



CENTRAL BANK

Banche Centrali al centro della scena

Le politiche monetarie continuano ad avere un ruolo centrale. Se da una parte lo scenario macroeconomico globale sta diventando sempre più eterogeneo tra le varie aree economiche, anche le risposte delle banche centrali cominciano a differenziarsi. In uno scenario in cui la crescita economica globale continua ad espandersi in modo sostenuto, viene mantenuta una visione strategicamente costruttiva sulle attività rischiose e la convinzione che fasi di correzione rappresentino opportunità di acquisto.

Lo scenario macroeconomico globale sta diventando sempre più eterogeneo fra le diverse aree economiche e **anche gli approcci delle principali Banche Centrali cominciano così a differenziarsi**, dopo un lungo periodo di politiche monetarie sincronizzate ultra-espansive, finalizzate in primis a supportare la ripresa economica. **Tuttavia, le parole d'ordine saranno gradualità e flessibilità.**

Per il team Investment Research & Advisory di ANIMA, il quadro macro non è cambiato, in aggregato; continuiamo ad aspettarci che l'attività economica globale

si espanda ad un ritmo sostenuto, **superiore al 6%, con una rotazione in termini di leadership fra aree geografiche:** da Cina e Stati Uniti, che stanno rallentando (ma non crollando), all'Europa. **La diffusione della variante Delta rappresenta la minaccia più seria per lo scenario, ma dovrebbe rivelarsi un rischio gestibile.** A preoccupare è stato il rapido aumento di contagi e ospedalizzazioni negli Stati Uniti, e più recentemente in Israele. Tuttavia, in tutti i paesi sviluppati sistemici il picco di nuovi casi sembra alle spalle, e l'esperienza del Regno Unito fa ben sperare. Uno dei paesi in cui l'emergenza sanitaria ha assunto proporzioni più preoccupanti è la Cina e la

situazione deve essere monitorata con attenzione, ma gli sviluppi più recenti sono stati costruttivi.

Più in dettaglio, secondo lo scenario base di ANIMA (**Grafico 1**), nel 2021 il PIL dovrebbe espandersi ad un ritmo del 6,3% negli Stati Uniti, 8,2% in Cina e 5,2% in Area Euro. Le stime relative a Stati Uniti e Cina sono state riviste al ribasso: nel primo caso ha pesato la sorpresa negativa del dato relativo al secondo trimestre, condizionato dalle strozzature dal lato dell'offerta e dal calo delle scorte; nel secondo, l'aggravamento dell'emergenza sanitaria. **Per quanto riguarda gli Stati Uniti**, in particolare, il flusso di dati pubblicato in queste settimane ha provocato una certa volatilità e alimentato il timore che l'indebolimento degli stimoli governativi possa deprimere i consumi.

In Cina, il flusso di dati continua a fotografare un rallentamento diffuso e generalizzato, guidato dalle autorità nella componente investimenti, e largamente riconducibile alle restrizioni imposte per bloccare i nuovi focolai di infezione a livello dei consumi. La perdita di momentum nel terzo trimestre sarà sensibile, **ma ci aspettiamo un'accelerazione sul fine anno**, una volta che l'emergenza sanitaria sarà rientrata e con la prospettiva di un significativo potenziamento del supporto della politica fiscale.

Non è cambiata, invece, la previsione per l'Area Euro, che, come largamente atteso, sta raccogliendo il testimone della crescita dalle altre aree sistemiche; nel Vecchio Continente prosegue anche **la rotazione fra i motori di crescita, dal manifatturiero ai servizi**, con indicazioni costruttive in arrivo da tutti i paesi più importanti. Un aspetto interessante e degno di nota è **il calo del tasso di disoccupazione**, avvenuto nonostante un ricorso meno massiccio agli schemi governativi di supporto all'occupazione.

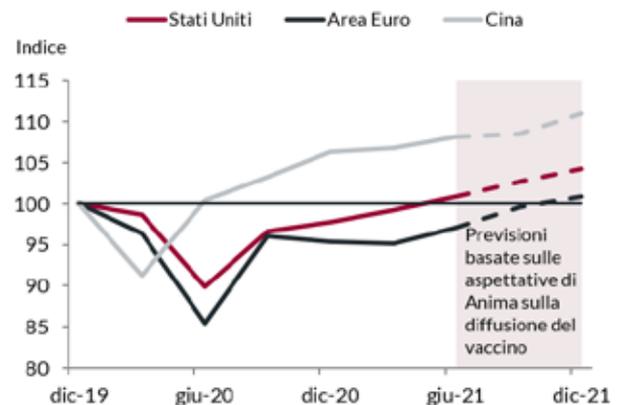
Per quanto riguarda la dinamica dei prezzi, la convinzione che le pressioni inflazionistiche emerse in questi mesi siano transitorie è sempre più diffusa. Pur condividendo l'idea che l'equilibrio generale dei prezzi globali non abbia subito una variazione permanente verso l'alto, **restiamo convinti che le tensioni si allenteranno solo in modo graduale, per i fenomeni di isteresi connessi alla crisi COVID.** Per saperne di più sullo scenario macroeconomico globale base e sulla view sull'inflazione si legga anche il **Post** dal titolo, *Flusso di notizie misto, ma lo scenario non cambia*, pubblicato nel **Blog della Gestione**, a cura di **Fabio Fois**, *Responsabile Investment Research & Advisory* di ANIMA.

I riflettori degli investitori, oltre che su crescita ed inflazione, sono puntati anche sulle

prossime mosse delle principali Banche Centrali, che potrebbero impattare in modo significativo sulla direzionalità dei mercati. In particolare, **la BCE**, in occasione dell'ultima riunione del 9 settembre, **ha deciso di ridurre moderatamente il ritmo degli interventi effettuati nell'ambito del Programma di Acquisti Pandemico**, pur mantenendo pressoché invariato il grado di stimolo monetario. Questo perché l'obiettivo di inflazione sim-

Grafico 1

Scenario macroeconomico centrale di ANIMA



Fonte: Haver Analytics, Anima Research.

metrico del 2% a medio termine è ancora ben lontano dall'essere raggiunto, ma nel contempo si è **preso atto del miglioramento dello scenario macro, ben riflesso dalla revisione al rialzo delle stime su crescita e inflazione** rispetto a giugno. **Il processo sarà comunque gestito con grande gradualità**, visto che l'impennata dei prezzi che stiamo osservando viene considerata dalla BCE soltanto un fenomeno temporaneo, e le pressioni dovrebbero ridimensionarsi nei prossimi trimestri.

Dall'altra parte dell'Atlantico, **la Federal Reserve è impegnata in ben altre valutazioni: già dai verbali del meeting di luglio, i membri del Comitato hanno dato chiara indicazione di essere pronti ad annunciare il tapering, ossia una riduzione del ritmo degli acquisti di titoli di stato americani e MBS**, in considerazione dei progressi considerevoli registrati in questi mesi verso gli obiettivi di piena occupazione e stabilità dei prezzi.

In questo contesto, **la view sulle attività rischiose resta strategicamente costruttiva, con la convinzione che fasi di correzione rappresentino opportunità di acquisto.**

Mercati obbligazionari

Lo spread fa la differenza per i BTP

Il pessimismo sulla crescita in Usa ha spinto i tassi su livelli eccessivamente compressi e, pertanto, ci **aspettiamo che i rendimenti delle obbligazioni governative core tornino a salire**. Nello specifico il target per i *Treasuries* decennali resta l'area 1,70/1,80%, mentre riteniamo che le pressioni in Area Euro saranno più limitate, con il dibattito sulla fine del PEPP posticipato a dicembre. Per quanto riguarda le **obbligazioni governative**, manteniamo quindi **un giudizio negativo sui titoli di Stato americani e dei paesi core dell'Area Euro**.

Resta **costruttiva**, invece, la **view sui BTP**: il miglioramento del contesto economico italiano, i programmi di politica fiscale espansiva, i progressi sul fronte delle riforme strutturali e gli acquisti da parte della Banca Centrale Europea sono tutti fattori di supporto per lo spread italiano, che rimane un'ottima fonte di extrarendimento e di carry nei portafogli governativi. **Per quanto riguarda il mondo del credito**, la volatilità rimane molto bassa.

Con riferimento, infine, ai mercati valutari e in particolare al Dollaro, nel 2021 il rapporto di cambio con

Grafico 2

Andamento cambio Euro/Dollaro



Fonte: Bloomberg, ANIMA Research.

l'Euro si è mosso più volte nel corridoio 1,17/1,23 (**Grafico 2**). Recentemente, il passaggio di testimone nel guidare l'espansione economica fra le aree geografiche, dagli Stati Uniti all'Europa, ha favorito l'Euro; tuttavia, altri *driver* come la divergenza nella politica monetaria e la prossimità del *tapering*, potrebbero portare ad una fase di apprezzamento del Dollaro. Per questo motivo rimaniamo **strategicamente neutrali sul cambio Euro/Dollaro**.

Grafico 3

Stime di crescita degli utili per 2021 e 2022



Fonte: elaborazioni Anima Research su dati Refinitiv.

Mercati azionari

Europa: orientamento un po' più cauto

Nel periodo estivo il mercato azionario europeo ha registrato una performance positiva. Il *trend* costruttivo ha coinvolto più settori, dalla tecnologia a quello assicurativo, grazie ad una stagione degli utili (*reporting season*) sicuramente brillante e migliore delle attese (si veda il **Grafico 3** per le stime di crescita degli utili). Nel breve periodo vediamo ancora incertezze derivanti dall'annuncio del *tapering* da parte della Fed in America, dall'evoluzione della variante Delta e dal rallentamento dell'economia cinese. Ci attendiamo un mercato laterale, con episodi di aumento della volatilità; pertanto, **pur avendo una view strategica costruttiva, il posizionamento dei fondi europei è diventato un po' più cauto**. In termini settoriali è stata ridotta l'esposizione al lusso e al settore dell'auto, nonché il peso dell'energia. **Sono privilegiati settori come la tecnologia** (specialmente software e semiconduttori) e le **utilities** (*defensive growth*). Tra i settori ciclici **c'è interesse per banche e assicurazioni** che trarrebbero beneficio dall'eventuale risalita dei tassi.

Italia: posizionamento ancora in sovrappeso

Il mercato azionario domestico continua ad essere supportato dall'azione del governo Draghi, dallo sblocco delle risorse del Recovery Fund, dalla revisione positiva delle stime di crescita, da valutazioni relative appetibili e dal *sentiment* positivo degli investitori. **Il livello di investito dei fondi rimane, pertanto, in sovrappeso e in termini settoriali è immutata la preferenza per i finanziari e tecnologia/tematiche strutturali**.

Il sottopeso sul lusso ha prodotto benefici e, sebbene permangano rischi sul comparto, tatticamente la posizione corta è stata ridotta per consolidare l'extra-performance registrata contro benchmark.

USA: approccio gestionale più difensivo

Nei portafogli dei fondi focalizzati sul mercato azionario americano, in previsione di un rallentamento della dinamica degli utili, **riteniamo opportuno adottare un approccio gestionale più difensivo**. In particolare, è stata aumentata l'esposizione all'*healthcare* ed ai beni di consumo (*consumer staples*). **In diminuzione la tecnologia, che rimane ancora il principale sovrappeso**. Vi sono selezionate opportunità nella parte più ciclica del mercato (finanziari, auto, energia) che è caratterizzata da valutazioni relative mai così a sconto rispetto al resto del mercato.

Emergenti: incrementato il sovrappeso sull'India

Per quanto riguarda i mercati emergenti, il *sentiment* degli investitori rimane fragile a seguito delle iniziative intraprese dalle autorità cinesi; **il livello di investito dei fondi è stato abbassato attraverso una riduzione dell'esposizione alla Cina e in particolare al settore dei consumi discrezionali** (impattato dall'inasprimento della regolamentazione sull'*e-commerce*). La preferenza va ai **settori favoriti dai provvedimenti del governo, come la tecnologia e i comparti legati alle tematiche *green***.

Per un approfondimento sulle questioni legate alla Cina e sul suo mercato azionario, si legga il Post pubblicato nel Blog della Gestione, sempre a cura di **Fabio Fois** e dal titolo: *Cina, attenzione alla variante Delta, più che alla regolamentazione*.

Si segnala, infine, un **ulteriore aumento dell'esposizione all'India**, in virtù della spinta derivante dalla forte crescita domestica.