Euro, e alla maggiore resilienza dell'attività nel settore dei servizi rispetto al manifatturiero.

A livello regionale, **gli USA devono fare i conti con l'indebolimento dei due pilastri che hanno sostenuto la crescita dell'economia** e hanno consentito alle famiglie di continuare a spendere nonostante l'inflazione: la di-

sponibilità di uno stock di risparmi sostanzioso e la solidità del mercato del lavoro. Oggi, però, i dati inducono a un atteggiamento più cauto: da un lato ha iniziato a scendere anche la fiducia dei consumatori più abbienti, che detengono la maggior parte dei risparmi; dall'altro le prospettive del mercato del lavoro cominciano a deteriorarsi, visto l'aumento delle richieste di nuovi sussidi di disoccupazione e del numero di aziende che annunciano licenziamenti per tagliare i costi. Ci aspettiamo dunque che l'economia statunitense, la cui entrata in recessione tecnica è stata certificata dai dati sul Pil del secondo trimestre, in calo dello 0,9%, permanga su un sentiero di rallentamento guidato dai consumi e destinato ad intensificarsi nel quarto trimestre.

**Anche in Area Euro siamo in presenza di un quadro a luci ed ombre:** durante l'estate la crescita dovrebbe restare sostenuta dalla spesa per servizi, ma con l'autunno arriverà il *redde rationem* per i consumatori. I risparmi sono tornati ai livelli pre-Covid e le prospettive sono in peggioramento. La domanda interna risente della debolezza di consumi privati e importazioni e il dato sulla crescita è stato supportato solo da esportazioni e scorte. Non ci aspettiamo una contrazione dell'attività economica nel quarto trimestre, ma il segnale offerto dagli indicatori anticipatori non è rassicurante: la fiducia delle imprese del settore dei servizi è in forte calo e la componente dei nuovi ordini manifatturieri è già scesa in area di contrazione. **(Grafico 1)**

## Grafico 1

Area Euro, nuovi ordini manifatturieri in contrazione



Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research.

**Inflazione.** Continuiamo ad aspettarci che l'inflazione headline raggiunga l'apice nel terzo trimestre negli Stati Uniti e in Area Euro e scenda gradualmente negli ultimi mesi dell'anno, mentre in Cina si dovrebbe osservare un'accelerazione, lenta e non preoccupante.

Al netto di una certa volatilità nei mesi estivi, le pressioni sulle materie prime iniziano ad allentarsi: il Brent è tornato quasi ai livelli di prima della guerra, i metalli industriali sono crollati di oltre il 40% e secondo i future il trend ribassista dovrebbe proseguire. Da rilevare, tuttavia, come la discesa delle quotazioni del greggio non si traduca automaticamente in un calo dei prezzi alla pompa di benzina a causa dell'aumento della differenza fra prezzo del petrolio raffinato e non raffinato (il cosiddetto "crack spread"), che risente del blocco alle importazioni dalla Russia e della carenza di impianti specializzati negli USA. **(Grafico 2)**

## Grafico 2

Il "crack spread" riflesso nel prezzo della benzina



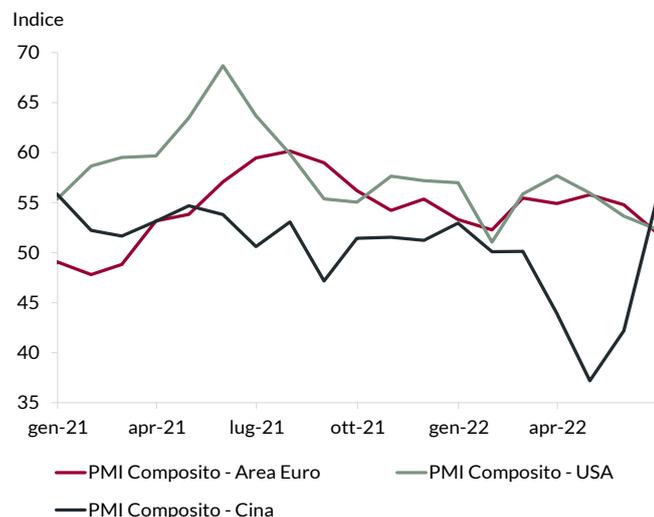
Fonte: Bloomberg, Haver Analytics, ANIMA Research

Complessa è anche la situazione dei prezzi dei prodotti alimentari, che se da un lato beneficiano dell'allentamento delle tensioni provocate dalla guerra, dall'altro subiscono gli effetti della crisi climatica: nel complesso, ci attendiamo che nei prossimi mesi le pressioni restino sostenute. Per quanto riguarda l'inflazione core, lo smaltimento delle scorte avviato dalle aziende e il riorientamento dei consumi verso la spesa in servizi suggeriscono che le pressioni su quest'ultima componente dovrebbero rimanere stabili, a fronte di un calo di quelle sui beni. Gli sviluppi sul mercato del lavoro, caratterizzato da attese di taglio dei costi e rallentamento della domanda di forza lavoro, contribuiranno ad alleviare le pressioni salariali.

In Area Euro lo scenario è meno confortante: nonostante l'assenza di pressioni salariali, l'inflazione core continua a salire in tutte le categorie di beni e servizi e in tutti i Paesi. **Le uniche buone notizie arrivano, ancora una volta, dalla Cina:** superate le restrizioni legate ai lockdown nella prima metà dell'anno, i dati macro relativi al mese di giugno hanno riservato sorprese positive. Gli indici PMI (Purchasing Managers Index, sondaggi che monitorano la fiducia dei direttori acquisti delle aziende), (**Grafico 3**) e le vendite al dettaglio hanno fatto registrare un notevole rimbalzo, mentre la dinamica dell'inflazione resta favorevole.

## Grafico 3

Cina, forte rimbalzo degli indici PMI



Fonte: Haver Analytics, Jp Morgan, ANIMA Research.

**Banche centrali.** Nella riunione del 27 luglio, la Federal Reserve ha confermato l'intenzione di proseguire nella lotta all'inflazione anche a costo di provocare un rallentamento della crescita, alzando ulteriormente i tassi di 75 punti base; il presidente Jerome Powell ha dichiarato che nelle prossime riunioni "si potrebbe optare per un aumento del tasso anche superiore", a seconda dei dati. La Banca centrale continua quindi a legare le proprie decisioni all'andamento dell'inflazione, pur avendo introdotto un riferimento al possibile deterioramento delle condizioni sul mercato del lavoro. Se i prezzi dovessero effettivamente imboccare un trend ribassista, l'attuale approccio aggressivo potrebbe essere ammorbidito.

Sull'altra sponda dell'Atlantico, la BCE è leggermente in ritardo rispetto alla Fed nell'implementazione del ciclo restrittivo, ma in prospettiva il rallentamento della crescita potrebbe rendere sempre più difficile

proseguire con la stretta monetaria. Insieme al primo rialzo dei tassi di 50 punti base, nella riunione di luglio è stato introdotto anche il **Transmission Protection Instrument**, il cosiddetto "scudo" anti-spread: a nostro avviso si tratta di una novità positiva poiché il nuovo strumento può essere attivato centralmente dalla BCE e non pone condizionalità eccessivamente rigide.

Infine, prevediamo che la Banca Popolare Cinese - la Banca centrale che gestisce la politica monetaria di Pechino - effettui due tagli del coefficiente di riserva obbligatoria di 25 punti base entro fine anno per supportare la ripresa a fronte di un'inflazione che sale solo leggermente; il livello dei tassi ufficiali non dovrebbe invece essere modificato.

In questo contesto, la nostra asset allocation non subisce cambiamenti rispetto al mese precedente. Negli USA, dove la crescita sta rallentando e il ciclo di politica monetaria sembra abbastanza maturo, rimaniamo sovrappesati sui Treasury e suggeriamo di approfittare di eventuali fasi di sell-off. Restiamo positivi anche sui governativi core in Area Euro, pur raccomandando un po' più di cautela nell'accumulazione delle posizioni, mentre sull'Italia manteniamo un approccio tattico e flessibile. Per quanto riguarda l'azionario, continuiamo a raccomandare prudenza. La bussola per le scelte di allocazione settoriale tattica passa dalla sensibilità dei settori all'andamento dei tassi - che ci attendiamo perdano slancio a seguito del previsto ammorbidimento della linea della Fed - ai fondamentali: in questa fase di deterioramento delle attese di crescita, la qualità dovrebbe aiutare. Per quanto riguarda le valute, restiamo neutrali sull'euro/dollaro ma siamo strategicamente ribassisti sulla divisa americana.

## Mercati obbligazionari

**Interesse per l'investment grade, prudenza sull'high yield** Stiamo assistendo a una sorta di tiro alla fune fra i mercati, che hanno spostato il focus sul rallentamento della crescita, e le banche centrali, che invece insistono nella lotta all'inflazione anche a costo di scatenare una recessione. Ci aspettiamo che alla fine avranno ragione i mercati, visto che l'inflazione non è un indicatore che anticipa il ciclo economico: la discesa dei tassi e l'inversione della curva dei rendimenti confermano questa ipotesi. Per quanto riguarda l'Area Euro, dove il rallentamento della crescita renderà sempre più difficile porta-

re avanti il ciclo di rialzo dei tassi, restiamo positivi sui titoli di Stato dei Paesi core, mentre manteniamo una view neutrale sull'Italia, che da un lato sconta l'incertezza legata alla situazione politica, ma dall'altro beneficia del nuovo scudo anti-frammentazione della BCE, che dovrebbe evitare turbolenze eccessive.

Giudizio neutrale anche sui bond corporate, ma con preferenza per gli strumenti a più alto merito di credito. Sui titoli investment grade, infatti, per la prima volta da molto tempo si vedono rendimenti nominali a medio termine attraenti, che raccolgono sempre più interesse fra gli investitori istituzionali. Gli high yield devono invece essere approcciati con maggiore cautela: in caso di forte rallentamento dell'economia, i titoli di minore qualità potrebbero soffrire.

## Mercati azionari

### Europa: diverse incognite inducono alla prudenza

Nelle prime settimane di luglio i mercati hanno reagito alle forti perdite di inizio estate con un rimbalzo, che però non esclude il permanere di livelli di volatilità elevati e di pressioni legate all'aggiustamento delle attese sugli utili, ancora piuttosto ottimistiche. Gli sviluppi macroeconomici, i rischi geopolitici e l'orientamento ancora restrittivo delle banche centrali suggeriscono cautela. L'asset class rimane quindi sottopesata e il focus resta sulla generazione di alpha. A questo proposito, ci sono sotto-settori con profili di rischio molto diversi all'interno dei vari settori. Per questo, ad esempio, la view è positiva su beni di prima necessità e healthcare, ma anche sui beni voluttuari, grazie alle attese positive sul comparto del lusso; giudizio neutrale su energetici, information technology e bancari; negativo su materiali di base, industriali ed assicurativi.

### Italia: l'instabilità impone un approccio tattico

Fino ad ora l'Italia, a livello di trend macro e di mercato, si è mossa in linea con le principali economie. Le tensioni sullo spread, alimentate dall'instabilità politica, dovrebbero essere in parte contenute dallo strumento anti-frammentazione predisposto dalla BCE.

Gli indici PMI pubblicati nel mese di luglio sono rimasti in territorio espansivo, ma il calo della componente nuovi ordini è stato marcato.

A livello micro, i risultati delle trimestrali hanno mostrato complessivamente una certa resilienza da parte di diverse società, a livelli quasi sorprendenti. In questo contesto, conserviamo l'approccio prudente dei mesi scorsi, privilegiando i finanziari, che beneficiano del rialzo dei tassi, e sottopesando il settore industriale, in cui i margini potrebbero subire le fluttuazioni del prezzo di materie prime e dei costi energetici. Sottopesiamo anche i beni voluttuari, sensibili alla forte inflazione e ai rischi di stagnazione. In termini prospettici, permangono rischi importanti per la crescita economica e per la capacità delle aziende di difendere i margini nei prossimi trimestri.

### USA: occhi puntati sulla correzione

Il posizionamento sui fondi a benchmark è di sottopeso, dal momento che si ritiene probabile un'altra fase di correzione del mercato. Molte società, preoccupate di non poter scaricare l'aumento dei costi e di non riuscire a smaltire le scorte, stanno rivedendo al ribasso le stime di crescita. Tuttavia, per ora il mercato non registra reazioni eccessivamente negative poiché parte di questi timori erano già riflessi nelle quotazioni e la prudenza delle aziende sembra anzi essere apprezzata. L'allocazione settoriale privilegia settori come tecnologia, consumi discrezionali, consumi non discrezionali ed *healthcare*.

### Emergenti: attenzione alle opportunità in Cina

Il giudizio sui mercati emergenti è condizionato dalla linea aggressiva della Fed e dalle sue conseguenze sulla dinamica economica dei Paesi sviluppati, oltre che della forza del dollaro: preoccupano il rischio di un'estensione dei cicli restrittivi anche nei mercati emergenti, che avrebbe ricadute negative su consumi e investimenti, e l'impatto del rallentamento della domanda interna nei Paesi avanzati per quei Paesi in cui le esportazioni forniscono un contributo decisivo alla crescita. Maggiore attenzione meritano invece le opportunità in Cina, dove il potenziamento degli stimoli monetari e fiscali ha già modificato l'attitudine degli investitori, che stanno tornando ad esprimere un certo interesse verso il Dragone.

*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.*