



## Punto di equilibrio

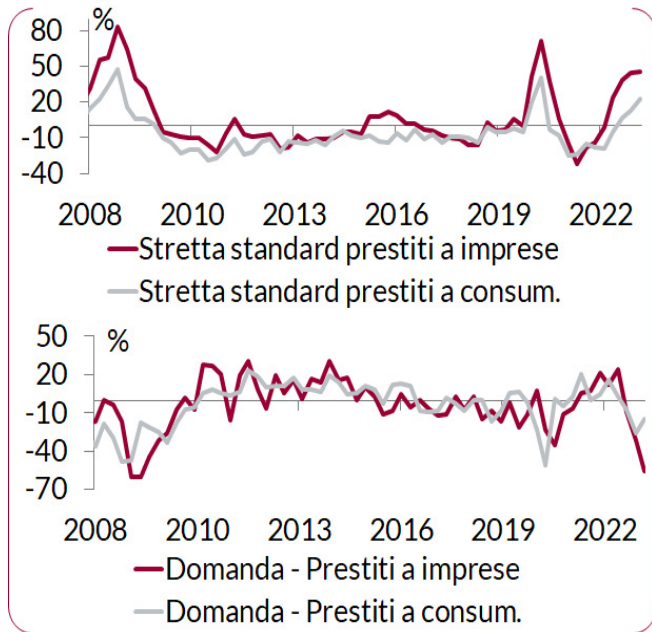
A livello macro prosegue il lento cammino verso una recessione negli Stati Uniti e in Area Euro, e di rientro dell'inflazione, mentre le turbolenze del settore bancario tardano a mostrare i propri effetti sull'economia. In questo contesto, Federal Reserve e Banca Centrale Europea sono ancora lontane da un taglio dei tassi. Restiamo costruttivi sui bond governativi *core* e prudenti sulle azioni, anche se il giudizio sull'*equity* giapponese passa a neutrale.

Il clima sui mercati è incerto e gli investitori potrebbero essere condizionati da opportunità e rischi di breve periodo: pertanto, la prima regola è quella di evitare le prese di posizione più decise. Occorre avere pazienza e tenersi lontani dagli estremi, pronti a cambiare passo non appena il vento avrà assunto una direzione chiara.

Restiamo dell'idea che le turbolenze nel settore bancario avranno un impatto sull'economia reale attraverso la contrazione del canale del credito. A confermare questa tesi, il recente inasprimento degli standard di

concessione di prestiti a famiglie e imprese e il marcato indebolimento della domanda, negli USA (**Grafico 1 - Nella pagina seguente**) e in Area Euro. La portata di questi fenomeni sull'attività economica, però, non dovrebbe essere tale da tradursi in una crisi sistemica. Stati Uniti e Area Euro dovrebbero attraversare una recessione breve e di lieve entità fra terzo e quarto trimestre, ma nelle ultime settimane sono emersi alcuni rischi al rialzo per questo scenario. Sul fronte dell'inflazione, le pressioni si allentano a livello *headline*, ma si confermano più vischiose sul fronte *core*.

**Grafico 1** USA, prestiti a famiglie e imprese sotto pressione



Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research.

In Area Euro, un segnale che induce alla fiducia è stato offerto dai dati sull'inflazione pubblicati fra fine maggio e inizio giugno.

Alla luce di questi sviluppi, riteniamo che la Federal Reserve possa avviare un "mini-ciclo" di due rialzi dei tassi di interesse da 25 punti base ciascuno in estate, mentre bisognerà aspettare il 2024 per assistere a un primo taglio. In Area Euro ci aspettiamo invece che la Banca Centrale Europea prosegua nel percorso di rialzi, fino a raggiungere l'area 3,75% - 4% fra luglio e settembre. In tale scenario, la nostra *view* rimane costruttiva sui bond governativi *core* e prudente sulle azioni; in ambito *equity*, il giudizio sul Giappone passa da negativo a neutrale, avvicinandosi a quello espresso per la Cina e i mercati emergenti.

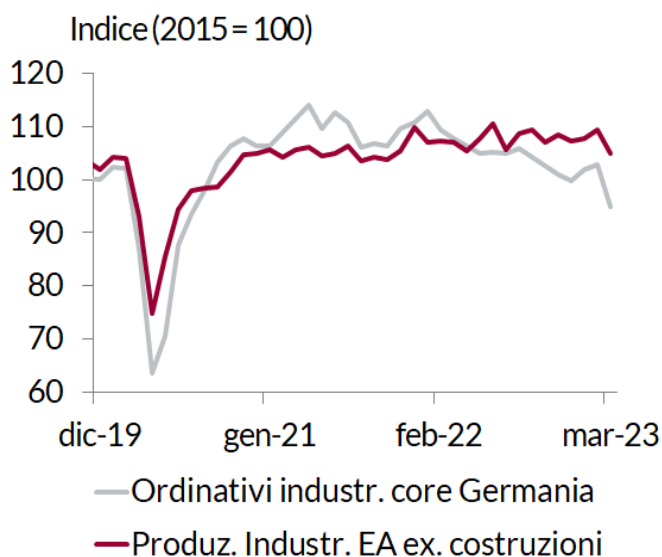
**Crescita. Negli Stati Uniti ci attendiamo un rallentamento:** il dato sul PIL del primo trimestre è stato più debole del previsto, trainato innanzitutto dal calo delle scorte, mentre i consumi privati hanno registrato un'accelerazione.

Da segnalare, però, l'insorgere di alcuni rischi al rialzo: il numero di nuovi posti di lavoro è quasi tornato alla media pre-COVID, e il rapporto fra posizioni aperte e disoccupati resta elevato, a dimostrazione del fatto che i cittadini americani possono continuare a cambiare la-

voro con facilità; i prestiti al settore privato - anche da parte degli istituti di credito medio-piccoli - stanno tornando a risalire.

In Area Euro il primo trimestre ha visto una sostanziale stagnazione della crescita, testimoniata dall'ultima revisione del dato aggregato del PIL relativo al primo trimestre, dal raffreddamento della dinamica della domanda interna di Spagna e Francia, e dal calo, quasi contemporaneo, della produzione industriale (al netto del settore delle costruzioni) in Area Euro e degli ordinativi industriali *core* - cioè al netto delle commesse straordinarie - in Germania (**Grafico 2**).

**Grafico 2** Stagnazione della crescita in Area Euro



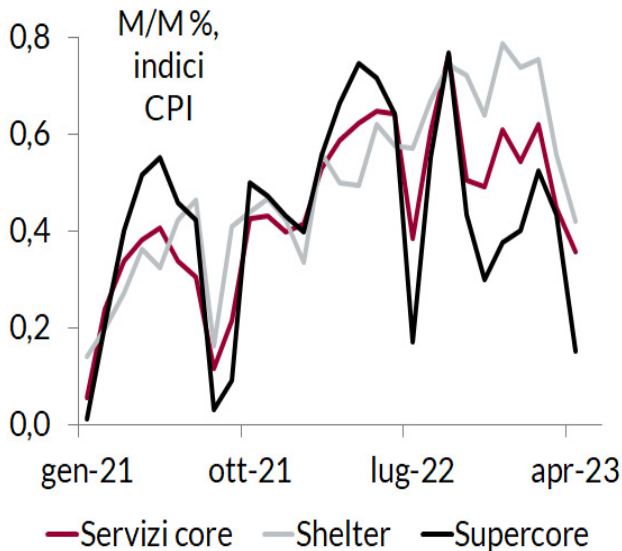
Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research. Ordinativi industr. core = ordinativi al netto delle commesse straordinarie

Altri fattori che indeboliscono il quadro sono i dati ancora bassi sui prestiti a famiglie e imprese e il calo della liquidità derivante dal rimborso dell'asta del TLTRO III, il programma della BCE per le Operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine. Come negli USA, tuttavia, rileviamo alcuni rischi al rialzo, legati al miglioramento degli indici di fiducia delle imprese.

**Inflazione.** Negli USA le pressioni sui prezzi dovrebbero continuare a diminuire, come indica il deciso calo del *tracker* dei salari elaborato dalla Fed di Atlanta ad aprile. Tuttavia, non si tratterà di un processo lineare: l'inflazione sui beni *core* resta pesantemente condizionata dalla componente delle auto usate, il cui costo ha registrato una forte accelerazione ad aprile; la dinamica dei prezzi del settore residenziale potrebbe registrare ancora qualche sorpresa al rialzo, nonostante gli indicatori anticipa-

tori sembrano puntare in direzione di un allentamento delle pressioni; l'inflazione sui servizi *core ex-shelter* (che escludono quelli connessi alle abitazioni) continua a calare (Grafico 3) e l'indice JOLTS anticipa un consolidamento della tendenza ribassista, anche se i prezzi delle tariffe aeree e alberghiere potrebbero risalire a maggio.

**Grafico 3** USA, l'inflazione scende ancora



Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research. CPI Supercore = Servizi core al netto di affitti primari e affitti figurativi, inclusi i servizi di ristorazione

In Area Euro, la situazione è molto diversa: il processo disinflazionistico è meno maturo che negli USA, ma i dati sull'Indice dei prezzi al consumo armonizzato a maggio hanno introdotto alcuni rischi al ribasso. Le più recenti rilevazioni hanno segnalato un calo dell'inflazione *headline* dal 7% di aprile al 6,1% e quella *core* dal 5,6% al 5,3%. Per il secondo trimestre, ci attendiamo che il trend di discesa dell'inflazione *headline* possa proseguire, a meno di una risalita dei prezzi dei generi alimentari causata da eventi meteorologici che danneggiano i raccolti. Sul fronte *core*, invece, ci aspettiamo un quadro a due facce: da un lato, le pressioni sui prezzi dei beni dovrebbero raffreddarsi; dall'altro, il costo dei servizi dovrebbe continuare a mantenersi piuttosto vischioso, anche a causa delle pressioni innescate dalla stagione delle vacanze estive.

In Cina le riaperture post-Covid hanno superato il momento di maggiore slancio e la crescita andrà incontro a un rallentamento. L'attività economica, tuttavia, sarà supportata nel secondo trimestre da effetti base molto favorevoli, sia dal lato della domanda che da quello dell'offerta, oltre che dalla stabilizzazione del settore immobiliare. L'inflazione *headline* prosegue la discesa

mentre i prezzi dei servizi continuano a salire: questi sviluppi, però, sembrano ancora destinati a non avere ricadute sulle economie straniere.

**Banche centrali.** La solidità dell'economia, i progressi limitati nel contenimento dell'inflazione sottostante e l'impatto contenuto delle turbolenze bancarie sull'attività economica ci inducono a credere che la fase di *plateau* della Fed possa essere interrotta da un "mini-ciclo" di due rialzi dei tassi da 25 punti base durante l'estate. In questo contesto, è improbabile che assisteremo a un taglio dei tassi prima del 2024.

La BCE, pur avendo rallentato il ritmo dei rialzi dopo le turbolenze bancarie della prima metà della primavera, mantiene una retorica aggressiva, ribadita con l'interruzione dei reinvestimenti del programma di acquisto di titoli pubblici e privati APP a partire da luglio: per questo abbiamo spostato il *terminal rate* da 3,5-3,75% a 3,75-4%. Se i dati sull'economia reale dovessero migliorare, potremmo assistere a un intervento sui tassi anche a settembre.

La Banca Popolare cinese resta accomodante: qualora l'economia dovesse perdere ulteriormente momentum, anche in considerazione degli sviluppi domestici e globali, la PBoC avrebbe a disposizione lo spazio necessario per potenziare gli stimoli e supportare il mercato.

A livello di *asset allocation* confermiamo gran parte delle indicazioni espresse il mese scorso. Fra i bond governativi, restiamo costruttivi sui titoli *core* come Treasury e sui Bund, in considerazione della lentezza dei processi di disinflazione e di deterioramento della crescita che si registra – sia pur con sfumature anche molto diverse – in America e in Europa. Sui BTP il giudizio è meno costruttivo, anche a causa dell'aumento dell'offerta netta provocato dalla già citata interruzione dei reinvestimenti dell'APP e dalle criticità nell'implementazione del PNRR.

In ambito azionario permane l'indicazione di sottopeso, giustificato dalla convinzione che il rallentamento dell'attività economica alimenterà un'accelerazione del processo di revisione al ribasso delle stime di crescita degli utili, al momento interrotto. Una parziale eccezione è costituita dai Paesi emergenti e dalla Cina – a cui si aggiunge il Giappone – per cui il giudizio è più costruttivo.

## Mercati obbligazionari

### Evitare posizioni troppo aggressive

Alla luce del quadro macroeconomico descritto, caratte-

rizzato dall'assenza di una direzione univoca, gli investitori non sembrano avere idee forti. In questo contesto, è opportuno un sovrappeso di duration per sfruttare l'opportunità derivante dalle recenti pressioni al rialzo sui tassi e tutelarsi dal rischio di un incidente finanziario, ma senza posizioni particolarmente aggressive.

Reiteriamo l'indicazione di cautela sui BTP già espressa un mese fa, che si giustifica anche alla luce dell'interruzione dei reinvestimenti del programma APP e della scadenza per i rimborsi del TLTRO, oltre che delle difficoltà di dialogo fra governo e autorità europee sul Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza e sul Meccanismo Europeo di Stabilità.

Sul mercato dei titoli *corporate*, va segnalato il miglioramento del sentiment sugli *high yield*; tuttavia, l'indebolimento del ciclo economico e l'inasprimento degli standard creditizi ha portato a rendimenti in doppia cifra per le nuove emissioni, suggerendo ulteriore prudenza.

## Mercati azionari

### Europa: positivi su *telecom* e *healthcare*

Superata la stagione degli utili e nonostante il raggiungimento dell'accordo sul tetto al debito americano, sul sentiment continuano a pesare i timori di una nuova crisi bancaria e il rischio di una recessione negli USA. A livello settoriale, il giudizio è costruttivo su *telecom* e *healthcare*; neutrale su beni di base, bancari, energetici, beni discrezionali e *information technology*; negativo su assicurativi, industriali e servizi finanziari.

### Italia: cautela per la scarsa visibilità

Nonostante i dati positivi sul fronte degli utili aziendali, la bassa visibilità sulle prospettive per il secondo semestre induce a un atteggiamento prudente, motivato anche dalla stagionalità meno favorevole dei mesi a venire. Per questo il posizionamento è di lieve sottopeso, con tendenza verso un aumento. La *view* è positiva su finanziari, discrezionali, tecnologia e *utilities* integrate, mentre fra i settori in sottopeso vi sono

gli industriali, le *utilities* regolate e, trasversalmente ai settori, le società significativamente indebitate.

### USA: sovrappeso sul settore *tech*

Se da un lato le difficoltà nel raggiungimento di un accordo sul tetto del debito, la fine della moratoria sui debiti degli studenti e la possibilità di un mini-ciclo di rialzi dei tassi rappresentano fonti di preoccupazione per i mercati, dall'altro lato il fermento legato agli sviluppi dell'intelligenza artificiale – e l'impatto che esso ha sui titoli, cruciali, del settore *tech* – costituisce un fattore di supporto. Rimaniamo sovrappesati sul settore tecnologico, con un'inclinazione sul settore dell'energia, e, inoltre, abbiamo ridotto l'esposizione a poche società del settore difensivo. Nel complesso, restiamo orientati sui titoli di qualità.

### Giappone: prospettive positive

In Giappone si è registrata un'inversione di tendenza sul fronte dell'inflazione, con il passaggio da una situazione deflazionistica a una moderata ripresa delle pressioni sui prezzi. Le società giapponesi hanno registrato un aumento del *return on equity* e un'espansione dei rendimenti per gli azionisti: Nikkei 225 e Topix sono tornati sui massimi rispettivamente dal 2021 e addirittura dal 1990, in un rally che ha visto un massiccio ritorno degli investitori internazionali sul mercato nipponico. Alla luce di prospettive positive, il nostro giudizio passa da negativo a neutrale.

### Emergenti: scenario costruttivo

Per quanto riguarda il posizionamento, l'impostazione di fondo è rimasta sostanzialmente invariata a livello d'investito, pur con qualche cambiamento in termini di Paesi e settori. Parte del peso cinese è stata spostata sull'India, mentre a livello settoriale è stata adottata una variazione consequenziale al tema delle imprese a conduzione statale implementata in Cina. Nel complesso i mercati emergenti e la Cina restano i settori geografici dalle prospettive migliori sui mercati azionari.

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.