



La strada stretta

Con l'emergere dei casi Silicon Valley Bank e Credit Suisse, i mercati globali si trovano a dover affrontare una nuova variabile inattesa. Le Banche centrali, già alle prese con una crescita ancora resiliente e un'inflazione *core* che non rallenta, devono ora fare i conti anche con i rischi per l'economia derivanti dall'instabilità del settore finanziario. In questo contesto, assumiamo una *view* positiva sulle obbligazioni *core* e un approccio più prudente sull'azionario.

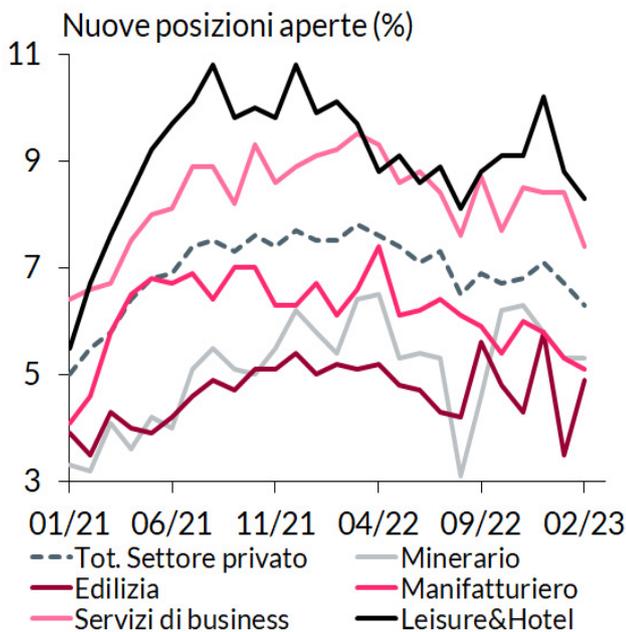
L'irrompere sulla scena macroeconomica e sui mercati delle turbolenze provenienti dal settore finanziario, con i casi di Silicon Valley Bank prima e di Credit Suisse poi, ha **cambiato profondamente lo scenario globale** nel giro di poche settimane. Al tema della **resilienza dell'economia** e della conseguente **persistenza dell'inflazione** si sommano i **rischi per la crescita** derivanti dalla contrazione dell'accesso al canale del credito bancario, tanto maggiori quanto più le difficoltà del settore finanziario dovessero propagarsi. Sul fronte della crescita, ci aspettiamo che sia USA che Area Euro attraversino una fase di recessione nel terzo e quarto trimestre, seppur breve e di lieve entità. Per quanto riguarda l'inflazione

si conferma la vischiosità dei prezzi, soprattutto a livello *core*, ma le conseguenze dell'instabilità finanziaria sulla crescita potrebbero compensare queste dinamiche. L'insorgere di nuovi rischi per la crescita ha ridotto lo spazio di manovra per ulteriori, importanti, rialzi dei tassi da parte delle Banche centrali, che vedono quindi avvicinarsi il picco dei cicli restrittivi. In questo contesto siamo **costruttivi sulle obbligazioni governative *core*** in ottica difensiva, mentre adottiamo un **approccio più prudente per quanto riguarda l'azionario**.

Crescita. Negli USA, come in Area Euro, il calo dell'attività economica dovrebbe materializzarsi non prima

del terzo trimestre: tuttavia, la probabile stretta al credito bancario innescata dalle turbolenze del settore finanziario sembra allontanare decisamente i rischi di un ulteriore slittamento della recessione. In Cina, invece, la riapertura prosegue a pieno ritmo e ci aspettiamo una crescita sopra il potenziale, in area 6,5% su base annua. Negli USA, la prima settimana di aprile ha portato con sé la pubblicazione di dati importanti. Da un lato, se il dato sui nuovi annunci di lavoro conferma la resilienza del mercato del lavoro, il calo della domanda nei diversi settori sembra indicare una traiettoria al ribasso (**Grafico 1**).

Grafico 1 Usa, la domanda di lavoro in flessione



Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research.

Dall'altro, l'indice ISM sulla fiducia delle imprese dei servizi, pur in territorio ancora espansivo, è in netta discesa: possiamo quindi dedurre che, nonostante l'importante stock di risparmi accumulati e la spesa dei consumatori ancora sostenuta, **ci stiamo avvicinando ad un rallentamento dell'economia**. L'instabilità finanziaria seguita al caso Silicon Valley Bank non potrà che tradursi in una stretta alle condizioni di accesso al credito per il settore privato e specialmente per le imprese, un tema già presente anche prima della crisi della banca californiana.

In Area Euro, sebbene il rallentamento della crescita apparisse in ritardo rispetto agli Stati Uniti e l'economia sembrasse destinata ad accelerare nel breve termine, le conseguenze di medio periodo dell'instabilità finanziaria rischiano di essere più severe a causa del carattere

fortemente banco-centrico dell'economia. La percentuale di asset finanziari domestici riconducibili al settore bancario è infatti pari al 48%, a fronte di un ben più modesto 20% per gli Stati Uniti.

Inflazione. I dati relativi al mese di febbraio sono risultati superiori alle attese sia nella componente core sia per i beni alimentari, tanto negli USA quanto in Area Euro. Tuttavia, le tensioni registrate nel settore bancario dovrebbero essere sufficienti a compensare i rischi di rialzo a breve termine. Qualora la crisi dovesse assumere proporzioni sistemiche si consoliderebbe un trend disinflazionistico, se non addirittura deflazionistico.

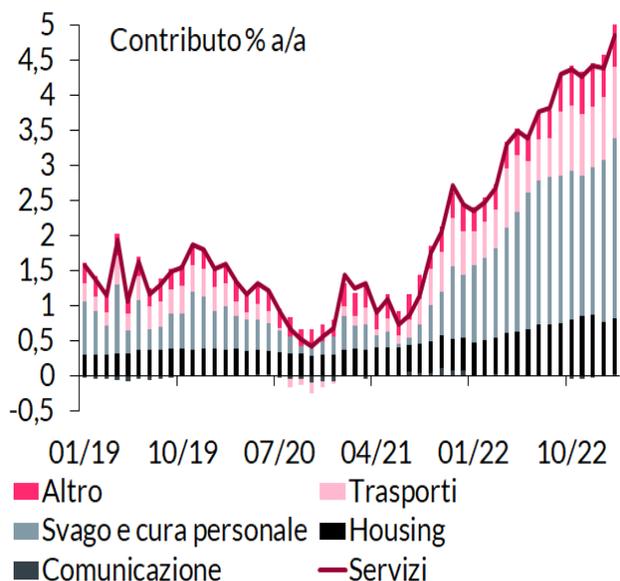
Per quanto riguarda gli Stati Uniti, si confermano il calo dell'inflazione *headline* e la vischiosità della componente *core*. Lato beni prosegue il trend disinflazionistico, come testimoniano i dati sull'indice dei prezzi al consumo dei beni core, seppur in modo non lineare a causa di alcune componenti come quella delle auto usate, per cui gli indicatori esprimono attese contrastanti. Per contro, il dato sulla componente di *shelter*, legata ai servizi abitativi, continua a crescere.

L'inflazione sui servizi *ex shelter* non dà segni di rallentamento e se da essa si escludono i servizi sanitari - che comprendono le assicurazioni sanitarie, il cui prezzo è regolato ogni anno - si registra addirittura una nuova salita. L'accelerazione dei salari costituisce infine un ulteriore fattore che contribuisce alla crescita dell'inflazione domestica. In Area Euro l'inflazione *core* resta ancora molto alta e continua a salire, sia per quanto riguarda i beni nelle diverse sottocomponenti, sia per quanto concerne i servizi, a partire dalla spesa per servizi ricreativi e personali (**Grafico 2 - nella pagina seguente**).

I consumatori europei sembrano ancora decisi a spendere, almeno fino a che non dovessero emergere evidenze di un rallentamento dell'economia. **Il carattere resiliente e problematico dell'inflazione europea è peraltro confermato anche dai dati provenienti dal mondo del lavoro**, che registrano una nuova accelerazione dei salari.

In Cina, dove l'impatto delle riaperture sta facendo sentire tutta la propria forza, continuiamo ad assistere a un'importante accelerazione dell'attività, già dal primo trimestre. Anche se nella seconda metà dell'anno l'economia dovesse rallentare, ci aspettiamo che la crescita si mantenga sopra il potenziale.

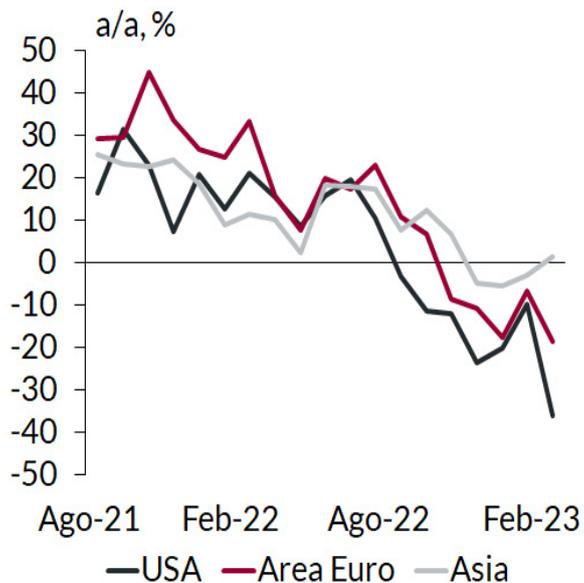
Grafico 2 Eurozona, prezzi dei servizi in aumento



Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research.

È interessante notare come questo processo non faccia registrare, per ora, ripercussioni né sulla crescita globale – come indicano i dati sul commercio internazionale relativi ad Asia, USA ed Europa (**Grafico 3**) – né sull’inflazione, che accelera solo a livello domestico.

Grafico 3 Cina, commercio internazionale debole nonostante la ripresa della crescita



Fonte: CEICC, Citi, ANIMA Research.

Banche centrali. A seguito dei casi Silicon Valley Bank e Credit Suisse, le agende di Federal Reserve e BCE sono state stravolte nel giro di poche settimane e gli eventi dell’ultimo mese hanno posto un limite al numero e all’entità dei rialzi dei tassi di interesse. Le Banche centrali si trovano ora a destreggiarsi fra le difficoltà poste da una crescita resiliente e una disinflazione che tarda ad arrivare e la necessità di arginare i rischi per la stabilità del settore finanziario.

Nella riunione di marzo la Fed – che paradossalmente ha trovato negli episodi di instabilità del settore bancario un “alleato” inatteso nella lotta all’inflazione – ha alzato i tassi di 25 punti base e ci attendiamo che faccia altrettanto tra maggio e giugno, per arrivare a un *terminal rate* al 5,0-5,25%. Ciò detto, a nostro avviso le attese del mercato sui tagli dei tassi di quest’anno sono eccessive, poiché l’inflazione *core* nel mondo dei servizi è ancora troppo elevata: per questo riteniamo che nel 2023 possiamo aspettarci tagli per soli 25 punti base.

In Area Euro, la BCE si trova in una situazione per certi versi simile alla sua controparte statunitense, sebbene l’inflazione *core* sia più resiliente e più diffusa che Oltreoceano e la crescita, almeno nel brevissimo termine, sembri destinata a tenere: per questo ci attendiamo rialzi per 50 punti base entro giugno e non ne escludiamo un altro, di 25 punti, nella riunione di luglio. Di conseguenza, riteniamo ragionevole il *terminal rate* prezzato dal mercato, in area 3,5-3,75% fra giugno e luglio.

A Pechino, la Banca Popolare Cinese ha reagito alle turbolenze del settore finanziario dei Paesi sviluppati anticipando il taglio del coefficiente di riserva obbligatoria prima delle attese e potrebbe approvare ulteriori misure in caso di necessità. Tuttavia, in assenza di un’escalation delle tensioni, la politica monetaria dovrebbe essere gradualmente normalizzata nel secondo semestre, di pari passo con il consolidamento della ripresa.

Alla luce dell’evoluzione del quadro macro descritta, **abbiamo apportato alcuni cambiamenti alla nostra asset allocation**: in ambito obbligazionario, il giudizio sui governativi *core* diventa positivo, in coerenza con le aspettative sull’evoluzione di quadro macro e politiche monetarie, e in ottica di protezione rispetto allo sviluppo di scenari di coda.

L’orientamento sui BTP è marginalmente più cauto, in virtù di un livello di spread piuttosto compresso. Per quanto riguarda i bond societari manteniamo un approccio selettivo con preferenza per il

comparto a più alto merito di credito, che offre più garanzie in un contesto di rallentamento del ciclo economico, mentre siamo prudenti sugli *high yield*.

Nell'universo azionario esprimiamo un'indicazione di sottopeso alla luce del deterioramento del quadro macroeconomico fondamentale, con una preferenza per i mercati emergenti, nonostante l'aumento della volatilità. In termini di stili e settori, esprimiamo una preferenza per il *quality* rispetto al *value*, e continuiamo ad aumentare l'esposizione ai titoli difensivi.

Mercati obbligazionari

Costruttivi sui governativi core

Il contesto globale giustifica un sovrappeso sui governativi core, anche in ottica difensiva, con aree di interesse a 2,10-2,15% sul Bund e 3,30% sul Treasury; si fa più fatica a trovare valore sulla parte lunga, a meno che si ritenga che la Fed tagli i tassi in tempi brevi. Al momento, i Fed Funds prezzano un avvio del ciclo espansivo piuttosto ravvicinato, con tassi al 3% per metà 2024; si tratta di uno scenario verosimile: l'idea di fondo è che la stretta monetaria sia giunta al termine e che al primo shock finanziario inizi un ciclo di tagli piuttosto importante; ciò detto, se non si condivide quest'ipotesi, un sovrappeso sulle scadenze lunghe appare difficile da giustificare.

Sui BTP il giudizio è un po' più prudente, per il premio al rischio politico molto basso, la penalizzazione dei Paesi più indebitati in uno scenario di rallentamento della crescita e dell'inflazione e l'aumento della possibilità di vuoti d'aria durante le fasi di avversione al rischio. Nonostante diversi fattori di supporto, prima che lo scenario diventi più costruttivo riteniamo che si dovrà passare per una fase di debolezza e volatilità.

Per quanto riguarda le obbligazioni societarie è consigliabile cautela ma senza allarmismi, poiché eventuali criticità sul debito bancario senior costringerebbero la BCE a intervenire. Il debito speculativo non è smobilizzabile e l'unica strada possibile è quella di comprare protezione, con posizioni corte dell'indice e lunghe del proprio portafoglio.

Mercati azionari

Europa: atteso un 2023 di volatilità

Il 2023 dei mercati azionari europei dovrebbe rimanere caratterizzato da un'elevata volatilità, mentre il sentiment sarà condizionato dal timore di una nuova crisi bancaria e dal rischio di una forte recessione negli Stati Uniti. A livello settoriale, esprimiamo un giudizio costruttivo sui settori *telcom*, *information technology* e beni di base, neutrale su bancari, *healthcare* e consumi discrezionali, negativo su industriali e servizi finanziari.

Italia: preferenza per beni discrezionali e tech

I casi Silicon Valley Bank e Credit Suisse hanno aumentato sia le probabilità di recessione sia il premio al rischio sul settore finanziario; pertanto, il contesto di incertezza giustifica un approccio prudente. Fra i settori in sovrappeso possiamo citare le *utilities* integrate, come le municipalizzate, i beni discrezionali, di cui è stato neutralizzato il sottopeso, e i titoli *tech*, per i quali è in corso una valutazione circa un possibile incremento rispetto all'attuale neutralità. Il giudizio è invece negativo sulle società più indebitate e sugli industriali.

USA: sovrappeso su tech e beni di base

A marzo, nonostante la forte volatilità indotta dalla crisi di Silicon Valley Bank, l'indice S&P500 ha fatto segnare una performance positiva di circa il 4%, con i ritorni migliori registrati fra i titoli dei settori telecomunicazioni, *tech* e *utilities*. A seguito della crisi delle banche regionali abbiamo neutralizzato la nostra esposizione ai finanziari e reindirizzato la liquidità verso titoli di qualità. Continuiamo a sovrappesare il settore tecnologico, seguito dai beni di consumo di base.

Emergenti: view nel complesso positiva

La view sull'universo emergente è nel complesso piuttosto positiva, grazie all'indebolimento del dollaro e al peso delle materie prime, su cui esprimiamo un giudizio costruttivo. L'instabilità del settore finanziario nei Paesi sviluppati favorisce la sovraperformance dei mercati emergenti meno esposti a tali dinamiche, a partire dalla Cina. Nel complesso, il posizionamento resta invariato

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.