



In una direzione, a più velocità

L'economia globale va verso un rallentamento, ma con differenze anche significative: negli USA la crescita è solida e l'inflazione ancora vischiosa, l'Area Euro sta andando incontro alla recessione e a un allentamento delle pressioni sui prezzi, mentre in Cina continua l'indebolimento dell'attività economica. In attesa degli sviluppi del quadro economico, manteniamo un approccio cauto, prediligendo le obbligazioni governative *core* e adottando una linea prudente sulle azioni.

L'attività economica globale è in rallentamento, seppur a velocità molto diverse: abbiamo rivisto al rialzo le stime di crescita per gli Stati Uniti e al ribasso quelle per la Cina, dove gli sviluppi non sono stati costruttivi e la crescita non supererà il potenziale; l'Area Euro si trova nel mezzo, con rischi orientati al ribasso. Negli USA la vischiosità dell'inflazione *core* ne ostacola la convergenza verso l'obiettivo della Fed, mentre in Area Euro le pressioni sui prezzi dei servizi potrebbero aver raggiunto il picco e in Cina i target di inflazione non saranno rag-

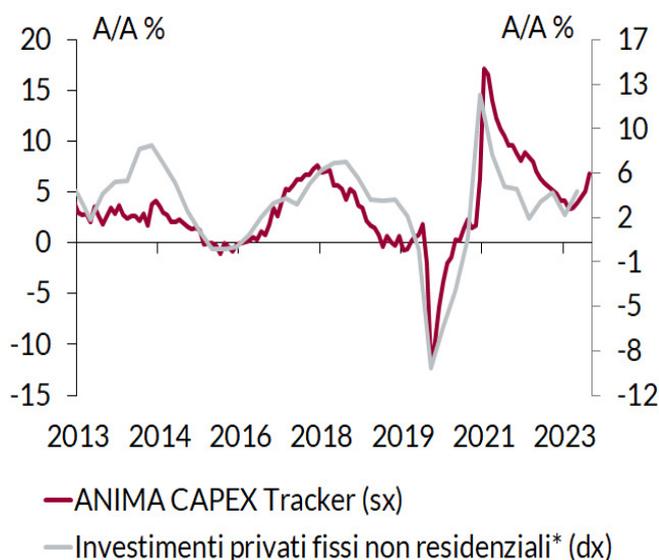
giunti. Sul fronte delle politiche monetarie, a settembre la Federal Reserve ha scelto di non rialzare i tassi, per la seconda volta da marzo 2022, mentre la Banca Centrale Europea ha deciso rialzarli di ulteriori 25 punti base nonostante i segnali di indebolimento della crescita; la Banca Popolare Cinese, infine, dovrebbe continuare a potenziare gli stimoli all'attività economica.

Crescita. L'economia USA continua a inanellare risultati positivi: il dato sul PIL del secondo trimestre è stato

migliore del previsto, mentre i consumi privati si sono dimostrati resilienti e gli investimenti non residenziali hanno registrato una forte accelerazione.

Alcuni indicatori anticipatori, come i piani di investimento a sei mesi rilevati dai sondaggi delle Fed regionali (ma anche il nostro *tracker* proprietario - **Grafico 1**) suggeriscono che la spesa per investimenti in capitale fisso dovrebbe proseguire anche nei prossimi trimestri.

Grafico 1: USA, la spesa per investimenti fissi continua la risalita



* in termini reali

Nota: modello di analisi dei componenti principali basato su sei variabili di proxy per spesa in capital expenditure (CAPEX).

Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research. Dato al 30/08/2023

Sul versante dell'offerta si registra un **rimbalzo della produzione industriale**, con l'importante contributo del settore manifatturiero, che torna a contribuire positivamente dopo due mesi di dati negativi, mentre l'indice della fiducia delle imprese dei servizi resta su livelli coerenti con una moderata espansione dell'attività.

Il mercato del lavoro ha registrato un lieve indebolimento, ma occorre distinguere fra gli impieghi nel settore pubblico, a cui si deve la gran parte di questa discesa, e il settore privato, dove si è registrata un'accelerazione su base mensile. Inoltre il tasso di creazione di nuovi impieghi resta superiore al trend pre-Covid e quello di disoccupazione è ancora prossimo ai minimi storici. **Rimangono forti, infine, i venti di coda che sospingono le vele dell'economia USA:** i risparmi in eccesso delle famiglie non si esauriranno prima della fine del 2025

e anche le imprese hanno a disposizione riserve ancora ingenti. Per tutti questi motivi, **abbiamo spostato le nostre previsioni sull'inizio della recessione al primo trimestre del 2024.**

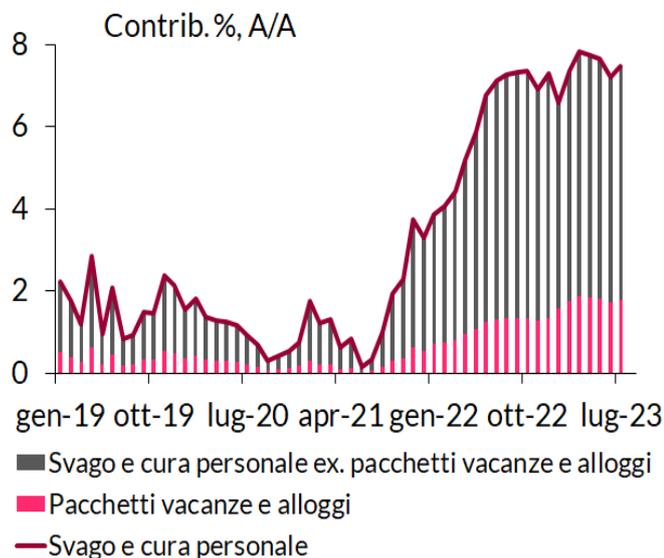
La situazione è invece molto diversa in Area Euro, dove le notizie sul fronte della crescita avvicinano l'arrivo della recessione: la stagione estiva non ha offerto il previsto supporto al settore dei servizi, nuovamente in territorio di contrazione, e anche dal settore manifatturiero sono emersi dati negativi. Per il terzo trimestre la crescita dovrebbe mantenersi piatta solo grazie alla disoccupazione ai minimi storici e a un aumento dei salari ancora consistente: negli ultimi tre mesi dell'anno, però, l'economia dovrebbe entrare in recessione.

Inflazione. Negli Stati Uniti, nonostante l'aumento a sorpresa del dato *headline* di agosto, legato principalmente al rincaro dell'energia, **prosegue il processo disinflazionistico all'interno del paniere core.** Per quanto riguarda i prezzi dei beni al netto delle auto usate il trend è ormai sotto la media pre-Covid, mentre anche l'inflazione dei servizi legati al settore residenziale ha imboccato un percorso di rallentamento che dovrebbe proseguire nei prossimi mesi.

Più vischiose rimangono, ancora una volta, le pressioni sulla componente *supercore*, che, escludendo categorie particolarmente volatili come biglietti aerei, tariffe alberghiere e assicurazioni sanitarie, non mostra segnali consistenti di perdita di slancio. La già citata vivacità del mercato del lavoro, inoltre, concorre a rendere più lenta la riduzione di tali pressioni. **Per i prossimi mesi, infine, non si possono escludere alcuni rischi al rialzo, in primis l'aumento dei prezzi delle assicurazioni sanitarie a partire da ottobre. Tutti questi fattori ci inducono a ritenere improbabile che il ritmo del recente rallentamento possa proseguire anche nei prossimi mesi.**

In Area Euro, come sul versante della crescita, si osserva un quadro differente, caratterizzato dall'intensificarsi dei segnali di un indebolimento delle pressioni sulle componenti più importanti dell'inflazione dei servizi. Mentre procede la disinflazione sui prezzi dei beni *core*, sul fronte dei servizi si iniziano a notare i primi indizi di un esaurimento della domanda repressa derivante dai risparmi accumulati durante i *lockdown*: la componente dell'indice legata ai servizi ricreativi e per la cura della persona, ad esempio, sembra aver raggiunto il picco (**Grafico 2 - nella pagina seguente**).

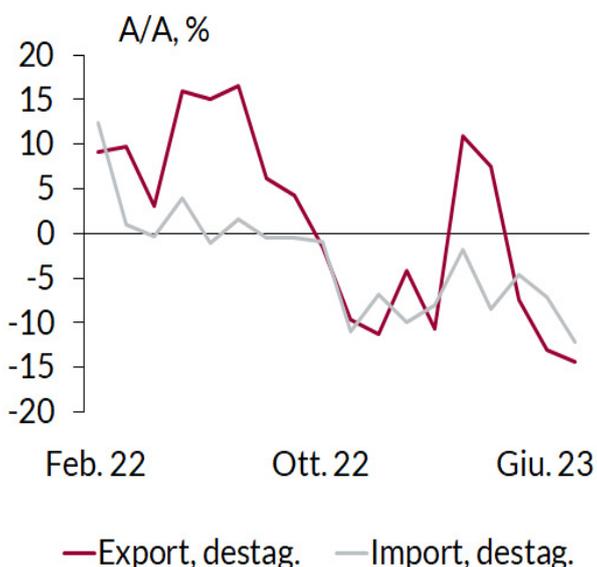
Grafico 2: Euro Area, i prezzi dei servizi ricreativi e per la cura della persona toccano il picco?



Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research. Dato al 30/08/2023

In Cina, prosegue la fase di rapida decelerazione della crescita: nonostante la tenuta di alcune componenti della domanda come le vendite al dettaglio, la fiducia delle imprese va deteriorandosi nei vari settori e un driver fondamentale per l'economia del Dragone come quello dell'export subisce un forte calo (**Grafico 3**) trasversale ai diversi mercati.

Grafico 3: Cina, export ancora in calo



Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research. Dato al 19/07/2023

Nel settore immobiliare, dopo una fase di stabilizzazione, i prezzi delle case sono tornati a scendere e il *sentiment* dei consumatori va deprimendosi. L'inflazione *core* dei servizi ha registrato un leggero rimbalzo a luglio ma l'indice *headline* resta prossimo allo zero e si è spinto in territorio negativo. Per l'autunno ci aspettiamo una modesta risalita degli indici, ma certamente insufficiente per raggiungere il target del 3% fissato dalla Banca Centrale.

Banche centrali. Nella riunione di settembre la Fed ha scelto di non rialzare i tassi di interesse: da marzo 2022 lo aveva fatto solo un'altra volta. Powell, tuttavia, ha ammesso che "l'economia è più forte delle attese" e non si può escludere che quella decisa dalla Banca Centrale possa essere solo una pausa dall'intonazione *hawkish*, che non chiude la porta a un eventuale rialzo in uno dei prossimi *meeting*. Questa inclinazione restrittiva potrebbe anche portare a un'ulteriore revisione al rialzo dei dot plot per il 2024.

La Banca Centrale Europea ha nuovamente alzato i tassi di 25 punti base nel *meeting* di settembre, rivendendo al ribasso le stime sul Prodotto interno lordo e al rialzo quelle sull'inflazione per il 2023 e per il 2024. Se l'attività economica dell'Euro Area andrà effettivamente incontro a un periodo di stagnazione, come ci aspettiamo, la BCE potrebbe annunciare la fine dei rialzi entro dicembre, per poi aprire la porta all'inizio dei tagli dei tassi verso la metà dall'anno, qualora crescita e inflazione *core* dovessero mantenersi su un trend discendente.

La Banca Popolare Cinese prosegue nei propri tentativi di supportare il mercato e, tagliato il tasso di riferimento per i prestiti a un anno, ripeterà la manovra entro fine anno con l'obiettivo di stimolare ulteriormente la crescita. La portata dei fattori strutturali che pesano sull'attività economica, però, potrebbe rendere insufficienti anche queste misure.

Nel corso del mese, le nostre indicazioni allocative sono rimaste in gran parte inalterate.

Sui mercati obbligazionari, la nostra *view* resta positiva sui titoli governativi di Stati Uniti e Germania, con una maggiore costruttività sui Bund in ragione dei differenti sviluppi sul fronte della crescita. In ogni caso, senza il supporto di un contesto macro-fondamentale solido, manteniamo un approccio tattico e posizioni non aggressive.

Sui BTP, invece, l'indicazione è leggermente più prudente: fra i rischi che riteniamo non ancora adeguatamente prezzati ricordiamo l'aumento dell'offerta netta, le perduranti difficoltà nell'implementazione del PNRR e un possibile intervento da parte delle agenzie di *rating*.

Per quanto concerne le azioni, il previsto deterioramento del quadro macro-fondamentale ci induce ad un giudizio di neutralità prudente su USA, Europa e Italia. Leggermente più costruttiva è invece la *view* su Cina, Giappone e, in misura ancora maggiore, sui mercati emergenti.

Mercati obbligazionari

Governativi *core* e selettività nel credito

In attesa della recessione – che, pur in arrivo, non sembra ancora imminente – o di un incidente finanziario come quelli che spesso concludono i cicli di politica monetaria restrittiva, aspettiamo a sfruttare il rialzo dei tassi per aumentare l'esposizione al rischio e manteniamo un modesto sovrappeso di *duration*, con posizioni gestite tatticamente e in modo non aggressivo.

Alla luce delle considerazioni macroeconomiche espresse, manteniamo un giudizio positivo sui Treasury e sui Bund, mentre sui BTP l'indicazione è marginalmente più prudente, in virtù dell'esiguità del premio al rischio prezzato.

Nel mondo *corporate* confermiamo l'opportunità di un approccio selettivo, con una predilezione per l'universo *investment grade* rispetto all'*high yield*.

Mercati azionari

Europa: protetti con *healthcare*, assicurativi e bancari

Alla luce dell'indebolimento del quadro macroeconomico in atto e della linea ancora restrittiva della BCE, nel

corso dell'ultimo mese abbiamo ridotto l'investito ed incrementato tatticamente l'esposizione ai settori difensivi e al settore energetico, mentre abbiamo preso parziale profitto nel settore bancario. Il giudizio è positivo sui settori *healthcare*, bancario e assicurativo, mentre è negativo su beni discrezionali industriali e *diversified financials*.

Italia: lieve sottopeso, destinato a crescere

Se a luglio (e in generale da inizio anno) il FTSE MIB ha fatto segnare un andamento migliore rispetto agli altri listini europei, le *small-mid cap* hanno sottoperformato a causa del calo della liquidità, dei deflussi dai PIR e dai risultati meno brillanti delle attese di alcune importanti aziende dell'indice. Il posizionamento è di lieve sottopeso, con tendenza ad aumentarlo in vista dell'atteso indebolimento della dinamica degli utili. A livello settoriale, la *view* è costruttiva per finanziari, lusso e, prospetticamente, tecnologia, mentre l'indicazione è di sottopeso per le società indebitate, alle prese con alti costi di rifinanziamento.

USA: marginalmente più cauti

Nell'ultimo mese abbiamo adottato un approccio marginalmente più cauto, in ragione dell'aspettativa che gli indici restino confinati nel *trading range*, in assenza di catalizzatori che possano stravolgere l'equilibrio attuale. A livello settoriale, continuiamo a sovrappesare il settore tecnologico, quello energetico (fortemente a sconto) e i consumi ciclici come i beni voluttuari. Il giudizio è invece negativo sui settori industriale e immobiliare.

Emergenti: tutti gli occhi sulla Cina

Tutti gli occhi sono puntati sulla Cina, che è ostaggio della mancanza di fiducia nel settore privato e della crisi del settore immobiliare, e dove non paiono esserci grossi margini di miglioramento, a meno che le autorità decidano di intervenire in modo più incisivo. Resta difficile valutare l'entità di possibili ulteriori correzioni, ma considerando valutazioni e posizionamento il rapporto rischio/rendimento è favorevole.

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.