AnimaFlash



Saper guardare un quadro

La situazione sui mercati resta complessa, con le Banche centrali che proseguono nella stretta aggressiva e l'economia che mostra segni di rallentamento sia in Cina che nei Paesi sviluppati. In attesa di superare il picco dell'inflazione e delle politiche hawkish, conserviamo un atteggiamento cauto sulle diverse asset class e un approccio selettivo nelle scelte di portafoglio.

A volte, un quadro che all'apparenza si presenta come ricco di ombre, a una migliore osservazione può rivelare più di una luce. In una fase complicata per la crescita globale, che rallenta in tutti i principali mercati sviluppati e sorprende al ribasso anche in Cina, il deterioramento dell'economia fornisce – paradossalmente – motivi di speranza: il picco dell'inflazione e della politica restrittiva delle Banche centrali non è più così lontano. Non vi è dubbio che i prossimi mesi non saranno semplici sui mercati, ma come dopo la tempesta arriva sempre il sereno, così dopo il picco del flusso di notizie negative la situazione non può che

migliorare. Per il momento, però, manteniamo un atteggiamento di cautela su tutte le principali asset class.

CRESCITA Se nei Paesi sviluppati la traiettoria della crescita non ha riservato sorprese, confermando le previsioni di un rallentamento negli USA e in Europa, in Cina il rimbalzo post-riaperture è stato meno vigoroso del previsto, portando a una revisione al ribasso delle stime (Grafico 1).

Negli Stati Uniti iniziano a vedersi i primi effetti della svolta hawkish della Federal Reserve: il rallentamento dell'economia, che nel I trimestre era guidato da componenti

Anima Flash

volatili come importazioni e scorte, si è protratto anche nel Il trimestre con una debolezza più diffusa che ha coinvolto anche gli investimenti residenziali, mentre le uniche note positive giungono da esportazioni e consumi.

Grafico 1Crescita, stime del PIL a confronto

	USA	Area Euro	Cina	Emergenti ex Cina
Q1 22	-1.6%	2.5%	4.8%	4.3%
Q2 22	-0,6%	0.6%	0.4%	0.5%
Q3 22	2.0%	0.0%	5.5%	1.6%
Q4 22	1.0%	-1.2%	4.0%	2.1%
2022	1.8%	2.9%	3.8%	2.1%

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

Avviandoci verso la fine dell'anno i consumi dovrebbero però segnare il passo: cresce la quota di chi fatica a sostenere le spese mensili, mentre fra le fasce più abbienti della popolazione il sentiment è sceso sotto i livelli dalla crisi finanziaria del 2008 (Grafico 2).

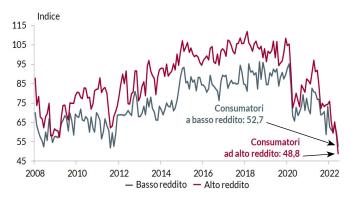
In Area Euro i rischi al ribasso continuano ad aumentare. A luglio gli indici di fiducia delle imprese sono scesi in modo marcato nei diversi settori e Paesi, e il sentiment dei consumatori è crollato a nuovi minimi storici. A complicare il quadro economico si sommano la siccità diffusa nel Continente e, soprattutto, la crisi energetica: a fronte del fortissimo rincaro di elettricità e gas le aziende hanno tagliato del 15% i consumi di energia, mentre le intenzioni di spesa dei consumatori per grossi acquisti sono scese ai minimi da 18 anni. Tutti questi elementi contribuiscono a rendere sempre più concreta l'eventualità di una recessione, soprattutto in Germania.

Inflazione. Al netto dell'incertezza connessa all'andamento dei prezzi di gas ed elettricità in Europa, rimaniamo convinti che il picco dell'inflazione non sia lontano, su entrambe le sponde dell'Atlantico. Negli USA il calo delle quotazioni del greggio e la discesa del crack spread (cioè la differenza fra prezzo del petro-

lio raffinato e non raffinato) hanno fatto registrare una sorpresa al ribasso nel dato sull'inflazione complessiva di luglio.

Grafico 2

Il sentiment dei consumatori USA cala soprattutto fra le fasce più abbienti



Fonte: Università del Michigan, ANIMA Research.

Escludendo dall'analisi le componenti dell'Indice dei prezzi al consumo soggette a maggiore volatilità come i costi di energia e cibo, notiamo come anche i prezzi di beni e servizi siano cresciuti meno delle attese. Sebbene non si possa escludere una certa volatilità a breve termine, alcuni indicatori anticipatori come quello sul costo delle auto usate segnalano che la decelerazione potrebbe proseguire e la ripresa della crescita dell'offerta conforta questa ipotesi.

Parallelamente, tanto i dati sui prezzi alla produzione quanto quelli delle importazioni sembrano aver lasciato i massimi alle spalle, e i colli di bottiglia delle catene di approvvigionamento stanno rientrando per la prima volta da mesi, segnalando una diminuzione delle pressioni sull'offerta. Sul fronte del mercato del lavoro, l'accelerazione dei salari registrata a luglio ha agitato gli investitori (e la Fed), ma il fenomeno – dovuto all'alto numero di lavoratori costretti a casa dal Covid, più che a fattori strutturali - dovrebbe rivelarsi temporaneo; nei prossimi mesi, l'indebolimento della domanda e la crescita dell'offerta di lavoro dovrebbero esercitare pressioni al ribasso sull'inflazione salariale.

Nell'Area Euro, dove le autorità sono al lavoro per contenere l'aumento vertiginoso dei prezzi di elettricità e gas, le pressioni sui prezzi restano molto forti. A luglio sono salite ancora sia l'inflazione headline che quella core, mentre la debolezza dell'euro rispetto al dollaro non aiuta a ridurre le pressioni inflative che vengono dall'esterno, come quelle sui prezzi alla produzione o sui costi

Anima Flash

delle importazioni. Il mancato aumento dei salari (**Grafico 3**) costituisce, almeno dal punto di vista dell'inflazione, praticamente l'unica notizia positiva. In prospettiva, l'incertezza sull'evolvere della crisi energetica aumenta i rischi che il picco dell'inflazione *headline* si verifichi più tardi nel corso dell'anno, o all'inizio di quello successivo.

Grafico 3

Eurozona, la mancata crescita dei salari è l'unico freno all'inflazione



Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research.

In Cina, il rimbalzo dell'economia è stato molto inferiore alle attese e diversi indicatori, dalla fiducia delle imprese alle vendite al dettaglio, hanno riservato soprese al ribasso. Con il governo centrale che pare meno propenso a potenziare massicciamente gli stimoli fiscali, ci aspettiamo che l'attività economica possa rallentare anche in agosto: le stime sulla crescita vengono tagliate dal 5% al 3.8%. L'inflazione, invece, rimane sotto controllo.

Banche centrali. Dopo le dichiarazioni dovish della riunione di luglio e la conseguente reazione positiva dei mercati, che vi hanno letto l'intenzione di tagliare i tassi di interesse in tempi relativamente brevi dopo il picco del ciclo restrittivo, il presidente della Fed Jerome Powell ha corretto il tiro nell'incontro annuale di Jackson Hole, mettendo in guardia contro i rischi di un allentamento prematuro della politica monetaria. Tuttavia, anche se a Washington continueranno a monitorare con attenzione soprattutto i dati sui salari, il ridursi delle pressioni inflative ci porta a ritenere che il picco dell'hawkishness non sia più così lontano. Sul fronte dei tassi ci aspettiamo un rialzo di 75 punti base a settembre e successivamente ulteriori aumenti per 75/100 punti base.

In Area Euro, dopo l'aumento di 75 punti base deciso nella riunione dell'8 settembre, non si può escludere un

ulteriore intervento della stessa portata nel meeting di ottobre, in assenza di una soluzione credibile al problema energetico: la BCE potrebbe voler anticipare il più possibile la stretta monetaria, nella consapevolezza che la finestra temporale utile per inasprire la *stance* è limitata e già a dicembre una recessione potrebbe diventare lo scenario base per il 2023. Nel complesso, ci aspettiamo rialzi addizionali per 100/150 punti base entro la fine del primo trimestre, seguiti da una fase di stabilizzazione.

La Banca centrale cinese (PBoC), infine, ha reagito ai dati deludenti sulla crescita tagliando i tassi ad agosto ma il canale privilegiato per supportare l'economia resta comunque la crescita del credito.

Alla luce di queste considerazioni, la nostra asset allocation subisce pochi cambiamenti rispetto al mese precedente. Manteniamo la view costruttiva sui Treasury, convinti che il ciclo di politica monetaria sia maturo, e continuiamo ad avvantaggiarci di eventuali momenti di sell-off. In Area Euro, al contrario, suggeriamo di sospendere tatticamente l'accumulazione delle posizioni: il momentum di breve periodo è molto negativo, anche in virtù della linea aggressiva della BCE. Sull'Italia, protetta dal Transmission Protection Instrument - il cosiddetto "scudo" anti-spread – ma interessata dalle incertezze legate al futuro governo, ad oggi restiamo neutrali.

Sul fronte azionario manteniamo un atteggiamento prudente e confermiamo il sottopeso tattico, in previsione di una perdita di slancio dell'economia globale e di una revisione al ribasso delle stime di crescita degli utili verso fine anno. Le citate attese sul calo dei tassi giustificano una leggera preferenza per lo stile growth. Per quanto riguarda le valute, infine, la sottovalutazione della moneta unica giustifica l'indicazione di sovrappeso sull'euro/dollaro.

Mercati obbligazionari

Il contesto impone selettività e prudenza

Nonostante la delusione di Jackson Hole, negli USA il ciclo monetario sembra piuttosto avanzato, anche alla luce delle nostre aspettative sull'evoluzione dello scenario macro. Il giudizio sui governativi americani resta quindi positivo.

In Area Euro è ragionevole pensare che l'aggravarsi del rallentamento dell'economia nel corso dell'anno renda più difficile per la BCE consegnare la stretta prezzata oltre i prossimi *meeting*. Tuttavia, alla luce del momentum assai negativo, rivediamo il giudizio sui titoli

Anima Flash

governativi dei Paesi core da positivo/neutrale a neutrale: prima di tornare ad accumulare posizioni, è opportuno attendere una fase di stabilizzazione dei tassi.

Sull'Italia manteniamo un atteggiamento neutrale, in attesa di conoscere la composizione del nuovo governo e la sua posizione sui temi economici più caldi, come l'eventuale rinegoziazione del PNRR. Lo stesso approccio attendista emerge dalle scelte degli investitori esteri.

Sui bond *corporate* conserviamo il giudizio neutrale e la preferenza per il comparto a più alto merito di credito. Nonostante un quadro macro avverso, si registrano flussi in acquisto da parte degli investitori istituzionali verso i titoli *investment grade*: molte notizie negative sono già nei prezzi, la pressione sul mercato primario è limitata e la quota di liquidità nei portafogli è molto alta. L'approccio sugli *high yield* è più prudente, ma eventuali allargamenti significativi offrirebbero selezionate opportunità di acquisto.

Mercati azionari

Europa: preferenza per i settori difensivi

Ai rialzi della prima metà di agosto sono seguite due settimane di ribassi: l'inversione di rotta è stata provocata dal rincaro dei prezzi di gas, elettricità e petrolio e dalle dichiarazioni di Jerome Powell a Jackson Hole. Alla luce del rischio di ulteriori tagli degli utili e della sempre presente variabile geopolitica, manteniamo la cautela e il sottopeso rispetto al benchmark, con una marcata preferenza per i settori difensivi. A livello settoriale, la view è costruttiva sui beni di prima necessità, healthcare, telecom e utilities; neutrale su beni voluttuari, energetici e information technology; negativa su bancari, materiali di base e industriali.

Italia: diversi fattori di incertezza oltre le elezioni

Nonostante la resilienza degli utili aziendali nel I semestre, con sorprese al rialzo in alcuni casi inaspettate, gli elementi di incertezza sono diversi: l'incognita sull'evolvere dell'inflazione, la durata dell'atteggiamento hawkish della Banca centrale europea, la revisione delle attese sulla crescita, oltre alla reazione dei mercati alla composizione e alle prime scelte del nuovo governo. Su tutto avrà un notevole impatto lo sviluppo della crisi del gas, le cui implicazioni pesano sulle produzioni industriali "energivore" e sul potere d'acquisto delle famiglie.

Per questo manteniamo un approccio prudente, che favorisce il settore finanziario, beneficiario del rialzo dei tassi, e sottopesa industriali e beni voluttuari, vulnerabili rispettivamente alla crescita del prezzo delle materie prime e ad un forte aumento dell'inflazione.

USA: titoli growth di qualità e a grande capitalizza-

zione In attesa del completamento del ciclo di inasprimento della Fed e alla luce della stagionalità negativa di settembre, confermiamo la linea prudente. In questo contesto, esprimiamo una preferenza per i titoli growth a grande capitalizzazione e di qualità, che presentano valutazioni relative particolarmente interessanti, mentre i difensivi restano a nostro avviso piuttosto cari, ad eccezione di alcuni sotto-settori dei beni di prima necessità come la vendita di alimentari al dettaglio. Viene ridotto il sovrappeso sull'healthcare, mentre rispetto al benchmark si mantiene un forte sottopeso su utilities, industriali ed immobiliare. Fra i titoli interessati da un incremento ci sono le big cap del settore dei communication services come Google, e i bancari, le cui valutazioni relative sono ai minimi in prospettiva storica.

Emergenti: aumenta il peso dei temi geopolitici

Come già durante lo scorso mese, diversi fattori penalizzano l'outlook per i mercati emergenti: dal rischio che il rialzo dei tassi negli USA possa prolungare i cicli restrittivi già in atto al rallentamento dell'economia globale, dalla forza del dollaro alle tensioni geopolitiche, che aggiungono un ulteriore elemento di volatilità. Per questo, il posizionamento resta di sottopeso; sulla Cina – che nelle ultime settimane è stata protagonista di uno scontro diplomatico con gli USA sulla questione di Taiwan - continuiamo la riduzione del sottopeso, ma con maggiore moderazione rispetto a luglio.

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.