



La giusta prospettiva

L'anno si apre con alcune novità positive, dal *reopening* in Cina ai dati più forti del previsto sulla crescita in Europa e USA, che hanno riportato fiducia fra gli investitori. Torniamo tatticamente neutrali sull'azionario, senza dimenticare che le Banche centrali restano determinate a combattere un'inflazione ancora alta e che l'arrivo della recessione è solo rinviato. Nei bond vediamo valore a medio termine ma nell'immediato consigliamo cautela.

Ogni rappresentazione può essere più o meno giusta, a seconda del punto di vista dell'osservatore: si tratta di una questione di prospettiva. Allo stesso modo, la medesima situazione sui mercati finanziari può essere affrontata in modi differenti a seconda che si adotti un'ottica tattica o strategica, come ci insegna la congiuntura attuale. Dal punto di vista dell'attività economica, **continuiamo ad attenderci una recessione breve e di lieve entità sia negli USA che in Area Euro**, ma i buoni dati macro recentemente pubblicati ci inducono a stimare che in entrambe le aree la fase di contrazione inizierà non prima del secondo trimestre. In Cina, invece, l'ac-

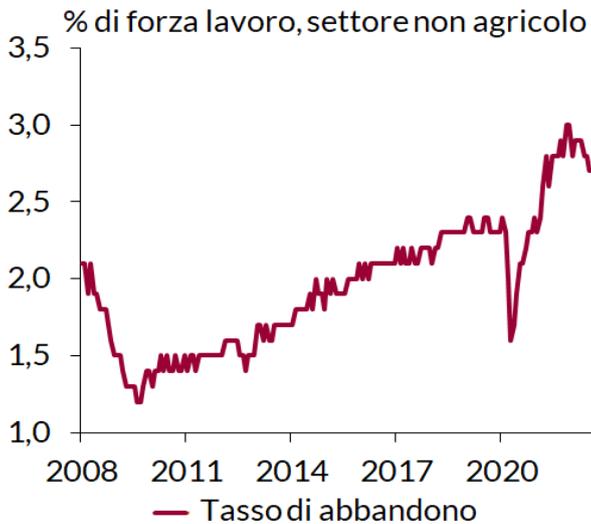
celerazione delle riaperture post-Covid apre la strada a un rafforzamento della crescita. L'inflazione, benché in calo, è ancora alta e **tanto la Federal Reserve quanto la Banca centrale europea manterranno alta la guardia, a differenza della Banca Popolare Cinese**, che resterà lievemente accomodante almeno per tutto il primo semestre. In questo contesto **abbiamo ritenuto opportuno riportare tatticamente alla neutralità la view sull'azionario**, almeno fino a quando non si materializzeranno maggiori evidenze di un deterioramento del quadro macro/fondamentale. **Sui mercati dei bond, invece, restiamo costruttivi sul lungo periodo ma nel breve termine**

consigliamo un approccio prudente, esprimendo una preferenza per i Treasury rispetto ai governativi dell'Area Euro e per l'*investment grade* rispetto agli *high yield*.

Crescita. Restiamo convinti che Stati Uniti e Area Euro attraverseranno una fase di recessione nel 2023, breve e di lieve entità, anche se in Area Euro l'attività economica potrebbe iniziare a contrarsi più tardi di quanto previsto in precedenza. In Cina invece, il *reopening* dovrebbe portare la crescita sopra il potenziale.

Negli USA, la domanda interna si conferma solida, come dimostrano la rapida ripresa della fiducia dei consumatori, la solidità della spesa per beni e servizi e alcuni dati provenienti dal mercato del lavoro, come il numero dei nuovi posti di lavoro nel settore privato, ancora sopra la media storica, o il tasso di abbandono ancora alto (**Grafico 1**), che indica che i lavoratori americani sono fiduciosi di poter trovare un nuovo impiego se lasciano quello attuale.

Grafico 1 - Lavoro USA, il tasso di abbandono resta alto



Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research.

Nel complesso, questi dati dipingono un quadro incoraggiante e supportano l'idea che la recessione possa arrivare "in ritardo". Tuttavia, ci sono altri indicatori che lanciano un messaggio meno costruttivo, come l'indice ISM sulla fiducia delle imprese di servizi, crollato a dicembre, o le ore lavorate e gli straordinari, il cui calo denota un rallentamento dell'attività in qualche settore dell'economia. Se queste ombre dovessero dissiparsi e dalle rilevazioni di gennaio dovessero arrivare conferme sull'andamento positivo della crescita, **l'inizio della recessione potrebbe essere posticipato nel nostro sce-**

nario base dal secondo al terzo trimestre.

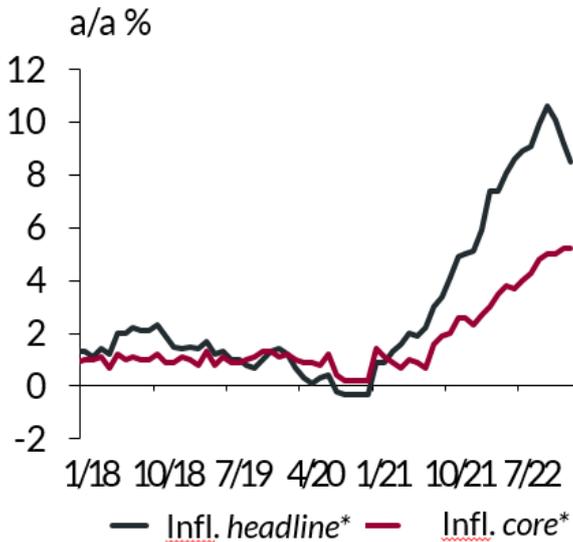
In Area Euro l'economia si dimostra resiliente grazie a una molteplicità di fattori: il superamento della crisi energetica, la generosità degli stimoli fiscali implementati - sotto forma, ad esempio, di tagli alle accise o di rimborsi delle bollette - da diversi Stati membri, la solidità del mercato del lavoro e dei consumi privati e il miglioramento delle prospettive per la domanda estera. Anche gli indicatori anticipatori come gli indici PMI confermano che la fase di rapido declino dell'economia parrebbe superata. Per questo ci aspettiamo che anche in Area Euro la recessione non inizi prima del secondo trimestre del 2023.

Inflazione. Gli ultimi dati confermano che **il picco è stato ormai raggiunto sia negli USA che in Area Euro, almeno per quanto riguarda l'inflazione headline.** Nel 2023 ci aspettiamo diffuse pressioni al ribasso, seppure con ritmi diversi: l'inflazione dovrebbe calare da 8% a 3,2% in America e da 8,4% a 5,1% nel Vecchio Continente. A livello *core*, e soprattutto per quanto riguarda i servizi, le pressioni inflazionistiche restano però più resistenti, anche se nei prossimi mesi ci aspettiamo un allentamento, più rapido negli USA che in Area Euro. In Cina, la dinamica dei prezzi sarà alimentata dal processo di riapertura dopo la fine della Zero-Covid policy.

Negli Stati Uniti, più in dettaglio, si rafforzano le spinte al ribasso sull'indice *headline*, mentre sulla componente *core* il quadro è meno netto: se i prezzi dei beni sono in calo, quelli dei servizi hanno registrato un'accelerazione sia nel settore residenziale (*shelter inflation*, cioè l'inflazione sui servizi abitativi, il cui picco è atteso per febbraio), sia nel settore *ex-shelter*, che secondo il presidente della Federal Reserve Jerome Powell risponde alle dinamiche salariali. Tuttavia, segnali incoraggianti arrivano proprio dal mercato del lavoro: sia le retribuzioni orarie medie che il *tracker* della Fed di Atlanta suggeriscono una moderazione delle pressioni sulle retribuzioni.

In Area Euro ci aspettiamo che nel 2023 l'inflazione headline, in frenata grazie al calo dei prezzi dell'energia, agli effetti base favorevoli e al calo delle quotazioni delle commodities, si riduca molto più rapidamente di quella core (Grafico 2 - nella pagina seguente), che non beneficia dell'allentamento meccanico di alcune pressioni come avviene invece negli USA. Nei prossimi mesi ci attendiamo un consolidamento del trend ribassista per la prima, mentre per la seconda potremmo assistere a un'inversione di tendenza per i prezzi dei beni industriali non energetici nel breve termine, mentre quelli dei servizi restano supportati dalla resilienza della domanda interna e dall'aumento dei salari.

Grafico 2 Area Euro, l'inflazione *headline* inizia a rientrare, quella *core* ancora no

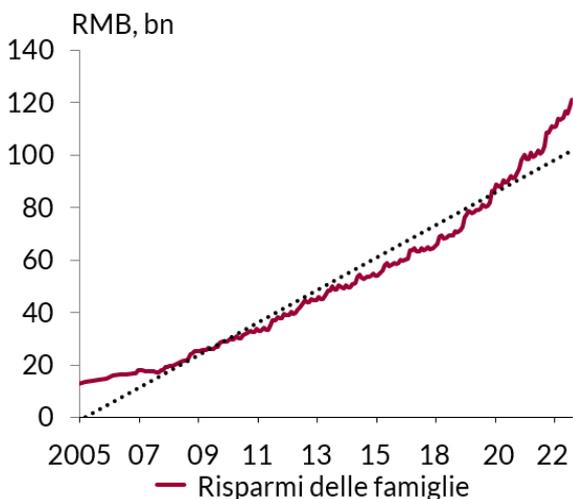


Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research.

*Fonte: HICP, ECB's Harmonised Index of Consumer Prices

In Cina, dove il progressivo ritiro delle restrizioni imposte negli ultimi tre anni con la Zero-Covid Policy ha portato a una ripresa della mobilità, l'ondata di contagi con cui si è aperto il 2023 dovrebbe raggiungere il picco a inizio febbraio. Ciò non impedirà però di proseguire con le riaperture, che dovrebbero alimentare un robusto rimbalzo dei consumi privati, sostenuti da un importante stock di risparmi accumulati durante gli anni della pandemia (**Grafico 3**), e una forte accelerazione della crescita nel suo complesso a partire dal secondo trimestre: **ci aspettiamo che il Dragone chiuda l'anno con un'economia in espansione di oltre il 6%**.

Grafico 3 Cina, risparmi delle famiglie ai massimi



Fonte: CEICC, Citi, ANIMA Research.

Banche centrali. Le Banche centrali continuano a dominare la scena macroeconomica e hanno recentemente confermato l'intenzione di non abbassare la guardia nella lotta contro l'inflazione, pur riconoscendo che le pressioni a livello *headline* hanno iniziato ad allentarsi.

Negli Stati Uniti, la solidità dei dati su crescita economica e mercato del lavoro, oltre alla tenuta delle componenti dell'inflazione monitorate dalla Fed, ci inducono a mantenere le previsioni per un *terminal rate* a 5 - 5,25%, con aumenti di 25 punti base sia nel meeting di marzo che in quello di maggio. Ad oggi ci attendiamo che il pivot della politica americana possa avvenire alla fine del secondo trimestre, e apra le porte a un approccio meno aggressivo, che potrebbe culminare con un taglio di 25 punti base a dicembre. Tuttavia, se l'attività economica si confermerà così resiliente e continuerà a sorprendere al rialzo, il pivot potrebbe anche essere posticipato.

In Area Euro, la presidente della Banca Centrale Europea Christine Lagarde ha ribadito di voler "mantenere la barra dritta sui tassi" per poter riportare l'inflazione all'obiettivo del 2%; con ogni probabilità, l'aumento di 50 punti base di febbraio sarà seguito da un intervento analogo a marzo, mentre la portata dell'aumento di maggio sarà modulata in funzione del flusso di dati. Dal momento che i dati sulla crescita continuano a sorprendere al rialzo, l'inflazione *core* non accenna a diminuire e il mercato del lavoro resta molto tonico, riteniamo probabile che il picco del ciclo restrittivo sarà raggiunto in corrispondenza di livelli superiori a quelli attualmente prezzati, in area 3,75%-4%.

In Cina, dove l'inflazione è ancora relativamente bassa in seguito al rallentamento della crescita degli ultimi mesi, la Banca Popolare Cinese dovrebbe mantenere un approccio lievemente accomodante nei primi sei mesi dell'anno, e tagliare il Loan Prime Rate a 5 anni di 10 punti base nel primo trimestre e il coefficiente di riserva obbligatoria di 25 punti base entro giugno. Nella seconda metà dell'anno, la Banca centrale di Pechino dovrebbe iniziare a normalizzare la politica monetaria, assumendo una posizione più neutrale.

Alla luce degli sviluppi macroeconomici descritti, **l'asset allocation tattica è stata in parte rivista.** In ambito obbligazionario, manteniamo la neutralità sui Treasury: con i rendimenti sui livelli attuali e nella convinzione che nel 2023 i tassi scenderanno, continuiamo a suggerire di accumulare posizioni durante le fasi di *sell-off*.

Per quanto riguarda i governativi dell'Area Euro, con-

fermiamo una *view* tatticamente negativa su Bund e BTP alla luce degli sviluppi macro descritti, dell'approccio aggressivo della BCE e della prospettiva di un forte aumento dell'offerta netta di titoli di Stato.

Ritorna neutrale, invece, il giudizio sulle azioni, che hanno registrato un inizio d'anno molto positivo grazie al flusso di dati costruttivo, all'accelerazione della riapertura cinese e al calo dei rendimenti. Restiamo convinti che il deterioramento del quadro macro/fondamentale alimenterà una fase di debolezza per le azioni nel corso dell'anno, ma per ora il momento della verità è differito all'effettivo inizio della recessione.

Mercati obbligazionari

Costruttività a livello strategico

In un contesto segnato dalla prospettiva di un rallentamento della crescita e di un calo dell'inflazione, l'anno si è aperto con una generalizzata corsa all'acquisto, con gli investitori apparentemente sopraffatti dal timore di perdere le opportunità offerte da rendimenti che non si vedevano da oltre un decennio.

A nostro avviso, nonostante il clima euforico, occorre cautela: i livelli attuali dei tassi incorporano aspettative piuttosto conservative sulle politiche monetarie e l'effetto delle restrizioni di bilancio della BCE potrebbe essere sottostimato. Per questo, pur restando strategicamente costruttivi, riteniamo che nell'immediato sia opportuno temporeggiare.

Sui titoli di Stato italiani, in particolare, siamo prudenti, poiché gli sviluppi costruttivi appaiono pienamente prezzati, il premio al rischio politico è negativo e il *Quantitative Tightening* si avvicina. La *view* è tatticamente negativa anche sui Bund, mentre sui Treasury siamo più costruttivi. Fra i bond societari, preferiamo ancora i titoli *investment grade*, supportati da rendimenti elevati, un'ampia base di investitori, metriche di credito solide e maggiore facilità di accesso al mercato primario. Per gli *high yield*, invece, occorre più prudenza.

Mercati azionari

Europa: preferenza per i titoli "defensive-growth"

Nonostante l'incertezza sulla portata del rallentamento ciclico e sul *timing* del pivot della politica monetaria, nel-

le prime settimane del 2023 il superamento della crisi energetica, il *reopening* cinese e la decelerazione dell'inflazione hanno alimentato un forte rimbalzo sui mercati azionari. Anche se riteniamo che il 2023 sarà ancora un anno di volatilità, a gennaio abbiamo ridotto il sottopeso; privilegiamo i settori "*defensive-growth*" rispetto ai ciclici, ma l'approccio è molto selettivo: il giudizio è positivo su beni discrezionali, banche, beni di prima necessità, *utilities* e *information technology*, negativo su industriali, servizi finanziari ed energetici.

Italia: restano opportunità a livello settoriale

Pur monitorando con attenzione i possibili rischi legati al rifinanziamento del debito pubblico e alla ratifica del Meccanismo Europeo di Stabilità (il MES), i fattori di supporto già citati a favore dell'equity europeo ci inducono a un approccio più equilibrato. Fra le opportunità che vediamo a livello settoriale – oltre che di *stock-picking* – segnaliamo i finanziari e i beni discrezionali, mentre per industriali e titoli di società fortemente indebitate nei vari settori l'indicazione è di sottopeso. Fra le *utilities*, esprimiamo una forte preferenza per quelle integrate (ad es. le municipalizzate) rispetto a quelle regolate.

USA: sovrappeso su finanziari e sanità

Rispetto al mese scorso, è stato ridotto il peso del settore dei consumi non ciclici a favore di quelli ciclici come ristoranti e retailer e dei materiali di base, allo scopo di riavvicinarsi alla neutralità rispetto al *benchmark*. Fra i settori in sovrappeso vanno citati quello finanziario e quello della sanità, mentre fra i settori in sottopeso si segnalano l'immobiliare e gli industriali.

Emergenti: tutti gli occhi su Pechino

Con riferimento al livello di investito i portafogli sono neutrali, mentre a livello geografico si evidenzia un sovrappeso sulla Cina, dove la riapertura potrebbe liberare un'importante quota di spesa per consumi. Vista la veemenza del recupero, riteniamo che, in assenza di notizie positive, sia consigliabile una certa prudenza, anche se il re-rating in corso ha margini di prosecuzione, e si concentrerà su titoli *large-cap* più conosciuti al mercato. Da segnalare il leggero sovrappeso sulla Corea, attraverso i settori finanziario e tecnologico, e l'atteggiamento neutrale sull'India.

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.