



## Approccio settoriale bilanciato in vista dell'estate

In uno scenario che si conferma costruttivo per la crescita globale, si è assistito ad un incremento delle pressioni sull'inflazione. Il team Investment Research & Advisory ritiene che queste tensioni sui prezzi siano destinate ad indebolirsi. Nel breve, pertanto, sui mercati azionari potrebbe registrarsi un po' di nervosismo, ma un'eventuale fase di consolidamento sarebbe sfruttata come opportunità di acquisto.

Dopo un *annus horribilis*, segnato dalla pandemia e dai suoi impatti di tipo economico e sociale, il 2021 sarà davvero l'anno della ripartenza? Per il team Investment Research & Advisory di ANIMA, le evidenze delle ultime settimane vanno proprio in questa direzione, **confermando un'evoluzione molto positiva per quanto riguarda lo scenario macro.**

**Per quest'anno, infatti, si prevede che l'economia globale aumenti nell'ordine del 6,5%, ad un ritmo così rapido come non si vedeva da decenni,** complice in primis la forte accelerazione della crescita statunitense e lo stimolo fiscale varato dall'Amministrazione Biden. Basti pensare, a proposito, che gli indici *Markit* di fiducia

delle imprese hanno visto livelli record, coerenti con una crescita annualizzata del PIL dell'11% nel secondo trimestre, in linea con le stime individuate da tempo dal team di Ricerca di ANIMA.

Al contempo, però, **si è assistito ad un incremento delle pressioni inflazionistiche, in particolare negli Stati Uniti.** Del resto, la ripresa economica globale **non è uniforme** e, in primo luogo, **non è sincronizzata:** la crescita sta iniziando a rallentare in Cina, raggiungerà presto il picco negli USA, mentre ha appena attraversato una fase di contrazione in Area Euro. In secondo luogo è **anche sbilanciata:** l'attività economica è stata inizialmente sostenuta dagli sviluppi sul lato dell'offerta, **ma ora è**

guidata dall'accelerazione della domanda. Ecco allora che proprio questa transizione fra i driver di crescita ha comportato impatti significativi sulla dinamica dei prezzi, a più livelli: i colli di bottiglia dal lato dell'offerta si sono tradotti in aumenti vertiginosi dei prezzi di semiconduttori e container e le materie prime si sono apprezzate in modo significativo (si veda il **Grafico 1** a destra). Tuttavia, per il team Investment Research & Advisory, il rialzo dell'inflazione americana (l'indice core ha registrato la variazione mensile più alta dal 1981, +0,9% contro +0,3% atteso) non deve trarre in inganno: gran parte delle pressioni sui prezzi è riconducibile ad effetti base o distorsioni provocate dalla pandemia, e dovrebbe rientrare con l'avanzamento delle campagne vaccinali e la normalizzazione dell'attività economica globale dal lato dell'offerta.

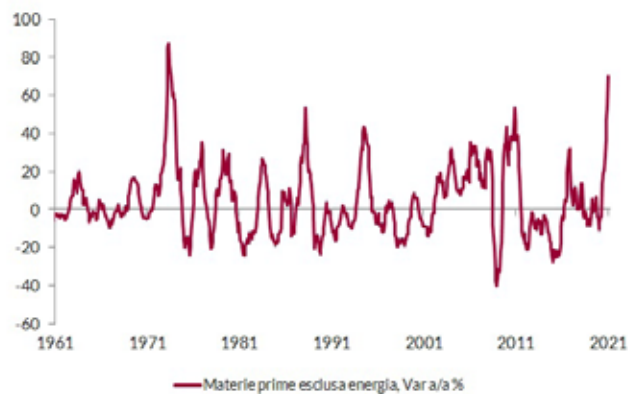
Pertanto, nonostante l'aumento dell'inflazione rappresenti la principale minaccia per la stabilità dei mercati finanziari, il team di Ricerca ritiene che i rischi siano sovrastimati e che le banche centrali manterranno un orientamento accomodante. Vale a dire non ci si aspetta che le banche centrali - prime fra tutte Federal Reserve e Banca Centrale Europea - siano costrette ad intervenire e rimuovere prematuramente gli stimoli monetari, a maggior ragione considerando le continue rassicurazioni da parte della Fed. Si è trattato quindi di fattori transitori o connessi alle riaperture post-Covid; non c'è stato, invece, un aumento sostanziale delle pressioni sull'inflazione sottostante, specie lato salari. Per approfondire sulle prospettive dello scenario macro nelle singole aree geografiche e sui temi legati all'inflazione, si legga anche il "Post" pubblicato nel "Blog della Gestione", con l'Overview, a cura di Fabio Fois, Responsabile Investment Research & Advisory di ANIMA.

Riteniamo che il flusso di dati possa rimanere volatile nel futuro prossimo e di conseguenza è probabile che anche sui mercati finanziari si registri un po' di nervosismo. Gli investitori, del resto, sono meno focalizzati sui dati relativi ai contagi da Covid-19 e guardano come sempre oltre, concentrandosi già sui possibili cambiamenti nella funzione di reazione delle autorità monetarie.

Per quanto riguarda la pandemia, la situazione resta critica in molti paesi emergenti, specie in Asia e America Latina e restano le preoccupazioni per l'elevata contagiosità della variante indiana (i nuovi casi diagnosticati in UK sono raddoppiati in una settimana, e rappresentano ormai i tre quarti del totale). Al contempo, però, le infezioni e la pressione sui sistemi sanitari continuano a calare negli USA e in Area Euro e il processo di

## Grafico 1

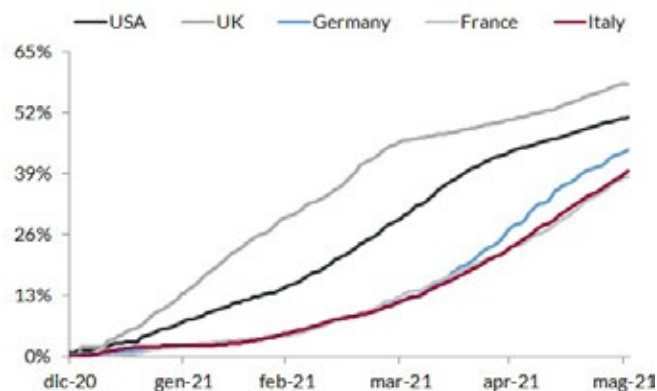
Prezzi delle materie prime in forte aumento



Fonte: elaborazioni Anima su dati Haver Analytics.

## Grafico 2

Andamento campagne di vaccinazione



Fonte: elaborazioni ANIMA su dati Our World in Data. Dati in % della popolazione che ha ricevuto almeno una dose di vaccino.

distribuzione dei vaccini ha guadagnato efficienza su scala globale (si veda il **Grafico 2** a pag. 2). In questo contesto, il **giudizio sui mercati azionari resta dunque tatticamente neutrale, ma strategicamente costruttivo: eventuali correzioni rappresenterebbero opportunità di acquisto**. Per quanto riguarda le **scelte settoriali**, nelle ultime settimane si sono verificati diversi cambi di regime nella dinamica delle performance relative, sia a causa di temi macro che micro; di qui, anche in vista della stagione estiva, tradizionalmente meno favorevole ai mercati, **appare opportuno un posizionamento bilanciato**. In particolare, sui fondi europei, si sta sfruttando la combinazione fra la sovraesposizione a comparti ciclici, come energia, materie prime e finanziari, con titoli ad alto dividendo e temi difensivi (molto penalizzati e in fase di stabilizzazione).

## Mercati obbligazionari

### Sui BTP la view è ancora costruttiva

Per quanto riguarda i mercati obbligazionari, il team gestionale di ANIMA ritiene che **la fase di consolidamento dei titoli di stato americani potrebbe proseguire e la view tattica è neutrale**, ma il trend di medio termine dei tassi resta orientato al rialzo, per effetto degli sviluppi del quadro macro e della prospettiva di un allentamento dello stimolo monetario. I BTP sono stati penalizzati dall'incertezza sulle scelte della BCE manifestate durante la riunione del mese di aprile, in quanto la Presidente, Christine Lagarde, si è messa in una posizione complicata, prendendosi l'impegno di fornire indicazioni circa il ritmo degli acquisti di titoli ogni tre mesi (sono attese quindi indicazioni in occasione del prossimo meeting del 10 giugno). Probabilmente, il supporto al PEPP non sarà ridimensionato, né si commetterà l'errore di rafforzare il piano di acquisti ordinario a danno di quello pandemico, ma il rischio che ci sia comunque un errore di comunicazione è concreto. L'allargamento che ha visto lo spread sembra scontare l'incertezza sulla politica monetaria, ma non i potenziali benefici che potranno arrivare con l'attuazione delle riforme pianificate dal Governo, nell'ambito del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR). **Sui titoli governativi domestici viene perciò ancora confermato un giudizio costruttivo**.

La volatilità sul comparto del credito resta eccezionalmente depressa, anche nelle fasi di aumento della volatilità sui mercati azionari. **La view si conferma neutrale e il focus è sulla creazione di alpha**. Il flusso di nuove emissioni sugli *high yield* è stato molto importante, così come è accaduto per il comparto *investment grade* a inizio anno. La liquidità in circolazione è stata saturata ed

è importante riflettere sulla possibilità che si verifichino dei vuoti d'aria, per quanto non profondi. A nostro avviso, questo scenario si materializzerebbe in presenza di un peggioramento dei tassi di default, ma la probabilità che questo accada è bassa, considerando l'intervento delle autorità e il miglioramento delle metriche sulla spesa per interessi (molte aziende stanno rifinanziando il debito a tassi bassi).

In merito alle valute, infine, il dollaro ha perso nuovamente terreno nei confronti dell'euro, per effetto del miglioramento del flusso di notizie su crescita e vaccini in Area Euro e la riduzione del differenziale di tassi fra Treasury e Bund; un eventuale rafforzamento della divisa americana sarebbe sfruttato per aumentare il sottopeso. **La view sul dollaro, pertanto, si conferma negativa**. Infine, **alcune selezionate opportunità stanno emergendo fra le valute emergenti**.

## Mercati azionari

### Europa: l'approccio settoriale resta bilanciato

Nel corso del mese di maggio il mercato azionario europeo ha mostrato **un andamento laterale** e a livello settoriale la dispersione è stata elevata. Riteniamo che, nel breve termine, questo mercato rimanga contraddistinto da un andamento laterale e che si possano verificare

### Grafico 3

Utli: crescita strutturale vs accelerazione ciclica



Fonte:elaborazioni ANIMA su dati Bloomberg.

opportunità d'acquisto a livelli più appetibili nei prossimi mesi. Sui fondi europei, **il livello di investito è stato ulteriormente ridotto, mentre l'approccio al livello settoriale continua ad essere bilanciato** (si veda il **Grafico 3** a pag. 3), **privilegiando i settori correlati positivamente all'aumento dell'inflazione**. Il probabile raggiungimento del picco di crescita negli USA giustifica un approccio cauto sulle tematiche caratterizzate da maggiore ciclicità: la view è negativa sulla parte più ciclica dei consumi discrezionali (auto) e sugli industriali; giudizio ancora positivo, ma sovrappeso in diminuzione, sui semiconduttori. Approccio costruttivo per il settore dei materiali di base, che beneficia delle persistenti pressioni al rialzo sulle materie prime. Giudizio ancora neutrale sulle banche (su cui si era precedentemente preso profitto) e costruttivo sul settore energetico. È stato chiuso il sottopeso sui settori difensivi, tra cui, in questa fase, preferiamo *healthcare* e beni di consumo (*consumer staples*). Le *utilities*, invece, penalizzate nell'ultimo periodo, potranno tornare un tema interessante nella seconda parte dell'anno, quando la narrativa sulle tematiche *green* dovrebbe rafforzarsi, sostenuta dai possibili sviluppi sul piano infrastrutturale di Biden e dall'avvio degli investimenti del Recovery Fund.

## **Italia: impostazione più difensiva sui portafogli**

Sui fondi azionari Italia è proseguita **la graduale riduzione dell'investito verso la neutralità**. I portafogli possiedono da tempo un'impostazione difensiva, approccio che viene confermato in un contesto caratterizzato da minore direzionalità del mercato, e al contempo mantengono un posizionamento orientato verso uno scenario caratterizzato da efficacia dei vaccini, graduale uscita dall'emergenza sanitaria e ripresa economica, grazie al fondamentale supporto dei fondi del PNRR, il più grande programma di stimolo economico dal dopoguerra. Per un approfondimento sul PNRR si legga il "Post" riportato nel "Blog della Gestione" a cura del team *Investment Advisory* di ANIMA. Sui portafogli **viene conservato il sovrappeso sui temi dell'economia verde e circolare**, (in particolare sulle *utilities*), su **telecomunicazioni e tecnologia**, oltre che su **single società che potrebbero beneficiare della ripresa della domanda domestica nella seconda parte del 2021**. Sottopeso, invece, sul settore industriale e dei consumi discrezionali, che hanno già visto un forte recupero negli ultimi trimestri.

## **USA: sovrappeso ancora sulla tecnologia**

Sui fondi che puntano sul mercato azionario americano, **nonostante il sovrappeso su tecnologia e consumi discrezionali abbia recentemente penalizzato la**

**performance, l'esposizione a questi settori viene mantenuta**: la tecnologia, infatti, alla luce della significativa sotto-performance registrata da inizio 2021, dovrebbe già scontare i rischi legati al raggiungimento del picco di crescita degli utili negli Usa. **Il settore finanziario è stato riportato alla neutralità e gli episodi di debolezza sono stati utilizzati per incrementarne ulteriormente l'esposizione**. Al contempo, però, si è cominciato a dare maggior peso a tematiche più difensive, per via delle valutazioni relative a sconto rispetto al mercato, come nel settore farmaceutico e dei consumi non ciclici. **Un approccio più bilanciato rispetto al passato è meritevole**, considerando il possibile aumento della volatilità che un mercato ai massimi potrebbe sperimentare.

## **Emergenti: opportunità sui titoli finanziari**

**Anche sui mercati emergenti il giudizio è oggi improntato alla neutralità, ma la view, da un punto di vista strategico è costruttiva**, in quanto dalla seconda parte del 2021 dovrebbero beneficiare di una maggiore sincronizzazione della crescita globale e dall'accelerazione delle campagne vaccinali. Sui fondi **si è continuato a ridurre il livello di investito, portandolo in sottopeso**, a causa dell'incertezza determinata da alcuni fattori: il rallentamento della crescita del credito in Cina; la sorprendente ricomparsa della pandemia a Taiwan; gli sviluppi del quadro macro più favorevoli ai paesi sviluppati. Da qualche mese, pertanto, **è stata ridotta l'esposizione al mercato asiatico in favore delle altre aree geografiche**. **Sul piano settoriale, i fondi sono posizionati in modo più bilanciato tra la componente a maggior crescita e quella più value**, beneficiaria dell'aumento dell'inflazione in atto. Si è così optato per un ribilanciamento dei titoli tecnologici verso le materie prime e i titoli finanziari, settore questo in cui, in prospettiva, l'attuale fase di debolezza sta creando opportunità. Sono stati ancora **incrementati i settori difensivi, a fronte di una riduzione dei consumi discrezionali**. Per approfondire sulle implicazioni della pandemia sul quadro macro degli Emergenti si veda anche il "Post" nel "Blog della Gestione" a cura di Valerio Ceoloni, *Senior Macro EM and FX Strategist Investment Research*.

*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.*