

## Mercati “in pausa” dopo il rally di inizio anno?

Il team Investment Research & Advisory di ANIMA vede l'economia globale espandersi nel corso del 2021 ad un ritmo nell'ordine del 6,5% - 7%. Il contesto resta ancora strategicamente costruttivo per i mercati azionari, ma per ragioni tattiche è stato adottato un approccio più prudente sui portafogli, in quanto nei prossimi due mesi è aumentata la probabilità di una fase di consolidamento o di correzione.

Il conto alla rovescia alla stagione estiva, storicamente meno favorevole agli investitori per le tensioni che comporta sui mercati azionari, è cominciato. Nelle ultime settimane si è già assistito ad alcuni episodi di volatilità, complici valutazioni che risultano ormai piene e molte delle notizie positive già ricomprese nei prezzi, mentre recentemente a creare nervosismo sono state le dichiarazioni sui tassi di interesse da parte del Segretario al Tesoro degli Stati Uniti, Janet Yellen. **Tuttavia, il contesto macro di riferimento non è cambiato.**

Per il team Investment Research & Advisory di ANIMA, infatti, **il flusso di dati su scala globale continua**

**a confermare uno scenario di forte incremento della crescita: l'economia globale è destinata ad espandersi ad un ritmo del 6,5%/7,0%**, il più rapido da decenni. A fare da traino saranno soprattutto gli Stati Uniti e la Cina. In particolare, sono **quattro** i **driver** di una crescita così forte: in primis, **lo stimolo fiscale approvato dal governo statunitense**. L'OCSE, a proposito, stima che i benefici saranno significativi anche per gli altri Paesi, specie per i partner commerciali (si veda il **Grafico 1**). Le ricadute positive dipendono soprattutto dall'accelerazione del commercio globale e dall'aumento delle importazioni. Secondo fattore a supporto, **la resilienza della crescita in Cina**; terzo, i **progressi sul fronte**

delle campagne vaccinali. Alla luce dei recenti trend,, Stati Uniti e Regno Unito dovrebbero raggiungere il traguardo dell'immunità di gregge (85% della popolazione vaccinata) nel prossimo mese di luglio. L' Area Euro (si veda il **Grafico 2**) con un po' di ritardo, a fine 2021, anche se è probabile che i tempi si accorcino, considerando i recenti recuperi (la Presidente della Commissione Europea, Ursula Von der Leyen, si è detta ottimista sulla possibilità di immunizzare il 70% dei cittadini adulti entro luglio); mentre la Cina, (per la quale c'è qualche dubbio sull'attendibilità dei dati) dovrebbe riuscire a vaccinare i 2/3 della popolazione entro il mese di dicembre. Infine, tra gli elementi a sostegno della crescita economica, anche **l'impiego di parte dei risparmi accumulati da molte persone** durante la crisi pandemica, per effetto delle restrizioni. Con la riapertura delle economie, ci si aspetta che i consumatori utilizzino questa "riserva" di liquidità, supportando la ripresa, anche se in misura diversa a seconda delle aree geografiche.

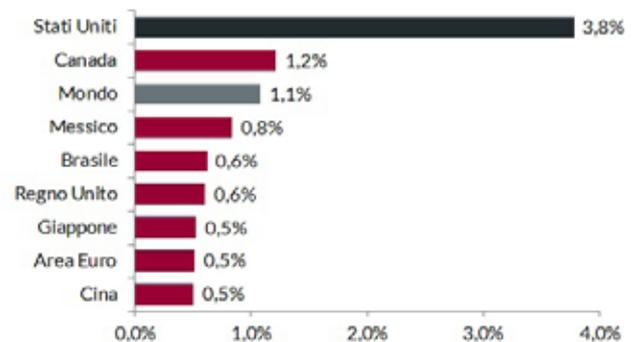
Per quanto riguarda, invece, **l'inflazione**, tema su cui il dibattito è destinato a durare a lungo, rappresenta probabilmente la principale minaccia alla stabilità dei mercati finanziari, **ma restiamo convinti che i rischi siano sovrastimati**. Senza dubbio gli indici dei prezzi al consumo (sia *headline* che *core*) saliranno nei prossimi mesi, su scala globale, per via di effetti base e di un rimbalzo della spesa per consumi "post riapertura". **Ma le dinamiche sottostanti al mercato del lavoro non lasciano ancora presagire sviluppi preoccupanti sul fronte delle pressioni salariali**. Pertanto, **ci aspettiamo che le banche centrali mantengano un orientamento accomodante, seppur con le dovute differenze**: la Federal Reserve dovrebbe mantenere l'atteggiamento attuale,, nel contempo passiva e aggressiva. La BCE, invece, sarà probabilmente costretta a potenziare la dotazione del *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP), il suo programma di acquisto per l'emergenza pandemica, in modo da evitare bruschi cali della liquidità alla scadenza del programma (fissata a marzo 2022). Per approfondire i temi della crescita economica e dell'andamento dell'inflazione, si legga anche l'**Overview** di **Fabio Fois**, *Responsabile Investment Research & Advisory*, pubblicata nel "**Blog della Gestione**".

Questo contesto giustifica ancora, nel medio termine,, **un giudizio strategicamente costruttivo sui mercati azionari e cauto sui titoli di Stato core**, anche se le valutazioni sui mercati obbligazionari sono diventate più appetibili dopo il recente *sell-off*. **Tuttavia, nel breve è possibile che si sviluppi una fase di minor direzionalità o anche un movimento correttivo**, che potrebbe avere respiro più ampio rispetto ai ribassi

recenti (del resto gli indici S&P 500 e MSCI World non subiscono correzioni superiori al 5% da ottobre 2020). **Pertanto, l'esposizione al mercato azionario è stata tatticamente ricondotta alla neutralità, prendendo profitto sui settori ciclici**, ovvero quelli che più hanno beneficiato del miglioramento delle prospettive di crescita (finanziari, materie prime, industriali, consumi discrezionali). **Fasi di debolezza saranno sfruttate per ricostituire il sovrappeso sulle attività rischiose**. Sono **quattro**, in sintesi, le ragioni che inducono a pensare che una fase di consolidamento o correzione - se pur non profonda grazie al supporto dei fondamentali - potrebbe essere più vicina. Analizziamole.

## Grafico 1

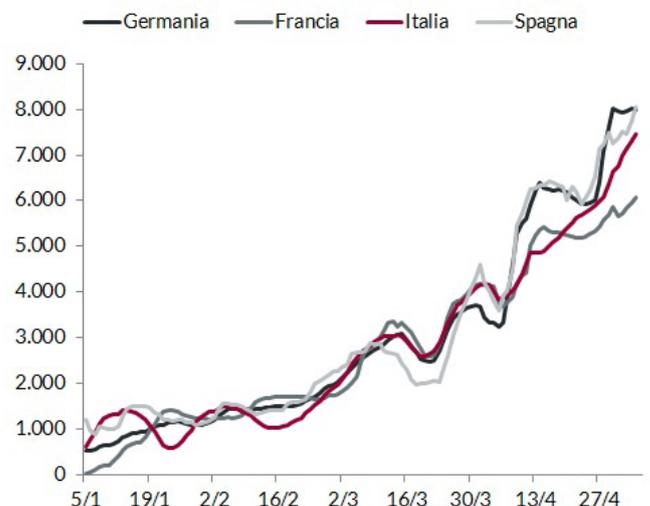
Impatto del pacchetto Biden sul PIL reale.



Fonte: elaborazioni ANIMA su dati OCSE. L'impatto si riferisce al primo anno successivo all'approvazione del piano.

## Grafico 2

Vaccinazioni giornaliere per milione di abitanti in Area Euro.



Fonte: elaborazioni ANIMA su dati Our World in Data.

Innanzitutto, il **flusso di notizie positive su emergenza sanitaria e quadro macro/fondamentale è prossimo al picco e sembra ormai prezzato**, come dimostra lo scarso impatto sui prezzi di borsa di sorprese anche molto positive nell'ambito della stagione degli utili (*reporting season*); in secondo luogo, il rally degli ultimi mesi lascia sul campo **valutazioni piene**, a maggior ragione considerando la significativa revisione al rialzo delle stime sulla crescita degli utili. Terzo, **si stanno riscontrando segnali di eccesso fra gli indicatori di sentiment e il posizionamento degli investitori** (specie fra quelli retail americani, la cui attività di trading in questi mesi è stata di gran lunga superiore alle medie storiche); infine, come già anticipato la stagionalità, che è sfavorevole: storicamente, i mesi di maggio e giugno sono quelli meno propizi per i mercati azionari.

## Mercati obbligazionari

### La view sui BTP resta ancora costruttiva

Viene confermata la **view neutrale sui titoli governativi core**, ma al contempo anche la necessità di adottare un approccio tattico. Dopo il violento *sell-off* registrato nel primo trimestre, i Treasury americani stanno attraversando una fase di consolidamento, complici le rassicurazioni offerte dalla Fed (interventuta anche dopo le dichiarazioni della Yellen, che sembrava auspicare un rialzo dei tassi per non surriscaldare troppo l'economia americana) circa la volontà di non rimuovere prematuramente gli stimoli monetari, premi al rischio più generosi e l'esaurimento dei flussi speculativi.

**I fattori che potrebbero riportare pressione sui tassi (ulteriori stimoli fiscali e tapering) non sembrano destinati a materializzarsi nel breve periodo e la fase laterale potrebbe estendersi**, ma nel medio termine il trend rialzista dovrebbe proseguire, per quanto con meno intensità e volatilità rispetto al recente passato. In Area Euro il movimento è stato molto più limitato, ma le pressioni al rialzo sui tassi governativi potrebbero vedersi nel corso del prossimo trimestre, con il flusso di notizie su crescita e campagne vaccinali in forte miglioramento.

**Il giudizio sui BTP resta costruttivo**: l'euforia provocata dall'ingresso in politica di Mario Draghi è stata smaltita; il posizionamento degli investitori è bilanciato e l'extra-rendimento offerto rispetto agli altri governativi europei potrebbe tornare ad essere appetibile, in un contesto di consolidamento dei tassi *core* e calo della volatilità. **La view sulle obbligazioni societarie si mantiene neutrale** e la ricerca di opportunità è focalizzata sulle fasce di rating più basse, ma **l'attenzione alla selettività è fondamentale**.

Infine, in merito al mercato dei cambi, il **Dollaro è tornato a indebolirsi nei confronti dell'Euro**, con gli investitori concentrati sulle possibilità di recupero della Ue grazie all'accelerazione delle campagne vaccinali; un eventuale rafforzamento della divisa americana innescato da un'ondata da *risk-off* sarebbe sfruttato per aumentare il sottopeso.

## Mercati azionari

### Europa: approccio settoriale più bilanciato

Le stime sulla crescita del PIL, da parte del team Investment Research & Advisory, riguardo all'Area Euro, sono inferiori rispetto al consenso per il primo e secondo trimestre, ma superiori per la seconda metà dell'anno. Il pessimismo di breve periodo è giustificato dal rallentamento dell'attività economica innescato dall'inasprimento delle misure restrittive, da ritardi e inefficienze nell'avvio delle campagne vaccinali e dalla mancanza di stimoli fiscali. **Nel secondo semestre**, al contrario, il netto cambio di passo nella distribuzione dei vaccini, la domanda repressa, la mobilitazione delle risorse del Recovery Fund e il probabile rilascio di ulteriori aiuti su scala nazionale, **dovrebbero alimentare un'accelerazione della ripresa**. L'indice Eurostoxx ha raggiunto il nostro target a 4.000 punti e la probabilità che il rally

### Grafico 3

Principali indici azionari a confronto. Serie ribasate.



Fonte: elaborazioni ANIMA su dati Bloomberg.

si estenda ulteriormente in misura sostanziale è bassa per le motivazioni già analizzate (si veda il **Grafico 3** per l'andamento delle principali azioni). **Per quanto riguarda il posizionamento all'interno dei fondi europei, il livello di investito è sceso intorno alla neutralità e l'approccio a livello settoriale è sempre più bilanciato.** Si è preso profitto sulle banche (il cui giudizio passa da positivo a neutrale) e sui semiconduttori (su cui rimane comunque una view positiva). È mantenuto il sovrappeso sul settore energetico, che tuttavia non ha premiato nell'ultimo periodo nonostante le quotazioni favorevoli del prezzo del petrolio. **È aumentata, invece, l'esposizione ai settori difensivi**, vale a dire prodotti di base (*consumer staples*) con il giudizio da negativo a neutrale, salute, e infine utilities, la cui view torna positiva, grazie al rinnovato impegno delle autorità a livello globale sul fronte delle energie rinnovabili. Sui fondi *absolute* l'esposizione azionaria è stata tagliata ed ora si trova al 20 per cento.

## **Italia: sovrappeso su titoli legati a transizione ecologica ed economia green**

Dopo una prima parte d'anno molto favorevole al mercato italiano, che alla fine del primo trimestre era risultato il migliore a livello europeo, il beneficio derivante dall'effetto Draghi si è attenuato, con gli investitori che, smaltita l'euforia iniziale, attendono i risultati concreti del Governo prima di premiare le azioni italiane. Sui fondi azionari Italia, pertanto, il livello di investito è in fase di graduale riduzione verso la neutralità. A livello settoriale abbiamo ulteriormente ridotto il sottopeso sulle banche commerciali, ma continuiamo a privilegiare le banche d'investimento e gli asset manager, comparti dove si ritengono migliori le prospettive reddituali e meno presente il tema della qualità degli attivi. **È mantenuto il sovrappeso sui temi dell'economia verde e circolare, visibile specialmente nell'esposizione alle utilities.** Tematiche ancora più rilevanti alla luce del *Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza* (PNRR noto anche come *Recovery Plan*), presentato dal Governo Draghi alla Commissione Europea nell'ambito del *Recovery Fund*. Si tratta, infatti, del dettagliato resoconto del programma di investimenti e riforme che il Governo intende avviare, da qui al 2026, per risollevarne l'economia domestica dalla crisi provocata dalla pandemia. Ben 248 miliardi di euro a disposizione per far ripartire il nostro Paese.

Tornando al posizionamento, è mantenuto il sottopeso sui consumi discrezionali, concentrato nel lusso, per via di valutazioni ritenute non attraenti.

Trasversalmente ai settori, cerchiamo di evitare/sottopesare le società che potrebbero ricorrere alla

ricapitalizzazione a fronte di una redditività in calo e di una situazione finanziaria fragile a causa della pandemia.

## **USA: riduzione sui principali sovrappesi**

Negli Stati Uniti l'attività economica sta nuovamente accelerando sulla scorta degli stimoli fiscali approvati dall'amministrazione Biden, e in prospettiva gli sviluppi restano molto favorevoli: l'avanzamento delle campagne vaccinali, la domanda repressa e il miglioramento delle condizioni sul mercato del lavoro continueranno a sostenere consumi e domanda interna. Le riaperture stanno aprendo la strada alla normalizzazione dell'attività sul fronte dei servizi. Per quanto riguarda il posizionamento dei fondi che puntano sul mercato americano, anche in questo caso **l'esposizione azionaria è stata ricondotta alla neutralità, attraverso una riduzione dei principali sovrappesi**: si tratta dei sovrappesi su consumi discrezionali, consumi stabili e tecnologia, il cui giudizio rimane comunque positivo. I primi beneficiano degli stimoli fiscali e delle riaperture, mentre i secondi sono supportati dal prolungato *work-from-home* degli americani.

## **Emergenti: incremento sui titoli difensivi**

Per quanto riguarda i fondi specializzati sui paesi emergenti, **abbiamo ridotto il livello di investito, portandolo in linea al benchmark.** Diversi elementi pesano sulla performance del comparto: il rallentamento della crescita del credito in Cina, gli sviluppi negativi sul fronte della pandemia in India e in altri paesi asiatici, le tensioni geopolitiche che hanno condizionato il mercato russo. È stato quindi chiuso il sovrappeso su India e Russia; **neutralità anche per la Cina, la cui correzione tuttavia è già stata significativa.**

**Preferiamo Brasile e Sud Africa che dovrebbero beneficiare dell'andamento positivo delle materie prime.** A livello settoriale **abbiamo incrementato i settori difensivi** a fronte di una riduzione di energia e industriali.

*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.*