



## Aggiustamento di tiro

I dati sulla crescita svelano rischi al rialzo negli Stati Uniti, al ribasso in Area Euro e bilanciati in Cina. Sul fronte dell'inflazione, nei Paesi sviluppati dovrebbe proseguire il rallentamento degli indici *core*, ma con una certa volatilità negli Usa. Fed e BCE sembrano avvicinarsi alla fine dei cicli di rialzi, mentre la Banca Popolare Cinese resterà accomodante. In questo contesto rimaniamo costruttivi sui bond *core*, mentre il giudizio sulle azioni migliora leggermente.

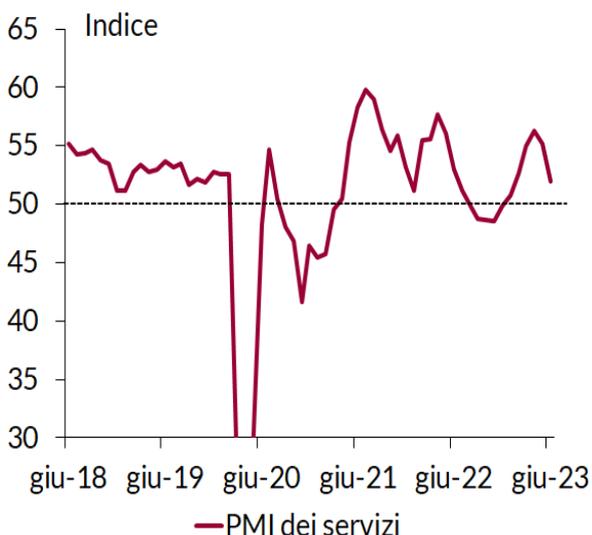
Quando le condizioni esterne mutano, l'arciere che vuole colpire il bersaglio deve prendere le misure e ricalcolare le coordinate di tiro. Allo stesso modo, l'evoluzione dello scenario dei mercati richiede un aggiustamento delle valutazioni. Se da un lato **negli Usa la recessione potrebbe essere evitata del tutto nel 2023**, dall'altro **l'attività economica dell'Area Euro risente del rallentamento inatteso del settore dei servizi**, mentre in Cina le Autorità si preparano a nuove misure per compensare la perdita di slancio della crescita. **L'inflazione *core* continua a scendere lentamente nei Paesi Sviluppati** e dovrebbe continuare a farlo nono-

stante una certa volatilità negli Usa. In Cina gli indici si mantengono su livelli prossimi allo zero, ma per i prossimi mesi ci aspettiamo una lenta risalita. Per quanto riguarda le politiche monetarie, **restiamo convinti che Federal Reserve e Banca Centrale Europea replicheranno anche a settembre il rialzo dei tassi di 25 punti base deciso a luglio**, mentre la Banca Popolare Cinese conserverà l'approccio *dovish*. A livello di *asset allocation*, la principale novità è rappresentata da un **miglioramento del giudizio sull'*equity***, che è ora neutrale per quanto riguarda l'azionario americano e diventa leggermente più costruttivo anche per Europa e Italia.

**Crescita. Negli Stati Uniti l'economia resta resiliente:** la fiducia dei consumatori nel primo trimestre ha fatto registrare il dato migliore da quasi due anni, guidata dalla spesa per servizi e per beni durevoli. La solidità della domanda interna è inoltre confermata dal miglioramento del *sentiment* dei costruttori di case, che lascia presagire un aumento del contributo del settore immobiliare alla crescita del Pil reale, e dalle buone notizie provenienti dal comparto manifatturiero: gli indicatori anticipatori, come il rapporto fra i nuovi ordini e le scorte, suggeriscono che il peggio potrebbe essere alle spalle. Se le prossime rilevazioni dovessero confermare questa tendenza, potrebbe trattarsi di una svolta significativa. Anche **il mercato del lavoro si mantiene piuttosto tonico:** la creazione di posti di lavoro prosegue a ritmi più rapidi rispetto alla media pre-Covid e lo squilibrio fra domanda ed offerta di lavoro rientra ancora molto lentamente.

**In Area Euro, i dati sulla crescita offrono segnali differenti.** L'indice dei direttori agli acquisti delle imprese del settore manifatturiero resta coerente con una contrazione dell'economia ed è probabile che andremo incontro a un'ulteriore decelerazione della produzione industriale e degli investimenti sia residenziali che non-residenziali. In aggiunta, **anche dal settore dei servizi emergono i primi indizi di un rallentamento:** la fiducia delle imprese ha registrato il calo maggiore su base mensile da novembre 2020 (**Grafico 1**), con correzioni importanti anche nei Paesi periferici e nel settore del turismo.

**Grafico 1:** Area Euro, segnali di rallentamento anche nel settore dei servizi

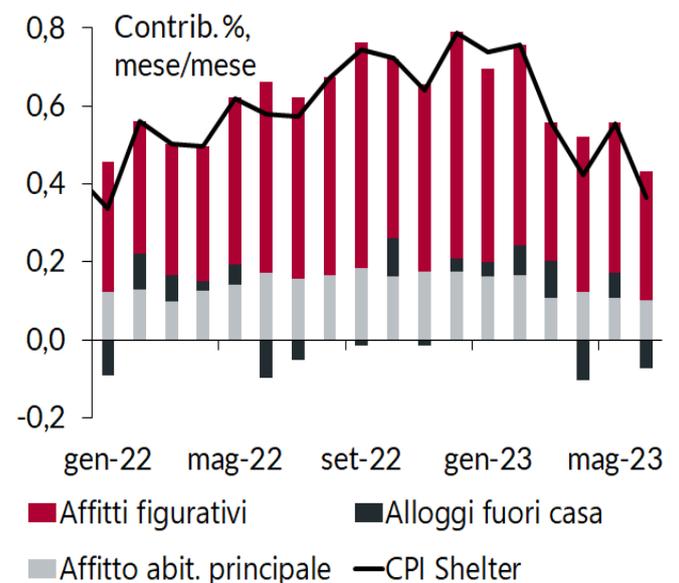


Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research.

**Confermiamo quindi le attese di una lieve contrazione nel quarto trimestre;** tuttavia, non ci aspettiamo che possa giungere prima, poiché il mercato del lavoro è molto robusto, come indicano il tasso di disoccupazione ai minimi storici, la forte crescita dei salari negoziati, e la ripresa del reddito disponibile in termini reali.

**Inflazione. Negli Usa, l'inflazione sui beni core è crollata** sotto l'influsso del calo dei prezzi delle auto usate, in un trend che dovrebbe protrarsi anche nei prossimi mesi. Lato servizi, il rallentamento della componente legata ai servizi abitativi e in particolare agli alloggi fuori casa è degno di nota (**Grafico 2**), ma non bisogna dimenticare che si tratta di un indicatore piuttosto volatile.

**Grafico 2:** Usa, in calo l'inflazione *shelter*



Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research.

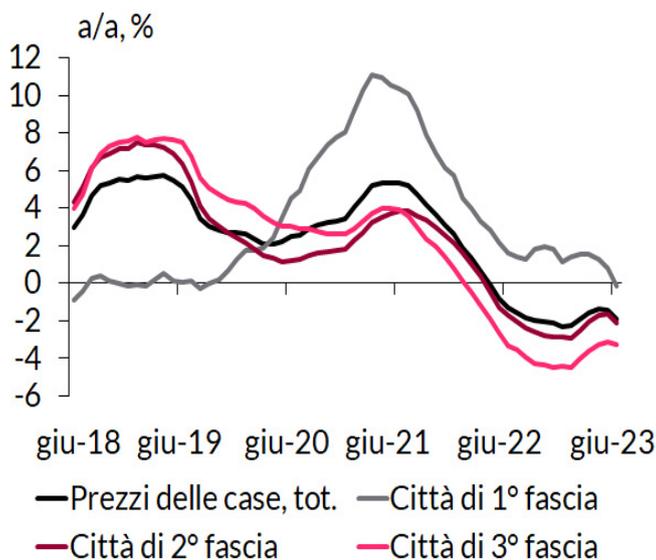
Un discorso in parte analogo si può fare per i prezzi dei servizi non residenziali, in forte calo grazie soprattutto al contributo dei costi di alberghi e viaggi aerei, molto volatili. L'indice *supercore*, che esclude queste componenti e le assicurazioni sanitarie, a giugno ha addirittura accelerato, suggerendo cautela nel valutare possibili sviluppi futuri. Al netto di un possibile rimbalzo durante l'estate, **ci aspettiamo che il trend disinflazionistico prosegua nel secondo semestre, ma senza accelerazioni inattese.**

**In Area Euro prosegue la discesa dell'inflazione headline, mentre l'indice core dei servizi è tornato a salire** dopo la temporanea battuta d'arresto registrata a maggio a seguito dell'introduzione di un nuovo sussidio ai trasporti pubblici in Germania. Se le prospettive per l'inflazione sui beni sono piuttosto favorevoli, sul fronte dei

servizi ci attendiamo una nuova accelerazione a luglio - alimentata dai prezzi dei servizi più legati alla domanda di attività ricreative - seguita da un consolidamento che dovrebbe protrarsi per tutta la stagione estiva.

In Cina si moltiplicano i segnali di perdita di slancio dell'economia dopo l'esaurimento del forte recupero della crescita seguito alle riaperture post-lockdown. A una domanda domestica anemica, in particolare sul fronte delle vendite al dettaglio, si aggiunge un indebolimento delle esportazioni e una nuova frenata del comparto residenziale, certificata dallo stallo tanto dei prezzi delle case (Grafico 3) quanto del tasso di completamento degli immobili esistenti. Anche le vendite di abitazioni, inoltre, sono nuovamente calate.

**Grafico 3:** Cina, il *real estate* frena ancora



Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research.

**Banche centrali.** Alla luce dei dati sulla tenuta dell'economia, la Fed ha alzato i tassi di 25 punti base a luglio e ci aspettiamo possa fare altrettanto a settembre. Tuttavia, le possibilità che questo mini ciclo venga prolungato ulteriormente sono in calo: nonostante la Banca Centrale statunitense non si attenda una recessione nel 2023 e il mercato del lavoro rimanga tonico, riteniamo di essere più vicini al *terminal rate* che a un ulteriore inasprimento della politica monetaria. In ogni caso, però, è difficile che si possa anche solo pensare a un taglio dei tassi prima della fine del primo trimestre del 2024.

In Area Euro, la BCE ha confermato le attese di un rialzo dei tassi di 25 punti base nella riunione di luglio. Tuttavia, in considerazione del rallentamento della crescita e del calo dell'inflazione complessiva, le prospettive sul prossimo futuro sono meno nitide: il nostro scenario base continua a prevedere un ulteriore rialzo di altri 25 punti base nella riunione di settembre, ma il Consiglio Direttivo deciderà definitivamente dopo la pubblicazione dei dati sull'inflazione di luglio/agosto e sul Pil del secondo trimestre.

La Banca Popolare Cinese dovrebbe continuare a sostenere l'economia in coordinamento con le Autorità fiscali. Ci aspettiamo misure che puntino a tenere la crescita intorno al potenziale più che a non innescare una nuova accelerazione, senza un approccio particolarmente proattivo; dopo l'estate la Banca potrebbe ridurre nuovamente il coefficiente di riserva obbligatoria.

In considerazione di questo scenario, abbiamo rivisto alcune delle nostre indicazioni in termini di *asset allocation*.

Per quanto riguarda le obbligazioni, alla luce dell'attuale contesto dei tassi confermiamo il giudizio positivo sui bond governativi core, con particolare riferimento a Treasury e Bund. Sui BTP invece esprimiamo una maggiore prudenza, poiché al supporto offerto dagli investitori *retail* fanno da contrappeso l'aumento dell'offerta netta che si registrerà nel 2024 e il rischio di una revisione del *rating* da parte delle agenzie.

In ambito azionario, in assenza di catalizzatori imminenti che possano innescare correzioni importanti nel breve termine, la solidità del quadro macro giustifica un miglioramento, da negativa a neutrale, della view sull'*equity* americano e, seppure in modo più sfumato, anche sui titoli europei ed italiani. Il giudizio più costruttivo, a livello di aree geografiche, resta però quello sui Paesi Emergenti.

## Mercati obbligazionari

### Attenzione alle Banche centrali

In uno scenario di incertezza sulle tempistiche dell'impatto della stretta monetaria sull'economia e di fronte a un mercato in cui scarseggiano le convinzioni forti, l'attenzione torna, ancora una volta, sulle Banche centrali di Usa e Area Euro, che dopo settembre potrebbero anche decidere di non proseguire nel ciclo di rialzi. Alla luce delle valutazioni raggiunte e del ri-

schio di un incidente finanziario, conserviamo un sovrappeso di *duration*, pur senza posizioni aggressive.

Fra i titoli governativi, **la view resta positiva sia sui Treasury che sui Bund**, in considerazione delle attese sul consolidamento del processo disinflazionistico nel medio termine e del fatto che l'impatto delle politiche monetarie restrittive sull'economia reale deve ancora manifestarsi appieno. **Sui BTP il giudizio resta di cauta costruttività**. Sul fronte delle obbligazioni societarie, **reiteriamo la preferenza per il comparto a più alto merito di credito** e l'indicazione di cautela sull'*high yield*.

## Mercati azionari

### Europa: preferenza per difensivi e growth

Nel corso dell'ultimo mese, il mercato azionario europeo ha fatto segnare un andamento laterale, ma con livelli di volatilità piuttosto elevati. In questo contesto, abbiamo proseguito nel ribilanciamento di portafoglio a favore dei settori ciclici, con una preferenza per quelli *defensive-growth*. Esprimiamo un giudizio costruttivo sui bancari, beni discrezionali e *information technology*, e una view negativa sui beni di base, industriali e *telecom*.

### Italia: un mercato ancora forte

Al netto dell'incognita sull'implementazione futura del PNRR, la buona tenuta dei consumi e il conseguente ritardo nel materializzarsi della recessione hanno dato

forza al mercato, che nel trimestre ha fatto segnare performance positive. Sovrappesiamo i settori finanziario, del lusso e, in misura crescente, della tecnologia, mentre esprimiamo un'indicazione di sottopeso per gli industriali e le società indebitate in tutti i settori.

### USA: sovraesposti al settore tech

Le stime *bottom-up* degli analisti per il 2023 suggeriscono una crescita del fatturato e degli utili delle aziende americane prossima allo zero. Nell'ultimo mese la parte più difensiva del mercato ha sottoperformato rispetto a quella più ciclica, soprattutto per quanto riguarda consumi ciclici ed industriali. Conserviamo la sovraesposizione al settore tecnologico, con investimenti in società *growth* a valutazioni interessanti, mentre fra i settori in sottopeso si segnalano i prodotti industriali e l'immobiliare.

### Emergenti: opportunità in India e Brasile

In Cina, l'attenzione si concentra sulla reazione del mercato alle misure che verranno adottate per supportare l'economia e agli sviluppi geopolitici nelle relazioni con gli Usa. La debolezza del dollaro rappresenta un elemento di supporto nel resto dei Paesi emergenti, che a livello globale rappresentano ancora l'area geografica dalle prospettive più favorevoli. Opportunità interessanti possono trovarsi in India, che beneficia di un contesto macro favorevole e di misure di sostegno da parte del governo, e in Brasile, dove ci attendiamo un taglio dei tassi e un intervento fiscale.

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 (KID) / il Documento contenente le informazioni chiave per gli investitori (KIID), 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 KID/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.