



## Rallentamento lento

Nelle ultime settimane, i dati hanno nuovamente segnalato la resilienza della crescita nei Paesi avanzati e segnalato la vischiosità delle pressioni inflattive. Le attese degli investitori sulle politiche monetarie sono diventate più aggressive e i tassi sono saliti su livelli interessanti. In questo contesto, il giudizio sui governativi europei *core* è tornato neutrale, come per le azioni. Le migliori opportunità vengono ancora una volta dagli emergenti.

*Festina lente.* Affrettati lentamente: la locuzione latina attribuita all'imperatore Augusto indicava la necessità, per un buon generale, di procedere senza indugi ma anche senza fretta. Nel contesto macroeconomico attuale, alcuni dei principali indicatori sembrano seguire proprio questa antica massima: crescita e inflazione hanno iniziato a rallentare, ma meno velocemente delle attese. Per quanto riguarda la crescita, ci attendiamo ancora una recessione di breve durata e lieve entità su entrambe le sponde dell'Atlantico, ma con avvio posticipato dal secondo al terzo trimestre negli USA e rischi di uno slittamento dei tempi anche in Area Euro. Nei mercati sviluppati cala l'inflazione *headli-*

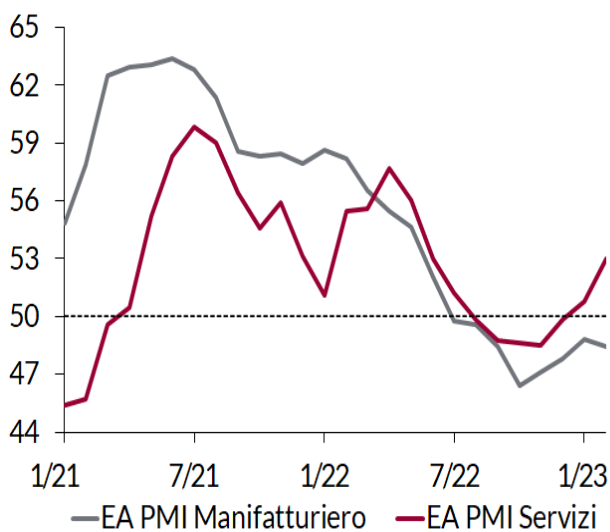
*ne* ma le pressioni a livello *core* faticano ad allentarsi e il mercato ha prezzato un aumento del *terminal rate* sia della Fed che della BCE, abbassando le attese sui tagli dei tassi per quest'anno. In Cina, dove la crescita accelererà prima del previsto e l'inflazione ha segnato i minimi, la Banca centrale dovrebbe restare accomodante, per supportare la ripresa. **In questo contesto, abbiamo rivisto le indicazioni di *asset allocation*:** torna neutrale il giudizio sui governativi europei *core*, allineandosi così a quello sui Treasury e sulle azioni. Resta invece prudente la *view* sui BTP e sulle obbligazioni societarie.

**Crescita.** Le economie dei Paesi sviluppati stanno perdendo slancio, ma molto lentamente. Continuiamo ad aspettarci che Stati Uniti e Area Euro attraversino una recessione breve e poco profonda, ma la contrazione inizierà più tardi di quanto ci aspettassimo negli USA, non prima del terzo trimestre. In Cina, l'accelerazione si materializzerà invece in tempi più rapidi del previsto.

**Negli USA, i dati sulla crescita continuano a fornire segnali contrastanti:** da una parte, infatti, l'indice ISM sulla fiducia delle imprese dei servizi è rimbalzato, il mercato del lavoro è stato eccezionalmente solido, la fiducia dei consumatori continua a migliorare, i dati sulla spesa personale hanno registrato un forte aumento dei consumi di beni e servizi e il settore immobiliare è in via di stabilizzazione; d'altro canto, però, gli indicatori anticipatori suggeriscono un deterioramento della dinamica del settore manifatturiero e l'inasprimento degli standard creditizi verso le imprese non favorisce gli investimenti non residenziali.

In Area Euro le dinamiche sono per certi versi opposte. Dal lato dell'offerta, il peggio dovrebbe essere alle spalle: gli indici di fiducia delle imprese sono ormai prossimi a livelli coerenti con un'espansione dell'attività economica (**Grafico 1**), e nei comparti industriali ad alto assorbimento di energia, favoriti dal crollo del prezzo del gas, si registrano sviluppi potenzialmente costruttivi, dopo le difficoltà degli ultimi trimestri.

**Grafico 1** Euro Area, i PMI di beni e servizi prossimi a livelli di espansione



Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research.

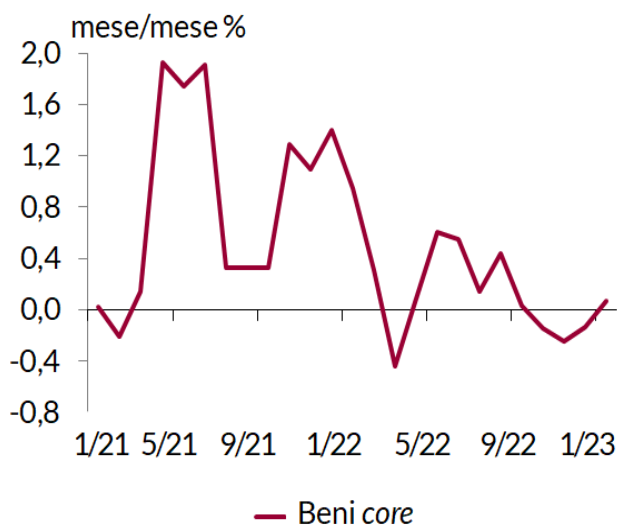
Sul versante della domanda, però, i dati sulle vendite al dettaglio sono molto deboli, gli standard per la con-

cessione di prestiti continuano a essere inaspriti, sia nei confronti delle famiglie che delle imprese, e si registra una contrazione pronunciata della domanda di credito. La recessione arriverà, anche se non si può escludere un ulteriore slittamento dei tempi. L'accelerazione cinese non basterà ad evitarla: il beneficio che può arrivare dalla crescita dell'export è infatti limitato, dal momento che le esportazioni verso la Cina rappresentano solo il 2,4% del PIL europeo, e la ripresa del Dragone è trainata dalla domanda di servizi.

**Inflazione.** L'inflazione *headline* continua a scendere nei Paesi avanzati, grazie al contributo della componente energetica, ma le pressioni a livello *core* tardano ad allentarsi, e forniscono argomenti ai sostenitori del proseguimento della stretta monetaria. In Cina, dove l'inflazione ha segnato i minimi, si intensificheranno le pressioni sul fronte dei servizi, ma le ricadute su scala globale sono ad oggi molto limitate; la Banca Popolare Cinese dovrebbe mantenere una linea leggermente accomodante, nel primo semestre, con l'obiettivo di sostenere la ripresa.

A livello di aree geografiche, negli USA abbiamo rivisto al rialzo le previsioni sulla dinamica dei prezzi, principalmente per incorporare gli effetti della revisione della serie storica effettuata dal Bureau of Labor Statistics. Il report sull'inflazione di gennaio ha evidenziato un rallentamento del trend disinflazionistico sui beni *core* (**Grafico 2**), e un aumento delle pressioni sui servizi *core* non connessi al settore residenziale, escluse le assicurazioni sanitarie.

**Grafico 2** USA, la disinflazione sui beni *core* perde slancio



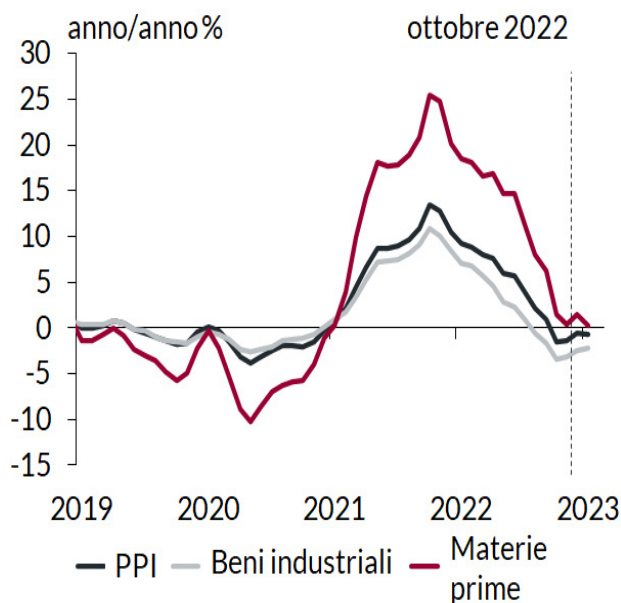
Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research.

Segnali analoghi provengono anche dal mercato del lavoro, la cui solidità potrebbe interrompere l'allentamento delle pressioni salariali, come suggerito dal *tracker* della Fed di Atlanta.

In Area Euro, il calo del prezzo dell'energia è stato determinante nella discesa dell'inflazione *headline*, ma il continuo aumento dei prezzi dei cibi trasformati e il permanere delle tensioni sul fronte dell'inflazione *core*, sia sui beni che sui servizi, suggeriscono che per raffreddare il trend sarà necessario un indebolimento della domanda.

**In Cina, dove il *reopening* prosegue, la crescita sta accelerando più rapidamente e in modo più pronunciato delle attese:** le vacanze per il nuovo anno lunare hanno fornito un fortissimo impulso a turismo interno e viaggi all'estero, mentre la domanda arretrata può finalmente trovare sfogo grazie alle riaperture. La forza del rimbalzo dell'economia ci ha indotto ad anticipare al primo trimestre parte del rafforzamento della crescita atteso per il secondo trimestre. Le pressioni sull'inflazione si intensificheranno, ma senza surriscaldarsi; le ricadute sull'economia globale dovrebbero però restare limitate, dal momento che le tensioni dal lato dell'offerta restano molto modeste, come dimostra il dato sui prezzi alla produzione (**Grafico 3**).

**Grafico 3** Cina, l'inflazione (per ora) sembra un tema domestico



Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research.

**Banche centrali.** Negli USA, le attese del mercato a febbraio si sono spostate verso un aumento del *termi-*

*nal rate* della Fed (il picco è scontato tra 5,25%-5,5% e 5,5%-5,75%) e una riduzione dei tagli prezzati per il 2023, da 50 a meno di 15 punti base. Sono livelli complessivamente coerenti con le nostre stime. Tuttavia, se i dati sul mercato del lavoro e i prezzi dovessero mantenere l'intonazione costruttiva emersa recentemente, la Fed potrebbe rivedere al rialzo le previsioni sui tassi d'interesse già nel *meeting* di marzo e prolungare il ciclo restrittivo.

In Area Euro, dalla riunione di febbraio della BCE è emersa un'incertezza di fondo sull'entità dei rialzi dopo marzo, che abbiamo internalizzato rivedendo la previsione sul picco del ciclo restrittivo a 3,75%-4% (il rialzo di maggio potrebbe essere di 25 o 50 punti base, anche a seconda delle scelte della Fed). Dopo il violento *repricing* delle ultime settimane, le curve di mercato monetario prezzano uno scenario allineato al nostro, con un *terminal rate* al 4,00% raggiunto nel quarto trimestre. **Le mosse della BCE restano in ogni caso guidate dai dati macro:** se l'inflazione *core* continuasse a non dare segni di raffreddamento e l'economia dovesse mantenersi resiliente, l'Istituto guidato da Christine Lagarde potrebbe proseguire nella linea *hawkish*.

In Cina, dove la Banca Popolare Cinese dovrebbe mantenere un approccio lievemente accomodante nel primo semestre, l'attenzione è rivolta agli interventi fiscali e normativi che saranno ritenuti coerenti con le linee guida definite dal Congresso del Partito di inizio marzo.

**In termini di *asset allocation*, il flusso di dati e i movimenti di mercato giustificano alcuni cambiamenti.** Sul fronte obbligazionario, conserviamo la neutralità tattica e la costruttività strategica sui Treasury, nella convinzione che gli sviluppi sul fronte del quadro macro e delle politiche monetarie che si registreranno nei prossimi mesi offriranno strutturalmente supporto. **Portiamo invece da negativa a neutrale la view sui governativi *core* dell'Area Euro:** la percezione dei rischi per l'inflazione è cambiata radicalmente, insieme con le aspettative sulle scelte delle banche centrali, e il *sell-off* che ne è derivato ha lasciato sul campo valutazioni più interessanti. Anche i timori sul fronte della crescita si sono ridimensionati in modo drastico: in realtà, è troppo presto per stabilire se la recessione sarà evitata, e le convinzioni degli investitori possono cambiare molto rapidamente, in funzione di un flusso di dati che resta molto volatile. Il giudizio sui BTP è più cauto, per la compressione dei premi al rischio e l'aumento dell'offerta netta derivante dal *Quantitative Tightening* della BCE, ma non ci aspettiamo un allargamento significativo.

**Resta neutrale il giudizio sulle azioni:** il rally registrato da inizio anno è stato robusto e ha spinto le valutazioni su livelli poco appetibili, ma l'allontanamento dello spettro di una recessione e le diffuse attese di uno storno sollevano dubbi su tempi e portata di un'eventuale correzione.

Il focus è concentrato sulla generazione di alpha, con attenzione ai fondamentali delle aziende e una preferenza per i Paesi emergenti rispetto ai mercati sviluppati. A livello strategico, restiamo convinti che nei prossimi mesi il deterioramento del quadro macro/fondamentale alimenterà una fase di debolezza, durante la quale si profileranno importanti opportunità di acquisto.

## Mercati obbligazionari

### Ancora prudenti su BTP e corporate

Anche se al momento l'attività economica resta molto solida, le conseguenze della stretta monetaria potrebbero materializzarsi nel secondo semestre, e restiamo convinti che nel medio termine il trend disinflazionistico si consoliderà, a causa di una combinazione di fattori (fra questi gli effetti base, il calo dei prezzi delle materie prime e l'impatto della stretta monetaria sulla domanda).

In prospettiva, manteniamo quindi un approccio strategicamente costruttivo, e il giudizio tattico sull'*asset class* torna neutrale: a questi livelli, i titoli di Stato offrono valore con orizzonte a fine anno. Il riposizionamento dei prodotti sta avvenendo però in modo graduale: gli ultimi anni ci hanno insegnato che i mercati tendono ad alternare picchi di entusiasmo e di pessimismo, in una continua oscillazione che potrebbe non aver raggiunto un estremo, e tanto la volatilità sui mercati quanto l'incertezza intorno al quadro macro restano su livelli molto elevati.

Nonostante la pendenza positiva della curva dei tassi e il *carry* interessante siano fattori di supporto, manteniamo un approccio un po' più cauto sui titoli di Stato italiani, a causa della compressione dello spread e del peso delle nuove emissioni. Lo stesso orientamento si applica anche ai *bond corporate*, nell'ambito dei quali conserviamo la preferenza per il comparto a più alto merito di credito.

## Mercati azionari

### Europa: sovrappeso su banche, lusso e telecom

Nonostante il trend rialzista di inizio anno si sia protratto anche a febbraio, la narrativa sul picco della *hawkishness* della Fed potrebbe subire una battuta d'arresto nel breve termine, sulla scorta delle sorprese al rialzo sul versante dell'inflazione, e il trend di sovraperformance dei comparti ciclici rispetto ai difensivi potrebbe perdere slancio. A livello settoriale, vediamo opportunità nei beni di consumo di base e discrezionali, i bancari, l'*information technology* e le *telcom*, mentre la *view* è negativa su industriali e servizi finanziari.

### Italia: in recupero sulle perdite del 2022

Il mercato ha ormai recuperato gran parte delle perdite del 2022, sostenuto dal ridimensionamento dei rischi per la crescita e da uno spread stabilmente sotto i 200 punti base, con performance positive in quasi tutti i settori. A livello settoriale prediligiamo i finanziari e manteniamo a peso i titoli energetici, che dovrebbero beneficiare del contesto normativo più favorevole. Sottopesiamo gli industriali, per cui vediamo il rischio di un impatto delle pressioni salariali sui margini, e i titoli di società fortemente indebitate.

### USA: bilanciamento fra growth e value

Manteniamo un'esposizione neutrale in termini di investito e bilanciata sul piano degli stili, concentrando il focus sulla selezione dei titoli (recentemente, si è preso profitto su alcuni difensivi aumentando il peso dei titoli GARP, che offrono buone prospettive di crescita a valutazioni ragionevoli). In assenza di forti anomalie valutative a livello settoriale, restiamo in modesto sovrappeso su *information technology* e finanziari, in sottopeso su immobiliare e prodotti industriali.

### Emergenti: il sentiment resta solido

I mercati emergenti stanno attraversando una fase di correzione, innescata da un lato dalle prese di profitto provocate dall'impennata di tassi e dollaro, e dall'altro dallo scetticismo sulla reale portata dell'accelerazione della crescita in Cina. Manteniamo una forte esposizione al tema del *reopening* cinese, sia diretta che indiretta: le politiche economiche sono ben indirizzate e i flussi in ingresso, sia attivi che passivi, testimoniano che il *sentiment* degli investitori è costruttivo.

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.