



Avanti, con giudizio

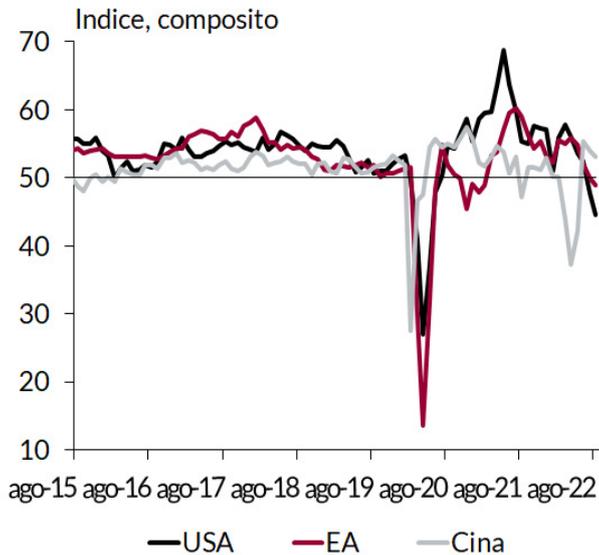
È stato un settembre denso di notizie e di sfide per gli investitori: le prospettive di crescita continuano a deteriorarsi, e il picco dell'inflazione statunitense sembra in vista, il che potrebbe alimentare le speranze di un ammorbidimento dell'approccio della Fed. Dopo settimane di notizie negative, riteniamo che i livelli giustificano una revisione a neutrale della *view* sull'azionario, mentre continuiamo a monitorare la dinamica dei tassi sui mercati obbligazionari.

Il 2022 dei mercati è stato, per ora, un anno di grandi ritorni: l'inflazione e il restringimento delle politiche monetarie, il deterioramento del ciclo economico e la guerra, sono tutte variabili con cui non eravamo abituati a fare i conti da tempo, e in alcuni casi da decenni. Mentre ci addentriamo nell'ultimo trimestre dell'anno, occorre muoversi con cautela; tuttavia, il fatto che i mercati abbiano già prezzato molte negatività e che gli indicatori di *sentiment* e di posizionamento abbiano raggiunto livelli estremi ci induce a **riportare a neutrale il giudizio sull'azionario**, mentre sul fronte dei bond continuiamo a monitorare i livelli interessanti dei rendimenti.

Crescita. Le prime proiezioni sulla crescita per il 2023 segnalano un **rallentamento pronunciato**: la crescita del PIL dovrebbe passare da 1,7% a 1% negli Stati Uniti, e da 3,1% a 0,1% in Area Euro; in Cina ci aspettiamo una modesta accelerazione dopo la frenata dovuta alla recrudescenza della pandemia. L'andamento degli indici PMI globali (Purchasing Managers Index, sondaggi che monitorano il *sentiment* dei direttori acquisti delle aziende) certifica un indebolimento generalizzato, con la fiducia in calo in tutti i settori e le aree geografiche (**Grafico 1 - nella pagina seguente**).

Grafico 1

Indici PMI globali in calo in USA, EA e Cina



I valori inferiori a 50 segnalano una contrazione dell'attività economica.
Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research.

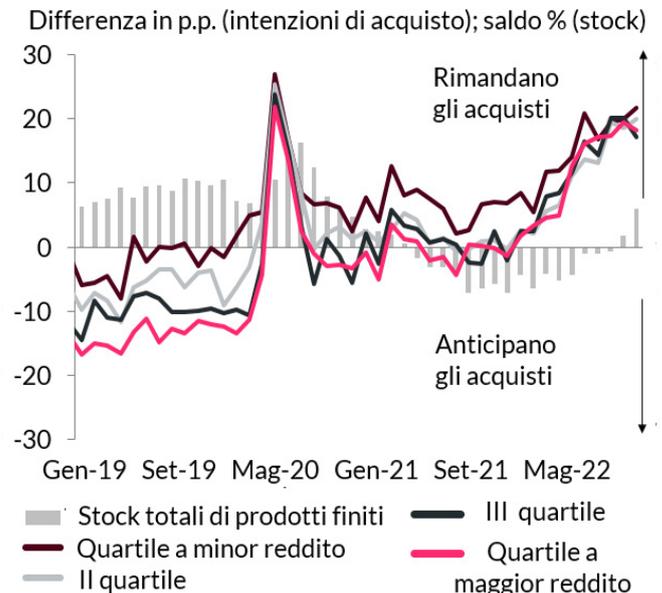
Negli Stati Uniti lo stato di salute dell'economia resta discreto, ma le condizioni si stanno deteriorando e il rallentamento della domanda interna dovrebbe accentuarsi nel IV trimestre: le vendite al dettaglio hanno deluso ad agosto e la Fed di Atlanta ha rivisto al ribasso da 1,5% a 0,5% il tracker della crescita del III trimestre proprio per il contributo molto negativo dei consumi privati.

Sul mercato del lavoro, l'alto numero di assunzioni e il calo delle richieste di sussidi di disoccupazione rappresentano elementi incoraggianti, ma la discesa delle ore lavorate e l'aumento degli annunci di licenziamenti, insieme al calo delle intenzioni di assunzione, segnalano una perdita di momentum.

In Area Euro i rischi al ribasso continuano a intensificarsi, complice la crisi energetica. I progressi sul fronte della ricostituzione delle scorte e del taglio della domanda non possono escludere un razionamento e l'inverno 2023-2024 porrà diverse sfide in termini di prezzo all'ingrosso e forniture. Nel II trimestre la crescita ha tenuto grazie ai consumi privati, e in particolare alla spesa per servizi, ma la sensazione è che la spinta si stia esaurendo. Sia la domanda che l'offerta stanno perdendo slancio, come segnalano i dati sulla fiducia di consumatori e imprese, mentre le banche continuano ad inasprire gli standard creditizi e cresce la propensione a rimandare gli acquisti (**Grafico 2**): nel III trimestre ci aspettiamo una fase di stagnazione dei consumi privati.

Grafico 2

Area Euro, intenzioni di spesa in calo



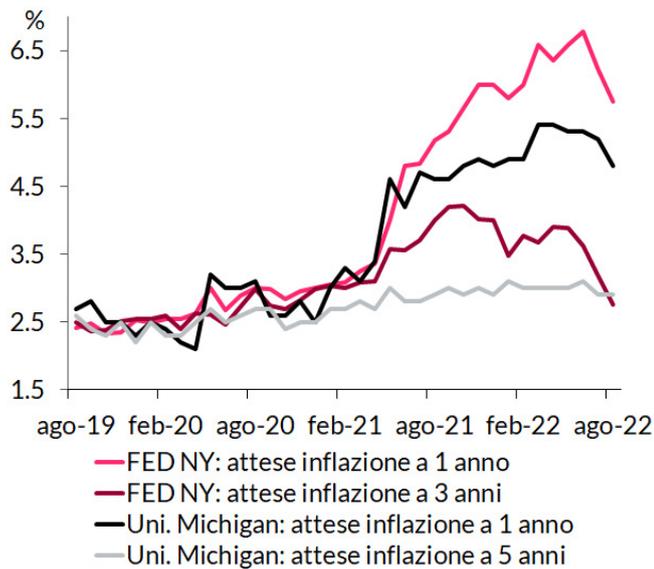
Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research.

Inflazione. Restiamo convinti che l'inflazione complessivamente segnando i massimi negli USA, mentre in Area Euro e in Cina (dove gli sviluppi restano benigni) il picco potrebbe arrivare fra IV trimestre 2022 e I trimestre 2023. Negli Stati Uniti, in particolare, l'Indice dei prezzi al consumo di agosto ha sorpreso drasticamente al rialzo a causa di forti pressioni su componenti come auto usate, abitazioni, abbigliamento e articoli per la casa e sanità; abbiamo rivisto artificialmente al rialzo le nostre stime per incorporare una sorta di premio al rischio per la volatilità insolita di alcune voci e la minore affidabilità degli indicatori anticipatori. Tuttavia, restiamo convinti che nel medio termine il trend di decelerazione dell'inflazione si consoliderà.

Per quanto riguarda invece le dinamiche salariali, il progressivo riequilibrio fra domanda e offerta dovrebbe aiutare a contenere le pressioni: la disponibilità di lavoratori fra i 25 e i 54 anni, pur in risalita, non è ancora tornata sui livelli pre-Covid e il recupero degli ultimi mesi è stato guidato in larga misura dalle donne, che sono meno pagate, mentre un sondaggio di LinkUp indica che, dal lato della domanda, il dato sull'apertura di nuove posizioni potrebbe essere gonfiato per oltre due milioni di unità. La fiducia nell'approssimarsi del picco dei prezzi è rafforzata anche dal calo delle aspettative di inflazione (**Grafico 3 - nella pagina seguente**) e dal continuo allentamento delle pressioni su prezzi alla produzione e prezzi delle importazioni, oltre che dal calo delle tensioni nella catena di fornitura globale.

Grafico 3

Negli USA calano le aspettative sull'inflazione



Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research.

In Area Euro, come già ricordato, molto dipende da come la Commissione UE riuscirà ad affrontare la crisi energetica. A differenza che in passato, oggi lo shock energetico condiziona l'inflazione *core* in misura non marginale, poiché il prezzo di gas ed elettricità rappresenta una componente di costo rilevante per molte aziende di servizi.

Per contenere le pressioni, sarebbe necessario introdurre un *price-cap*, ma individuando fonti di finanziamento che consentano di non gravare eccessivamente sui conti pubblici dei Paesi membri.

Per quanto riguarda la Cina, gli ultimi dati hanno dipinto un quadro a luci ed ombre, in cui alle indicazioni costruttive per consumi privati e produzione industriale fanno da contraltare un calo delle esportazioni e l'assenza di segnali di recupero nel settore immobiliare. Ciò detto, la recrudescenza della pandemia conferma le nostre attese di una ripresa piuttosto fiacca nel II semestre.

Banche centrali. Sul fronte delle politiche monetarie, la Fed ha proseguito anche a settembre il percorso di rialzo dei tassi di interesse, aumentati di altri 75 punti base e portati al 3,25%. Per i prossimi mesi ci aspettiamo che, dopo rialzi per altri 100-125 punti base entro fine anno, il ritmo degli aumenti cali significativamente e il picco della *hawkishness* venga raggiunto - grazie anche all'atteso picco dell'inflazione - fra la fine del 2022 e l'inizio del 2023.

In Area Euro, Christine Lagarde sembra focalizzata più sui dati di inflazione attuale che sulle prospettive future e sulle conseguenze del rallentamento dell'economia, e mantiene una linea aggressiva. Tuttavia, quando a dicembre la recessione entrerà nello scenario base della Banca Centrale Europea, l'Eurotower esaurirà il tempo a disposizione per restringere ulteriormente la politica monetaria e il ciclo restrittivo non potrà proseguire a lungo.

In Cina, infine, a meno di un forte rallentamento della crescita, le autorità monetarie continueranno a supportare l'economia attraverso il potenziamento degli stimoli fiscali e interventi mirati a sostenere il flusso del credito.

A livello di *asset allocation* registriamo alcune novità. In ambito obbligazionario, suggeriamo di interrompere tatticamente l'accumulazione delle posizioni sui Treasury, a causa della poca visibilità e della elevata volatilità a breve termine, pur mantenendo un sovrappeso a livello strategico per la probabilità crescente di una recessione innescata dalla stretta monetaria.

In Area Euro restiamo neutrali sui Bund e sui BTP. L'esito delle elezioni italiane non ha riservato sorprese e la reazione dei mercati sembra sinora piuttosto contenuta: anche se le scelte del nuovo esecutivo in materia di politiche fiscali e attuazione del PNRR potrebbero far crescere la volatilità, il quadro politico è molto diverso dal 2018, quando la conflittualità fra governo italiano e Commissione Europea era assai più pronunciata.

Sui mercati azionari portiamo il posizionamento da negativo a neutrale nelle diverse aree geografiche. Il depotenziamento di importanti fattori di negatività che hanno pesato sugli indici - dall'aumento dell'inflazione all'aggressività delle Banche centrali, dal rafforzamento del dollaro alla politica cinese di tolleranza zero nella lotta al Covid - supporta questa view. A livello settoriale, la fase di recupero che ci attendiamo entro fine anno potrebbe essere guidata dai comparti *growth*; in considerazione del fatto che le condizioni dell'economia si indeboliranno nei prossimi trimestri, non è ancora tempo di esprimere un giudizio positivo e ricomprare i settori più ciclici.

Mercati obbligazionari

Tutti gli occhi sulle Banche centrali

I mercati restano in balia del tiro alla fune fra inflazione e crescita: in estate il focus sui rischi di rallentamento dell'economia ha alimentato un *rally* importante, mentre Jackson Hole e il pessimo dato sull'inflazione USA

hanno riportato l'attenzione sulla dinamica dei prezzi e rinvigorito le pressioni al rialzo sui rendimenti. Le Banche centrali restano perciò impegnate in una crociata contro l'inflazione. Viste le nostre attese sull'evoluzione del quadro macro e i livelli raggiunti dai rendimenti, in prospettiva i mercati offrono valore. Tuttavia, la volatilità è elevata e il momentum molto negativo; manteniamo un giudizio neutrale sui titoli di Stato tedeschi e a livello tattico suggeriamo di non riprendere il processo di accumulazione delle posizioni, in attesa di una fase di stabilizzazione.

Per quanto riguarda i BTP, un elemento decisivo è costituito dalla linea del nuovo governo in merito alle scelte di politica fiscale e all'attuazione del PNRR. Nel breve periodo, ricordiamo che nel 2018 ci vollero tre mesi prima che i mercati reagissero al risultato elettorale, e oggi il *carry*, molto più alto di allora, penalizza le posizioni corte.

I rischi maggiori arrivano ancora una volta dalle scelte di politica monetaria delle Banche centrali, e in particolare dal *Quantitative Tightening* della BCE (che non è prezzato) e da un eventuale aumento del tasso neutrale di lungo termine da parte della Fed, che avrebbe un forte potere segnaletico.

Sul fronte dei bond *corporate* restiamo positivi sui titoli a più alto merito di credito: l'*investment grade*, che offre rendimenti interessanti e include aziende con maggiore flessibilità finanziaria, beneficia della ripresa del mercato primario. Parallelamente rimaniamo prudenti sugli *high yield*, senza però smettere di monitorare eventuali allargamenti significativi, che offrirebbero opportunità di acquisto.

Mercati azionari

Europa: giudizio positivo su bancari, *healthcare* e *utilities*

L'aumento dei tassi di 75 punti base deciso dalla BCE, il mancato accordo su un tetto al prezzo del gas e la sorpresa al rialzo sui dati dell'inflazione USA ad agosto hanno innescato una fase di *risk-off* nelle ultime settimane dell'estate. Tuttavia, la *view* passa da negativa a neutrale nella convinzione che i mercati possano aver prezzato già molte delle notizie negative. Nello specifico, il giudizio è positivo su bancari, *healthcare* e *utilities*; neutrale su beni voluttuari, energia e *information technology*; ne-

gativo su materiali di base, industriali e *telcos*.

Italia: attendisti in vista dei prossimi mesi

L'impatto delle elezioni, il cui esito non ha riservato sorprese, è stato sinora limitato, ma gli investitori, come già menzionato, attendono di conoscere le scelte del nuovo esecutivo in materia di rispetto dei parametri di bilancio e di attuazione del PNRR. Sui mercati, al netto della tenuta dei risultati di diverse società nel I semestre, continuano a pesare i dati sull'inflazione, la stretta monetaria e la revisione al ribasso delle attese sulla crescita per i prossimi mesi. Ciò non impedisce, però, un *upgrade* del giudizio sull'azionario italiano a neutrale, in coerenza con quello sull'asset class nel suo complesso. A livello settoriale, sovrappesiamo i finanziari, favoriti dal rialzo dei tassi, mentre sottopesiamo gli industriali e il settore dei beni voluttuari, colpiti dalla forte inflazione.

USA: un buon momento per puntare sui bancari

Il possibile radicarsi della narrativa sul picco dell'inflazione e dell'aggressività della Fed è uno degli elementi che ci spinge a rivedere la *view* a neutrale. Nel corso del mese abbiamo preso profitto sul settore dei consumi non ciclici; riteniamo che offra meno valore in termini relativi, vista l'espansione dei multipli sperimentata nel corso dell'ultimo anno. Fra i comparti con le valutazioni più interessanti si segnalano i bancari, insieme ad energetici e ad altri settori più ciclici: per questo, nel corso del mese abbiamo incrementato il peso dei finanziari, a favore di grandi banche come Bank of America e JP Morgan, mentre è stato ridotto quello di tecnologia, *healthcare* e, selettivamente, dei consumi di base.

Emergenti: la Cina potrebbe dare soddisfazioni

Pur in presenza di alcuni venti contrari, come il rafforzamento del dollaro e le tensioni geopolitiche, rispetto ad agosto la *view* passa da negativa a neutrale, in scia alle considerazioni espresse per i mercati azionari delle altre aree geografiche. In Cina, in particolare, un elemento di grande supporto potrebbe essere l'allentamento delle politiche di tolleranza zero nella lotta al Covid dopo la riunione del Politburo in programma a metà ottobre; il fatto che i vertici del Partito Comunista si siano recentemente mostrati in pubblico senza mascherina ha intensificato le speculazioni su questo fronte.

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.