



Ad agosto meglio non cambiare rotta e investimenti

Il team Investment Research & Advisory di ANIMA ritiene eccessive le recenti preoccupazioni di rallentamento dell'economia globale: la crescita resterà sostenuta, l'inflazione scenderà solo gradualmente e grazie ai vaccini la variante "Delta" dovrebbe essere gestibile. La view tattica sui mercati azionari si mantiene perciò neutrale, ma eventuali correzioni, potenzialmente innescate dalla stagionalità poco favorevole, sarebbero occasioni di acquisto, in virtù di un giudizio strategico ancora costruttivo.

Dopo un primo semestre molto positivo per i mercati azionari, **recentemente, l'andamento delle Borse è stato un po' più erratico**. In particolare, si è assistito ad un forte e inaspettato **calo dei tassi sulle obbligazioni governative**, che a sua volta ha innescato importanti rotazioni sui mercati azionari, con la sovra-performance dello stile *growth* rispetto al *value*, dei settori difensivi rispetto ai ciclici e degli Stati Uniti rispetto all'Europa. In questo quadro **i mercati emergenti hanno subito una consistente battuta d'arresto**, frenati dalle Borse asiatiche.

La tradizionale volatilità e la scarsa liquidità estiva pos-

sono avere in parte inciso, **ma due sono state le fonti di preoccupazione, che hanno minato l'ottimismo** degli investitori sull'evoluzione del quadro macroeconomico globale: da una parte, **i timori per la rapida diffusione della nuova variante di Covid-19, la Delta**, e il rischio di nuove possibili limitazioni alla mobilità delle persone e allo svolgimento delle attività economiche.

Dall'altra parte, **le misure restrittive implementate dalle autorità cinesi nei confronti di diverse categorie di società** - in primis quelle che operano nel settore tecnologico e dell'istruzione - finalizzate anche a contrastare l'avan-

zata delle multinazionali estere sul territorio nazionale. I ribassi registrati sono legati innanzitutto al fatto che gli investitori, temendo una riduzione importante della liquidità, hanno ridotto aggressivamente le posizioni. Si legga a proposito il Post pubblicato nel Blog della Gestione a cura di **Cosimo Recchia**, *Senior Equity Strategist* e dal titolo *Mercati emergenti in frenata sulla scia delle Borse asiatiche*.

In questo contesto, se fino a poco tempo fa i dubbi erano per un eventuale surriscaldamento dell'economia americana e un repentino aumento dell'inflazione, - potenzialmente in grado di provocare un errore di politica monetaria da parte della Fed, - **attualmente le preoccupazioni sono legate all'andamento della crescita**, mentre l' "allarme inflazione" sembra rientrato.

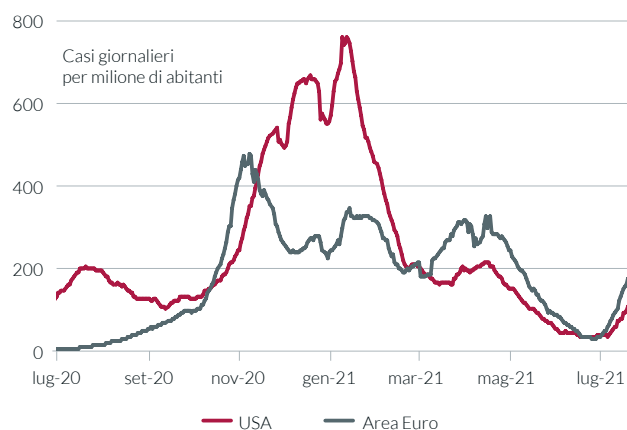
Il team Investment Research & Advisory di ANIMA ritiene che i timori di un brusco rallentamento dell'economia globale siano eccessivi e sovrastimati. Se è vero che la ripresa economica non procede alla stessa velocità in tutte le regioni, infatti, è altrettanto vero che **nel complesso la crescita globale è in buone condizioni**. Continuiamo ad aspettarci una robusta espansione dell'economia mondiale nel corso del 2021 (+6,5%), con un ribilanciamento fra le aree geografiche: nel dettaglio, nel terzo trimestre, il PIL dovrebbe espandersi ad un ritmo del 9,5% negli Stati Uniti, 10,8% in Area euro e del 6% in Cina. L'Area Euro, nei prossimi mesi, guiderà la crescita globale grazie all'accelerazione delle vaccinazioni e alle riaperture; gli Stati Uniti, però, non hanno esaurito le proprie potenzialità: la ripresa del mercato del lavoro acquisterà vigore con la scadenza dei generosi sussidi di disoccupazione approvati dall'Amministrazione Biden. La Cina, infine, continuerà a percorrere il sentiero di rallentamento verso il potenziale, in parte voluto direttamente dalle autorità, che sembrano comunque intenzionate a non far mancare il proprio supporto in caso di necessità.

Per quanto riguarda l'inflazione, il nostro scenario base non è cambiato. Riteniamo che il picco a livello globale sia stato raggiunto, ma che il rallentamento sarà molto graduale perché le dinamiche connesse alla pandemia offriranno supporto ai prezzi nel secondo semestre: **detto in altri termini, le pressioni registrate si riveleranno sì transitorie nel medio termine, ma gli squilibri tra domanda ed offerta legati alle riaperture avranno una certa persistenza**, alimentando nuovamente la narrativa reflazionistica. Con riferimento alla variante Delta, i vaccini principali offrono una copertura elevata rispetto al rischio di sviluppo della malattia in forma grave e quindi dovrebbero limitare i ricoveri ospedalieri. Al momento,

infatti, i contagi sono in aumento in Area Euro e USA, ma le ospedalizzazioni risultano sotto controllo (**Grafico 1**). Pertanto, **l'impatto economico e di mercato di una potenziale "ondata Delta" dovrebbe essere gestibile** (almeno nei paesi in cui le campagne vaccinali sono ad uno stadio avanzato e manca poco per raggiungere l'immunità di gregge).

Grafico 1

Contagi in aumento ma ospedalizzazioni al momento sotto controllo



Fonte: Our World in Data, ANIMA Research

Un altro driver cruciale per la direzione dei mercati sono le politiche monetarie. Le principali banche centrali, confidando nella temporaneità delle pressioni inflazionistiche e volendo continuare a supportare la ripresa economica, restano orientate a mantenere ancora un orientamento accomodante. **Ma cresce il focus sulle modalità con cui il loro supporto verrà ricalibrato** e all'orizzonte, all'indomani dei meeting di luglio di BCE e Fed, si intravedono cambiamenti significativi. In particolare, la Federal Reserve dovrebbe annunciare il *tapering* entro la fine del 2021, mentre all'interno del board della BCE si dovrà trovare un accordo, non facile, sul futuro del PEPP.

In questo scenario, confermiamo **un approccio tatticamente neutrale sui mercati azionari: nel breve periodo, infatti, la direzionalità potrebbe essere limitata**, con i dubbi degli investitori che potrebbero alimentare prese di profitto, a maggior ragione considerando il posizionamento piuttosto sbilanciato del mercato e la minore liquidità del periodo estivo. **Eventuali fasi di correzione, tuttavia, sarebbero da sfruttare come opportunità di acquisto:** il giudizio strategico sull'asset class, infatti, rimane costruttivo, grazie al supporto del quadro macro e dei fondamentali societari.

A livello settoriale, viene conservato un approccio bilanciato: è stata incrementata l'esposizione ai settori difensivi, *healthcare* e beni di consumo (consumer staples) e mantenuto l'investimento in tecnologia.

In prospettiva, però, si coglieranno soprattutto le opportunità offerte dai settori ciclici (in particolare, finanziari e materie prime), che dovrebbero beneficiare dell'atteso ritorno di una narrativa reflazionistica.

In termini di allocazione geografica, il miglioramento dei fondamentali e le valutazioni appetibili, giustificano una preferenza per l'Europa e in particolare l'Italia.

Mercati obbligazionari

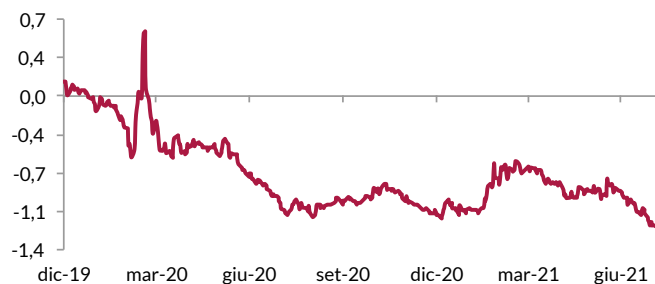
La view sul dollaro diventa neutrale

Per quanto riguarda le obbligazioni governative, la *duration* è gestita tatticamente ed il posizionamento attuale è di sottopeso: la recente discesa dei rendimenti è stata eccessiva (i tassi reali a 10 anni in USA hanno toccato i nuovi minimi storici, si veda il **Grafico 2**) e ci aspettiamo che le pressioni al rialzo riprendano.

Manteniamo, dunque, un giudizio negativo sui titoli di Stato americani e dei paesi core dell'Area Euro.

Grafico 2

Tassi reali americani a 10 anni (%)



Fonte: Bloomberg, ANIMA Research

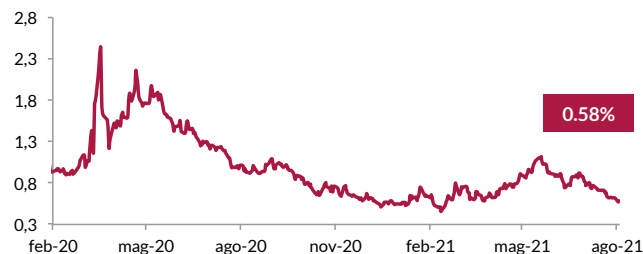
Recentemente si è assistito ad un allargamento dello spread sui decennali BTP/Bund, ma la view sui BTP resta costruttiva (si veda il **Grafico 3**), considerando lo spread ancora generoso, il supporto offerto dalle politiche riformiste del governo Draghi (è ad oggi al vaglio delle Camere l'attesa e centrale riforma della Giustizia) e lo sblocco dei fondi connessi a NGEU.

Nel mondo del credito la volatilità rimane molto bassa: questo segmento, del resto, è ancora supportato da fondamentali societari solidi e liquidità abbondante.

I rischi di rialzo degli spread sono limitati, così come i margini per un ulteriore restringimento: il giudizio,

Grafico 3

Rendimento BTP 10 anni (%)



Fonte: Bloomberg, ANIMA Research

pertanto, si conferma neutrale, con un focus sulla selezione di opportunità nelle fasce più basse di rating, dove è ancora presente un *carry* soddisfacente.

Per quanto riguarda i mercati valutari, il team gestionale di ANIMA ha rivisto la view sul dollaro, che da negativa è diventata strategicamente neutrale (se pur tatticamente positiva), a causa della contingente combinazione di forze contrapposte, ovvero l'accelerazione della crescita europea da un lato e la prospettiva di una FED meno accomodante rispetto alla BCE, dall'altro.

Mercati azionari

Europa: posizionamento settoriale prudente e bilanciato

La fase correttiva che ci si aspettava è arrivata per una combinazione di fattori: il picco nel momentum della crescita, la stretta normativa cinese, l'approssimarsi del *tapering* e la diffusione della variante Delta, che ha introdotto un alone di incertezza nello scenario. Ma i movimenti più importanti non si stanno verificando tanto a livello di indici, quanto piuttosto "sotto la superficie": vale a dire il forte calo dei tassi, già descritto, ha alimentato una sovra-performance dei comparti difensivi e della tecnologia, e al contempo ha penalizzato severamente i ciclici (le banche europee, i titoli energetici e delle materie prime hanno registrato ribassi a doppia cifra dai massimi di inizio giugno a metà luglio). In quest'ottica, la scelta degli ultimi mesi di riequilibrare i portafogli in termini di posizionamento settoriale e di stile, si è rivelata fondamentale. Per quanto riguarda i fondi europei, il posizionamento resta prudente e bilanciato a livello settoriale, in attesa di opportunità per incrementare l'esposizione ai comparti ciclici (finanziari e materie prime in particolare).

Permane anche il **sovrappeso sulla tecnologia, insieme ad una esposizione significativa su *healthcare* e su una parte dei beni di consumo (bevande).**

Italia: sovrappeso sul settore finanziario

Sul mercato azionario europeo e in particolare su quello domestico il giudizio strategico resta positivo, in primis per l'implementazione dell'agenda di governo in tema di riforme e lo sblocco dei fondi connessi a NGEU. Con riferimento al mercato italiano, **i fondi sono in leggero sovrappeso rispetto al benchmark, con una preferenza per i finanziari** (che dovrebbero beneficiare dello scenario di tassi nuovamente in rialzo) e **tecnologia/tematiche strutturali** (che nell'ultimo periodo ha consentito di controbilanciare la debolezza dei finanziari). Permane il **sottopeso su consumi discrezionali e industriali**.

USA: tecnologia ed *healthcare* i settori preferiti

Il portafoglio dei fondi focalizzati sul mercato azionario americano continua ad essere caratterizzato dal **sovrappeso di tecnologia**: il recente rally ha portato in molti casi a valutazioni eccessive; per questo si privilegia l'esposizione a società che offrono storie di crescita e multipli ragionevoli. **L'investimento in tecnologia è compensato dal sovrappeso su *healthcare* e finanziari**. Da notare come le valutazioni dei ciclici siano divenute appetibili relativamente al mercato ed offrano in prospettiva opportunità.

Emergenti: sovrappeso su India

Per quanto riguarda i mercati emergenti, **il posizionamento è rimasto neutrale**: nonostante la situazione rimanga complicata per la diffusione della variante Delta e per le politiche economiche cinesi (focalizzate su regolamentazione e controllo del credito), lo scenario potrebbe migliorare nella seconda metà dell'anno, grazie alle campagne di vaccinazione e al probabile atteggiamento più conciliante delle autorità cinesi (che vorranno evitare un rallentamento eccessivo dell'economia).

Nel corso del mese è stato ulteriormente **umentato il sovrappeso sull'India** (con il picco della pandemia alle spalle e una forte storia di crescita domestica), **a discapito di Taiwan. A livello settoriale sono state ricoperte le posizioni corte sulle società di e-commerce cinesi**.