



I dati che contano

Scongiurato il rischio di una crisi sistemica nel settore bancario, il focus torna sui dati macro. Ci aspettiamo una recessione breve e di lieve entità fra terzo e quarto trimestre su entrambe le sponde dell'Atlantico, mentre in Cina l'economia continua a riprendersi a ritmo sostenuto. In termini di *asset allocation*, confermiamo l'approccio costruttivo sulle obbligazioni governative *core* e manteniamo una linea prudente sulle azioni dei mercati sviluppati.

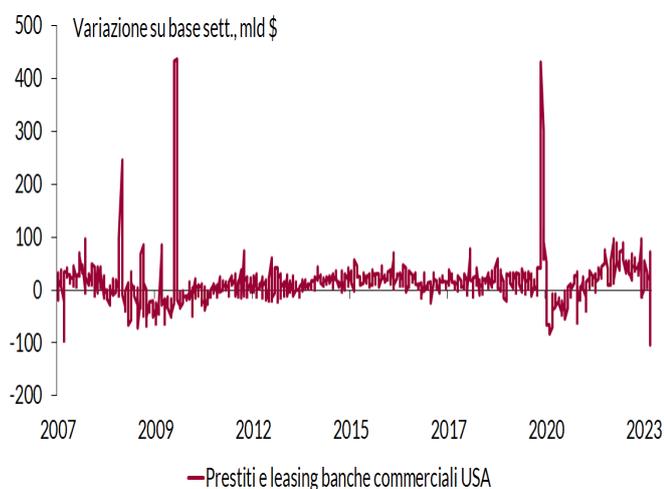
Dopo settimane di turbolenze innescate dai casi Silicon Valley Bank e Credit Suisse, **il focus torna a concentrarsi maggiormente sui dati macro**. Anche se il settore bancario resta un osservato speciale, ora l'attenzione si è spostata dal rischio di incidenti in grado di scatenare crisi sistemiche alle conseguenze macroeconomiche delle tensioni iniziate a metà marzo.

Le crisi nel settore degli istituti di credito hanno infatti portato una nuova sensibilità riguardo ai rischi e alla remunerazione dei depositi, innescando un travaso di risor-

se verso i fondi di mercato monetario che pare destinato a proseguire. Il calo dei depositi avrà ripercussioni negative sul quadro macro, perché costringerà le banche ad aumentarne la remunerazione e sarà accompagnato da un deterioramento dei coefficienti patrimoniali, cui contribuiscono anche le pressioni sulle quotazioni di borsa. La conseguenza inevitabile sarà una contrazione dei prestiti, peraltro già in corso: negli Stati Uniti nella seconda metà di marzo il credito bancario commerciale è sceso al ritmo più rapido dal 1973 (**Grafico 1 - Nella pagina seguente**).

Allargando lo sguardo, negli USA emergono segnali di rallentamento di crescita e inflazione, mentre in Area Euro permane l'onda lunga dei fattori di supporto che hanno alimentato l'accelerazione del primo trimestre. In questo quadro, confermiamo le nostre attese di una recessione breve e di lieve entità fra terzo e quarto trimestre sia nel Vecchio che nel Nuovo Continente, mentre in Cina continuiamo ad aspettarci una ripresa robusta.

Grafico 1 USA, credito bancario commerciale in contrazione



Fonte: Bloomberg, ANIMA Research.

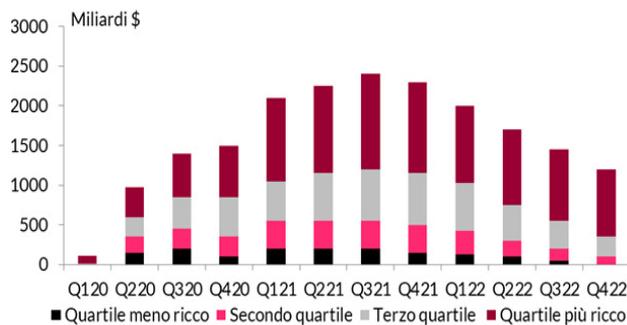
Alla luce di queste considerazioni, la *view* resta costruttiva sulle obbligazioni governative *core*; in ambito azionario manteniamo il giudizio prudente del mese scorso, con la parziale eccezione della Cina e dei mercati emergenti.

Crescita. Negli USA si susseguono i segnali di incrinatura nel ciclo economico, dal forte calo dell'indice ISM di fiducia delle imprese dei servizi, al raffreddamento della domanda e della creazione di nuovi posti di lavoro, alla nuova contrazione delle vendite al dettaglio (per due mesi consecutivi, come non accadeva dai tempi della pandemia). Il calo dei risparmi in eccesso, esauriti dalla popolazione a più basso reddito (**Grafico 2**), getta un'ombra sulle prospettive per la spesa dei consumatori; la percentuale delle piccole imprese che riportano più difficoltà nell'accesso al credito e si aspettano un ulteriore peggioramento è ai massimi dal 2012.

In Area Euro prosegue l'accelerazione della crescita, ancora sostenuta dagli effetti benefici del crollo dei prezzi energetici, degli stimoli fiscali e dell'accelerazione della crescita cinese. Nei prossimi mesi, tuttavia, questi fattori di supporto si andranno progressivamen-

te indebolendo e le ripercussioni negative della stretta creditizia - particolarmente rilevante in un'economia bancocentrica come quella europea - assumeranno un peso preponderante.

Grafico 2 USA, la popolazione a basso reddito esaurisce i risparmi in eccesso



Fonte: NY Fed, ANIMA Research.

Inflazione. Le valutazioni cambiano a seconda che si consideri un orizzonte a breve o medio termine e che si esamini l'inflazione *headline* oppure quella *core*: gli sviluppi per quest'ultima restano molto meno costruttivi che per la prima, specie in Area Euro.

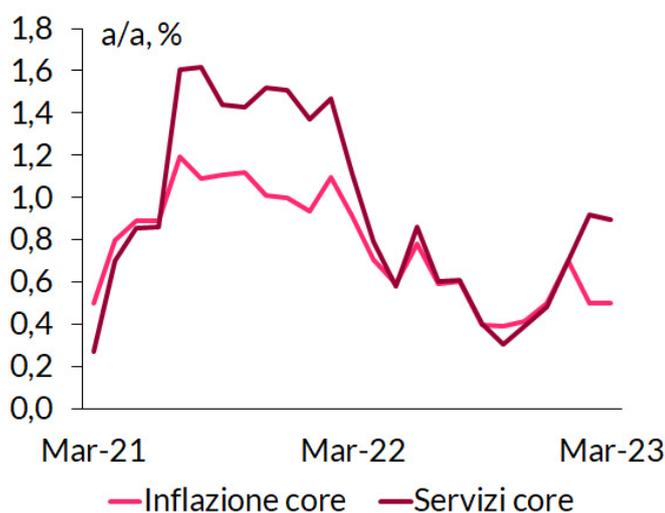
Negli Stati Uniti, l'allentamento delle pressioni sui prezzi dei generi alimentari sta prendendo slancio, ma il taglio alla produzione di petrolio deciso dall'OPEC+ potrebbe riservare sorprese al rialzo sul fronte del costo dell'energia. Il processo disinflazionistico sui beni *core* dovrebbe consolidarsi, grazie anche al contributo degli effetti base, sebbene i prezzi delle auto usate rimangano un'incognita.

Dati incoraggianti arrivano anche dai servizi *core* non connessi alle abitazioni, per cui a marzo si registra un rallentamento sia congiunturale che tendenziale, e da quelli legati al settore residenziale, per cui la variazione su base mensile degli affitti è risultata inferiore al range degli ultimi 12 mesi (ci aspettiamo che su questa componente si consolidi un trend disinflazionistico significativo, che dovrebbe protrarsi per 12-15 mesi).

In Area Euro gli effetti base sulla componente energetica sono stati decisivi nel crollo dell'inflazione *headline* a marzo, ma i segnali per i prossimi mesi non sono particolarmente positivi: oltre agli effetti potenzialmente inflativi del taglio di produzione di petrolio deliberato dall'OPEC+, i prezzi dei generi alimentari continuano a crescere. A livello *core*, permangono tensioni forti e diffuse sia sui beni che sui servizi.

In Cina, il quadro macro continua a offrire segnali molto costruttivi: a marzo le vendite al dettaglio sono salite; il commercio con l'estero ha fatto registrare dati migliori del previsto e l'attività nel settore immobiliare dovrebbe continuare a rafforzarsi, grazie al miglioramento della fiducia dei consumatori. Ciò detto, le ricadute positive della riapertura sembrano limitate all'interno dei confini nazionali, dove sono alimentate in particolare dalla spesa per servizi. La dinamica dell'inflazione lo dimostra: mentre a marzo il dato *headline* ha sorpreso al ribasso, l'indice *core* ha tenuto, sostenuto proprio dai prezzi dei servizi (Grafico 3).

Grafico 3 Cina, l'inflazione *core* resiste, sostenuta dai servizi



Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research.

Banche centrali. Le tensioni registrate nel settore bancario e l'impatto sulle condizioni finanziarie hanno inciso profondamente sulla linea di Federal Reserve e Banca Centrale Europea, che sembrano aver modificato la parola d'ordine, pur con qualche differenza fra Washington e Francoforte, da "tassi ancora più alti" a "tassi alti più a lungo".

Nel *meeting* di maggio, la Fed ha alzato i tassi di altri 25 punti base, ma secondo il nostro scenario centrale dovrebbe trattarsi dell'ultimo rialzo del 2023. Manteniamo l'aspettativa di un primo taglio di 25 punti base a dicembre, a dispetto delle attese del mercato, che a nostro avviso sconta un ciclo di ribassi troppo aggressivo e tempestivo.

Dopo aver rialzato i tassi di 25 punti base a maggio, la BCE - che, a differenza della Fed, non dispone di segnali convincenti di rallentamento di crescita e inflazione -

dovrebbe procedere a un nuovo rialzo di 25 punti base a giugno, luglio e potenzialmente anche settembre, con il tasso di deposito che dovrebbe arrivare a 3,75-4%. In Cina, manteniamo l'aspettativa di un taglio di 10 punti base del tasso di riferimento per i prestiti a cinque anni.

In questo contesto, **la nostra asset allocation non subisce variazioni di rilievo**. Fra le obbligazioni governative, restiamo costruttivi su Treasury e Bund, alla luce delle attese di rallentamento di crescita e inflazione. Il giudizio sui BTP è un po' più cauto, in virtù del livello compresso dello spread e dell'incertezza sull'implementazione del PNRR.

In ambito equity ribadiamo il sottopeso strategico: il calo della correlazione tra i titoli e l'aumento della dispersione delle performance indicano che il *rally* è ormai maturo e ci aspettiamo che l'accelerazione del processo di revisione al ribasso delle stime di crescita degli utili alimenti una fase di debolezza e volatilità. Sulla Cina e sui mercati emergenti l'indicazione è più costruttiva.

Mercati obbligazionari

Sovrappeso di duration

Poiché la stretta monetaria e il *credit crunch* delle banche commerciali aumentano il rischio di un rallentamento ciclico più pronunciato e di un incidente finanziario, è opportuno mantenere un sovrappeso di duration. Tuttavia, il *timing* con cui potrebbero concretizzarsi questi eventi è incerto: occorre avere pazienza e costruire le posizioni con gradualità, inserendo in portafoglio strategie lunghe sulla volatilità. L'orientamento sui titoli di Stato italiani è più cauto, a causa del rischio di vuoti d'aria durante le fasi di *risk-off*, del premio al rischio politico molto compresso e dell'impatto sui mercati di eventuali difficoltà sul fronte del PNRR.

Sui titoli *corporate*, il livello degli spread resta a nostro avviso eccessivamente compresso rispetto allo scenario di deterioramento macroeconomico che ci attendiamo, ma il calo dei tassi governativi dovrebbe offrire protezione in fasi di escalation dell'avversione al rischio e il *carry* è elevato: le prospettive reddituali a medio termine sono interessanti. Per i titoli *high yield* permane l'indicazione di prudenza.

Mercati azionari

Europa: preferenza ai settori difensivi

L'annuncio delle maggiori Banche Centrali di un'azione coordinata per rafforzare la fornitura di liquidità e le sorprese positive sul fronte dell'inflazione e della sta-

gione degli utili hanno supportato i mercati azionari. Tuttavia, il *sentiment* resta condizionato dallo spettro di una crisi bancaria e dal rischio di recessione. La *view* è positiva su *telecom*, *healthcare* e beni di base; neutrale su bancari, energetici, beni discrezionali e *information technology*; negativa su industriali, assicurativi e servizi finanziari.

Italia: manteniamo la prudenza

L'approccio rimane prudente, alla luce delle possibili conseguenze delle crisi registrate nel settore bancario, a partire dal rischio per la stabilità dei depositi, attualmente in calo. L'indicazione è di sovrappeso su finanziari (seppur fortemente ridotti rispetto a inizio anno), beni discrezionali, tecnologia e *utilities* integrate, mentre resta di sottopeso su industriali, *utilities* regolate e società indebitate.

USA: più esposti ai ciclici *value*

Le revisioni degli utili sono in fase di stabilizzazione, con il traino dei risultati positivi delle *mega-cap*. Rimaniamo sovrappesati sul settore tecnologico preferendo le società che generano cassa ed hanno multipli «relativamente» interessanti; nel corso del mese abbiamo aumentato l'esposizione a titoli dei settori più ciclici *value* come energetici e (con grande selettività) bancari.

Emergenti: ripresa da consolidare

Permane il giudizio complessivamente favorevole rispetto ai mercati azionari di altre aree geografiche. In Cina si è registrata una disconnessione tra il quadro macro positivo e la direzione incerta del mercato, ma il percorso di recupero dovrebbe riprendere, con respiro principalmente domestico.

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.