

Verso un nuovo capitolo

Dopo mesi di rialzi dei tassi da parte delle Banche centrali per contrastare l'inflazione e di sorprendente tenuta della crescita, si intensificano i segnali di indebolimento dell'attività economica, mentre ci aspettiamo che l'inflazione, specie negli USA, sia prossima al picco. Il momento di transizione presenta alcune opportunità tattiche sui mercati azionari, pur in un contesto di deterioramento dei fondamentali, mentre sui bond restiamo neutrali e monitoriamo il flusso di dati.

Anche se forse non siamo in presenza dei famosi tre indizi che, secondo Agatha Christie, fanno una prova nella soluzione di un caso di cronaca, pare certo che nella lettura del libro dei mercati finanziari siamo arrivati al punto in cui si conclude un capitolo e ne inizia un altro, assai diverso. Se a livello macro il 2022 è stato finora contraddistinto dal **ritorno dell'inflazione** e da una sostanziale **tenuta della crescita**, nelle ultime settimane diversi indicatori sembrano suggerire che l'anno prossimo assisteremo ad un **inversione di tendenza**: l'attività economica si indirizzerà verso la stagnazione, in parte già iniziata, mentre le pressioni sui prezzi dovrebbero allentarsi.

Sui mercati azionari permangono le preoccupazioni per l'indebolimento dei fondamentali macro e micro e l'aggressività delle Banche centrali, ma le condizioni tecniche sono diventate più favorevoli, come dimostra la reazione positiva delle borse al dato sull'inflazione statunitense, superiore alle attese, pubblicato a ottobre. Peraltro, è possibile che si materializzino alcuni *catalyst* positivi, come l'avvio di un dialogo diplomatico sulla questione ucraina, che potrebbero agevolare lo sviluppo di una fase più costruttiva, da sfruttare tatticamente e con selettività. La view sui bond resta, per il momento, neutrale.

Crescita. Le prospettive per la crescita globale continuano a indebolirsi nelle diverse aree geografiche (**Grafico 1**).

Grafico 1

Crescita, le stime del PIL a confronto

	USA	Area Euro	Cina
Q1 22	-1.6%	2.7%	4.8%
Q2 22	-0.6%	3.1% ↓	0.4%
Q3 22	2.0% ↑	-0.4% ↓	4.0% ↓
Q4 22	1.0%	-1.9% ↓	3.8% ↓
2022	1.8% ↑	3.0% ↓	3.2% ↓
2023	0.7% ↓	-0.1% ↓	4.9% ↑

Le frecce rosse indicano una revisione al ribasso rispetto alle stime precedenti. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research.

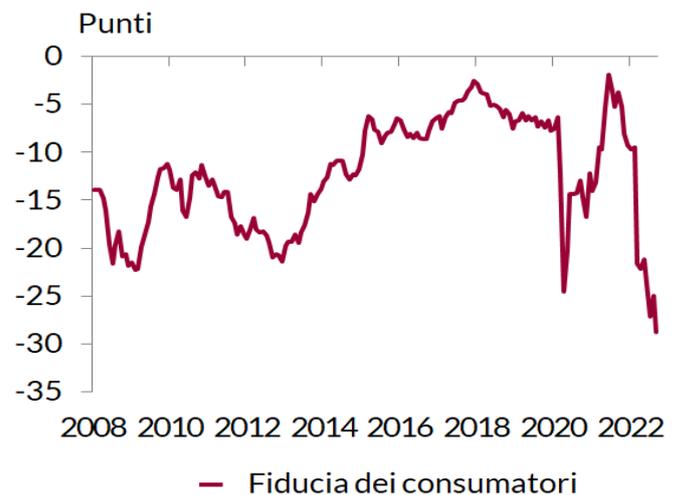
Negli Stati Uniti le condizioni dell'economia restano discrete sia sul fronte dell'offerta, con la produzione manifatturiera e gli investimenti in fase di consolidamento, sia dal lato della domanda: la fiducia dei consumatori e l'indice ISM relativo al settore dei servizi, che misura il *sentiment* delle imprese, hanno sorpreso al rialzo e il tasso di crescita delle vendite al dettaglio segnala la resilienza della spesa per consumi. Il futuro è però meno roseo: i bilanci delle famiglie continuano a deteriorarsi, il tasso di risparmio è sceso su livelli molto inferiori alla media pre-Covid, lo *stock* di risorse accantonate durante la pandemia è in forte contrazione e ci sono segnali di indebolimento anche sul mercato del lavoro. Un rallentamento dei consumi sembra inevitabile. Per il prossimo anno ci aspettiamo un'espansione del Pil debole e un calo della crescita annua dall'1,8% del 2022 allo 0,7% del 2023.

In Area Euro l'arrivo della recessione ormai non è più una notizia: ci aspettiamo un calo del PIL nel quarto trimestre, oltre che nell'intero 2023. La fiducia delle imprese, infatti, è scesa su livelli coerenti con una contrazione dell'attività economica, e gli indicatori di *sentiment* continuano a indebolirsi, affossati dal pessimismo

dei consumatori, la cui fiducia è scesa sotto i livelli registrati durante la pandemia, la crisi del debito sovrano e la recessione provocata dal crack Lehman (**Grafico 2**).

Grafico 2

Area Euro, fiducia consumatori ai minimi da 14 anni



I punti esprimono il saldo fra giudizi positivi e giudizi negativi. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research.

La sotto-componente dell'indagine sul *sentiment* relativa alle aspettative sulla disoccupazione sembra anticipare un deterioramento delle condizioni sul mercato del lavoro, che offusca ulteriormente le prospettive per i consumi.

Inflazione. Manteniamo la convinzione che l'inflazione stia registrando i massimi negli USA, mentre il picco in Area Euro dovrebbe materializzarsi con qualche mese di ritardo. Secondo il nostro scenario base, **il rallentamento delle pressioni inflazionistiche nel 2023 sarà molto più marcato negli Stati Uniti rispetto all'Area Euro**, dove il fatto che i prezzi di gas ed elettricità rappresentino una componente di costo importante per molte aziende di servizi condiziona sensibilmente anche l'inflazione *core* (quella cioè che non tiene conto dei beni a forte volatilità come alimentari ed energia). Negli Stati Uniti a settembre l'inflazione ha sorpreso al rialzo, ma la volatilità nel flusso di dati su base mensile resta molto elevata: escludendo affitti e rendite immobiliari ed auto nuove, fortemente condizionate da alcuni aspetti tecnici, i prezzi dei beni e/o servizi saliti ad agosto sono scesi a settembre, e viceversa. Il dato sull'inflazione relativo al mese di ottobre, in pubblicazione a metà novembre, potrebbe essere ambiguo: da una parte, l'inflazione sulla componente energetica potrebbe riaccelerare, stante l'aumento delle quota-

zioni del petrolio dopo la riunione dell'OPEC+; dall'altra, i prezzi di auto usate e sanità dovrebbero crollare. La domanda di lavoro sta rallentando, come emerge chiaramente dal rapporto fra offerte di lavoro e disoccupati (**Grafico 3**) e dal *gap* fra offerte di lavoro e lavoratori iscritti a libro paga, mentre il trend ribassista sui salari dovrebbe riprendere vigore nei prossimi mesi.

Grafico 3

USA, in calo le pressioni del mercato del lavoro



Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research.

In Area Euro, sia l'inflazione *headline* che quella *core* hanno sorpreso al rialzo, per il quinto mese consecutivo. Le prospettive future dipenderanno dalle scelte di Bruxelles: se non si troverà un accordo efficace per imporre un tetto al prezzo del gas, l'inflazione *core* (gonfiata anche dall'indebolimento dell'euro e dall'accelerazione della spesa in servizi) resterà elevata a lungo. Un *price cap* ben congegnato dovrebbe ridimensionare le pressioni inflazionistiche, senza però osteggiare una contrazione della domanda né gravare sui bilanci pubblici, congelando le bollette e spalmando i costi addizionali su un arco temporale molto lungo, oltre ad offrire sostegno finanziario ai fornitori di energia mediante prestiti garantiti dallo Stato ed erogati dalle banche commerciali, che a loro volta dovrebbero poter accedere alla liquidità della BCE a condizioni di favore. Al momento, gli Stati membri stanno discutendo alcune proposte avanzate dalla Commissione, che includono un tetto dinamico e temporaneo al prezzo del gas in caso di emergenza, un piano di acquisti comuni degli idrocarburi, un indice alternativo al Ttf che fissi il prezzo del gas e un limite al prezzo del gas usato per produrre elettricità.

In Cina è improbabile che l'approccio di tolleranza zero contro il Covid sia ammorbidito prima di sei mesi, quando il processo di nomina delle seconde e terze linee del Partito sarà stato completato: ciò pone una minaccia alla domanda solo parzialmente compensata dalla politica fiscale, mentre l'export soffrirà per il rallentamento dei Paesi sviluppati. Questi fattori ci hanno indotti a rivedere al ribasso le stime per la crescita nella seconda metà del 2022, con effetti di trascinamento anche nell'anno successivo.

Banche centrali. Negli USA, gli ultimi dati su inflazione e occupazione hanno costretto la Fed a rinviare il momento in cui ammorbidirà il suo approccio. La portata del prossimo rialzo dipenderà dal flusso di dati, ma a nostro avviso nelle prossime settimane l'attenzione degli investitori si sposterà dal ritmo della stretta al livello del tasso terminale. A questo proposito, manteniamo l'aspettativa che il ciclo restrittivo si interromperà quando il tasso sui *Fed Funds* raggiungerà l'area 5,25-5,50%: un livello superiore di circa 25 punti base rispetto al picco attualmente prezzato dai mercati.

La Banca Centrale Europea, dopo aver rialzato i tassi di 75 punti base a ottobre in risposta all'incessante aumento delle pressioni sull'inflazione, dovrebbe moderare il ritmo della stretta già a dicembre, quando la recessione verrà incorporata nello scenario base; ci aspettiamo aumenti per 50 punti base a dicembre e 25 a febbraio.

In Cina, la Banca centrale dovrebbe mantenere una linea leggermente accomodante nei prossimi mesi e tagliare il coefficiente di riserva obbligatoria di 25 punti base nel quarto trimestre, a meno che il rallentamento della crescita diventi più severo.

Alla luce di queste considerazioni, la nostra **asset allocation non registra variazioni rispetto al mese scorso**. L'indicazione è di neutralità tattica e di costruttività strategica sui bond governativi di USA e Area Euro (BTP compresi), pur senza dimenticare che sui titoli di Stato europei pesa la maggiore incertezza sulle prospettive dell'inflazione *core* e sulla funzione di reazione della BCE. La *view* resta neutrale anche per le obbligazioni *corporate*.

Sull'azionario globale il giudizio rimane neutrale, con la raccomandazione di un'allocazione bilanciata fra settori e stili; ci attendiamo che nelle prossime settimane si possa sviluppare una fase più costruttiva, grazie al miglioramento delle condizioni tecniche e potenzialmente al verificarsi di alcuni *catalyst* positivi, con la riunione del G20 di metà novembre (a cui dovrebbe partecipare il presidente russo Vladimir Putin) sotto i riflettori.

Mercati obbligazionari

Cautela, ma con attenzione alle opportunità strategiche

Per l'*asset class* obbligazionaria prosegue il momento complesso. Gli indici governativi in euro sono arrivati a perdere il 17,8% da inizio anno, a testimonianza di una fase di profonda disaffezione degli investitori, di cui è difficile immaginare gli sviluppi. Un ruolo cruciale sarà giocato dalle scelte della Fed: la storia insegna che i cicli restrittivi così violenti spesso si interrompono per incidenti gravi in qualche segmento dell'economia reale o sui mercati finanziari, come accadde nel 2018.

Il quadro è ancora molto incerto, ma i livelli raggiunti dai tassi potrebbero celare importanti opportunità strategiche. In Area Euro, in particolare, la curva di mercato monetario sconta un tasso di deposito al 3% alla fine del primo semestre del 2023. Negli USA i tassi reali a cinque anni hanno raggiunto il livello medio del *range* pre-Lehman e le aspettative di inflazione restano contenute: stante la velocità del *repricing*, è difficile ipotizzare che i mercati possano prezzare un *terminal rate* molto più alto rispetto a quello attualmente scontato. Manteniamo dunque un posizionamento cautelativamente neutrale, ma strategicamente l'approccio è costruttivo.

Mercati azionari

Europa, ci sono le condizioni per ridurre il sottopeso

Nonostante una certa volatilità a breve termine, riteniamo che ci siano le condizioni per ridurre il sottopeso rispetto al *benchmark*: le pressioni inflazionistiche dovrebbero diminuire e questo consentirà agli investitori di prezzare nuovamente un ammorbidimento della posizione delle Banche centrali; inoltre, gli utili del terzo trimestre potrebbero essere migliori di quanto i listini azionari prezzino al momento. Infine, monitoriamo con attenzione le relazioni fra Russia e Ucraina in vista del G20 di metà novembre e la nuova proposta della Commissione Europea sulla crisi energetica. A livello settoriale, la *view* è positiva su bancari e consumi discrezionali, neutrale su *healthcare*, *utilities* e *information technologies*, e negativa su materiali di base e industriali.

Italia: prepararsi al deterioramento macro

Dopo le elezioni e la formazione del governo, gli occhi sono puntati sulle scelte del nuovo esecutivo in materia di politica fiscale e attuazione del PNRR. Lo scenario macro resta caratterizzato da una continua revisione al ribasso delle stime di crescita, soprattutto nel 2023, mentre permane l'incognita sull'andamento dei prezzi dell'energia. Gli utili aziendali sinora hanno riservato sorprese positive, ma per i prossimi mesi ci aspettiamo un peggioramento, preannunciato da alcuni segnali di allerta sui margini. Nella composizione di portafoglio privilegiamo i finanziari, i titoli con profili ESG interessanti, trasversalmente ai settori e, tatticamente, gli energetici; fra i settori in sottopeso gli industriali e, seppur in misura decrescente, i beni voluttuari, oltre ai titoli di società con alti livelli di indebitamento.

USA: sovrappeso su finanziari e healthcare

In attesa delle elezioni di *mid term* – che storicamente sono state seguite da fasi di performance positive per le azioni – e dopo la revisione della *view* a neutrale decisa il mese scorso, abbiamo innalzato il livello di investito comprando titoli di società dei settori industriale e finanziario, nella parte più ciclica del mercato. Sui primi permane il sottopeso rispetto al *benchmark* di riferimento, mentre sui secondi abbiamo assunto una posizione di sovrappeso. Nell'ambito dei settori difensivi, invece, il sovrappeso più importante rimane quello sul comparto sanitario.

Emergenti: confermato l'approccio prudente

L'aggressività della Fed e la forza del dollaro continuano a rappresentare un rischio per i Paesi emergenti, dal momento che potrebbero provocare un'estensione dei cicli rialzisti e intensificare le pressioni sulla congiuntura, oltre a minacciare la stabilità dei cambi e la tenuta delle finanze pubbliche. In Cina, la riconferma di Xi Jinping alla guida del Paese era ampiamente attesa, ma il riacuirsi delle tensioni fra Pechino e Washington, con le annesse ricadute negative per il settore tecnologico, rappresenta un altro fattore di rischio. Nel complesso, si confermano le considerazioni espresse in passato e l'approccio resta cauto e selettivo, pur essendo possibili occasionali rimbalzi tattici.

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 per gli investitori (KIID/KID), 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 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.