



Preoccupazioni eccessive?

Per il team Investment Research & Advisory di ANIMA gli attuali timori degli investitori sul contesto di mercato sembrano esagerati. I fondamentali macro e micro favorevoli ed il mantenimento di politiche economiche espansive giustificano una visione costruttiva sulle attività rischiose. Si ritiene, pertanto, che la maggiore volatilità possa essere sfruttata come opportunità di acquisto.

I mercati azionari proseguono il loro cammino di resilienza (Grafico 1 a pag. 2), nonostante il contesto contraddistinto da volatilità in aumento e rialzo dei rendimenti sulle obbligazioni governative.

Queste dinamiche derivano dalla combinazione di più aspetti che hanno determinato nuove tensioni. In primo luogo, i timori legati ad una sempre più vicina normalizzazione delle politiche monetarie a livello globale, con la Federal Reserve che ha segnalato l'avvio imminente del *tapering* ed ha aperto le porte ad un aumento dei tassi alla fine del 2022 (a proposito si legga il Post pubblicato nel blog della Gestione a cura di **Fabio Fois**, *Responsabile Investment Research & Advisory*); in secondo luogo, la persistenza di strozzature nella produzione di alcuni

beni ed il forte rialzo delle materie prime alimentano i timori di un'inflazione elevata per lungo tempo; ed infine rimane sullo sfondo il tema del rallentamento dell'economia globale, dopo il picco registrato dalla ripresa post-pandemica.

A parere del team Investment Research & Advisory di ANIMA queste preoccupazioni da parte degli investitori sembrano eccessive. **Diversi elementi, infatti, giustificano di mantenere ancora una visione strategicamente costruttiva sulle attività rischiose.**

Innanzitutto, in merito alla **crescita globale**, nei prossimi trimestri, **rallenterà** rispetto al picco post pandemico, **ma resterà sopra potenziale**, supportata dalle prospettive

favorevoli per i consumi e da **politiche economiche ancora espansive**: nuovi stimoli fiscali saranno approvati negli Stati Uniti, in Giappone e in Cina (seppur con differenze rilevanti nella portata e nelle motivazioni). Più in dettaglio, secondo lo scenario base del team Investment Research & Advisory di ANIMA, il PIL reale globale dovrebbe espandersi a un ritmo del 6,0% nel 2021, per poi convergere verso il potenziale nel 2022.

In secondo luogo va tenuto presente che **le banche centrali manterranno un orientamento accomodante** e il cambio di approccio sarà comunque improntato alla gradualità. Sul fronte della pandemia, inoltre, le evidenze di efficacia dei vaccini nella protezione da forme di malattia grave consentono di essere costruttivi sulle prospettive di medio termine della pandemia: le campagne di vaccinazione si trovano ad uno stadio avanzato nelle principali economie sia sviluppate che emergenti, ed i nuovi contagi stanno rallentando a livello globale.

Infine, per quanto riguarda **l'inflazione**, restiamo convinti che l'equilibrio generale dei prezzi globali non abbia subito una variazione permanente verso l'alto, **ma secondo il nostro scenario base le pressioni registrate nel primo semestre diminuiranno in modo molto graduale, più lentamente di quanto il mercato sconti, a causa di una molteplicità di fattori** che freneranno la convergenza verso i livelli pre-crisi. A questo proposito, un fattore importante da monitorare sarà la dinamica dei salari nel quarto trimestre, quando lo squilibrio fra domanda e offerta di lavoro tenderà a ridimensionarsi.

Pertanto, in questo contesto, **il giudizio sui mercati azionari passa da neutrale a positivo**. Riteniamo, infatti, che **la maggiore volatilità possa offrire opportunità di acquisto, in presenza di fondamentali favorevoli: gli utili societari sono attesi in continua crescita anche nel 2022 (Grafico 2)** e le stime degli analisti per l'anno prossimo sono piuttosto conservative, lasciando spazio a sorprese positive; **i bilanci delle aziende, in aggiunta, non sono mai stati così solidi**, con le società che hanno dimezzato il rapporto Debito Netto/Utile Operativo rispetto all'anno scorso e ai livelli pre-crisi.

A livello geografico, l'Europa potrebbe sovraperformare gli Stati Uniti, mentre **l'allocazione settoriale privilegia i comparti ciclici** e in particolare i titoli del **settore energetico e finanziari**, spinti rispettivamente dal rialzo dei prezzi di petrolio e gas e dall'aumento dei rendimenti governativi.

Grafico 1

Principali azioni a confronto (serie ribasate)



Fonte: Bloomberg, ANIMA Research.

Grafico 2

Revisione stime analisti utili per azione



Fonte: Bloomberg, ANIMA Research.

Mercati obbligazionari

BTP: approccio più cauto in attesa della BCE

Lo scenario descritto e, in particolare, il dibattito sulle prossime mosse delle banche centrali, giustificano il mantenimento da parte del team Investment Research & Advisory di **un giudizio negativo sui titoli**

di stato americani e dei paesi core dell'Area Euro. Per quanto riguarda i titoli governativi italiani, i BTP, se pur supportati ancora dallo spread generoso e dal contesto politico (**Grafico 3**), potrebbero risentire dell'incertezza sulle scelte della Banca Centrale Europea in merito al destino del PEPP (Piano di Acquisti Pandemico) e alla conseguente revisione del piano di acquisto titoli ordinario (APP). La ricerca di carry è forte e la liquidità resta ancora abbondante, tuttavia, un atteggiamento più cauto all'approssimarsi del meeting della BCE è stato ritenuto opportuno: **la view, pertanto, da positiva diventa neutrale.**

Per quanto riguarda il segmento delle obbligazioni corporate, la ricerca di carry resta l'esigenza dominante per gli investitori, a fronte di livelli elevati di liquidità nei portafogli.

Infine, sul fronte dei mercati valutari, in particolare in merito al dollaro, nonostante fasi di avversione al ri-

Grafico 3

Rendimento BTP 10 anni (%)



Fonte: Bloomberg, ANIMA Research.

schio favoriscano la valuta americana nel breve periodo, lo scenario relativo alla crescita e alle politiche monetarie giustifica il mantenimento di **un giudizio strategico neutrale.**

Mercati azionari

Europa: maggiore esposizione ai settori ciclici

Per la prima volta dopo tanto tempo i mercati del Vecchio Continente potrebbero sopra-performare gli Stati Uniti. A livello di posizionamento, nei fondi europei è

stata incrementata l'esposizione ai settori ciclici (auto in particolare, dove il peggio dovrebbe essere alle spalle) e all'energia (grazie alla prospettiva di dividendi e buyback, ed alla revisione del modello di business da parte di alcune società, finalizzato a ridurre l'impatto ambientale dei processi). **Positiva la view su banche, assicurazioni e (strutturalmente) sulla tecnologia.** Il giudizio è negativo su *healthcare*, beni di consumo (*consumer staples*) e aziende di pubblica utilità (*utilities*). Per quanto riguarda queste ultime, l'aumento dei prezzi del gas ed il rischio che i governi possano limitare l'aumento dei prezzi dell'elettricità mettono a rischio i margini; in aggiunta, l'impennata delle materie prime pesa sugli investimenti delle società impegnate nelle energie rinnovabili.

Italia: a supporto le stime di crescita al rialzo

In termini prospettici, l'Italia, a livello strategico - nonostante il livello di debito record dovuto all'impatto della pandemia - **sta entrando in un fase di forte crescita nominale, spinta dal PNRR, e inoltre beneficerà del mantenimento di una politica monetaria espansiva da parte della BCE**, che consentirà di preservare favorevoli condizioni di finanziamento del debito. Dunque è lecito attendersi, nel corso dei prossimi anni, anche una normalizzazione del rapporto debito pubblico/PIL molto più veloce delle attese. A riprova, sul fronte della crescita economica, l'Ocse recentemente ha rivisto in positivo le previsioni: +5,9% per il PIL nel 2021, rivisto al rialzo di ben 1,4 punti rispetto a maggio, e +4,1% sul 2022, in questo caso tagliato di 0,3 punti. Stima per l'anno in corso sostanzialmente in linea con la Nota di aggiornamento al Documento di Economia e Finanza (Nadef), approvata il 29 settembre dal Consiglio dei Ministri, che prevede una crescita del PIL pari a circa il 6% per il 2021 (dal 4,5% ipotizzato nel Documento di Economia e Finanza in aprile) e sopra al 4% nel 2022.

Per quanto riguarda il posizionamento nei portafogli dei fondi azionari Italia, non sono da escludere alcune prese di beneficio, soprattutto per quelle società che potrebbero essere maggiormente impattate dal forte rialzo del prezzo delle materie prime e da interruzioni e inefficienze venutesi a creare nella catena di fornitura a livello globale (es. microchip, polimeri, etc..). Inoltre, il premio valutativo raggiunto dalle *small cap* rispetto alle *large cap* è tale da far preferire le seconde, specialmente le società caratterizzate da quotazioni maggiormente a sconto. A livello settoriale, abbiamo sfruttato la debolezza del settore del lusso per ridurre l'esposizione corta.

USA: sovrappeso sul settore healthcare

Nell'ultimo mese si è assistito ad una continua polarizzazione delle performance: a livello relativo solo circa il 25% del mercato azionario americano ha sovraperformato gli indici generali. Le società ad alta crescita, nonostante la recente debolezza, continuano a mostrare forza nella generazione di cassa rispetto a tutto il resto del mercato azionario. **Nei fondi USA è stata così incrementata l'esposizione alle large cap growth:** per queste società non solo la crescita del fatturato è elevata, ma il rendimento sulla base della generazione di cassa è tornato attraente rispetto al mercato di riferimento. È stato incrementato anche l'investito nel settore *healthcare*, che continua ad offrire rendimenti sulla generazione di cassa superiori al mercato. **Il giudizio sul mercato azionario americano da neutrale diventa, pertanto, costruttivo.**

Emergenti: il peggio dovrebbe essere alle spalle

Nelle ultime settimane a creare tensioni sui mercati emergenti e non solo, è stata la crisi finanziaria che ha visto protagonista il colosso dell'immobiliare cinese Evergrande Group. Da principio gli investitori hanno temuto che si verificasse una nuova Lehman Brothers, ma oggi, dalle ultime dichiarazioni del governo cinese, **sembra ormai chiaro che farà di tutto per procedere con una ristrutturazione ordinata della società,** limitando al massimo ogni possibile effetto contagio nei confronti del settore immobiliare, dell'economia reale e

del sistema bancario. Per approfondire si legga il Post pubblicato nel Blog della Gestione del 21 settembre, a cura del team Investment Research & Advisory.

Per quanto riguarda la gestione della pandemia, l'approccio di tolleranza-zero contro il COVID ha avuto un impatto significativo sull'economia, ma le prospettive sono in miglioramento. **Le autorità cinesi implementeranno politiche economiche molto più espansive, per arginare il rallentamento della crescita e contenere i rischi connessi al settore immobiliare.** Il peggio dovrebbe quindi essere passato ma il contesto rimane volatile. Nei portafogli continuiamo a preferire i settori legati alle riaperture e quelli favoriti dai provvedimenti del governo, ovvero alcuni segmenti della tecnologia e comparti legati al tema green. È mantenuta l'esposizione all'India che, nonostante la performance realizzata e le valutazioni piuttosto care, è sostenuta dai cospicui flussi degli investitori domestici, dal tema vaccinazioni/riaperture e dal supporto della politica economica (crescente spazio del settore privato rispetto al pubblico, con conseguente recupero di efficienza).