



Prezzi scottanti?

Nonostante il forte rialzo dei prezzi dell'energia e l'atteggiamento meno accomodante di alcune banche centrali, per il team Investment Research & Advisory di ANIMA lo scenario di crescita e inflazione si mantiene costruttivo. I fondamentali societari sono robusti e le politiche economiche resteranno un fattore di supporto. Pertanto, la view sui mercati azionari si conferma positiva, mentre l'approccio sulle obbligazioni governative rimane cauto.

Di recente i riflettori degli investitori sono rimasti focalizzati sulle **problematiche legate alla catena di approvvigionamento globale (supply chain) e sui rincari dei costi delle materie prime**, tra cui in particolare l'**impennata dei prezzi energetici, nonché sui possibili impatti di queste variabili per lo scenario di crescita, inflazione e politiche monetarie**.

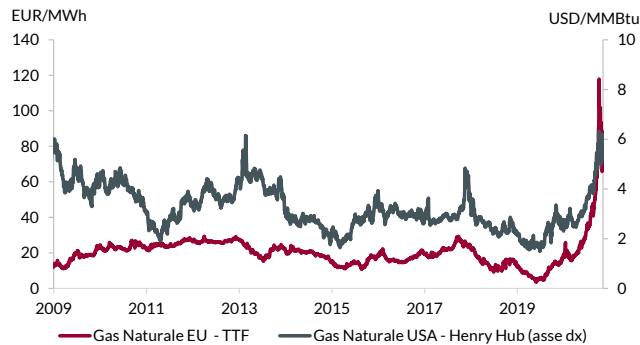
La crisi energetica, che sta interessando gran parte dei paesi sviluppati ed emergenti, è una delle conseguenze indirette della pandemia. Con le "riaperture", infatti, si è registrata una forte ripresa della domanda di carbone,

petrolio e gas naturale, dopo il crollo provocato dall'epidemia di Covid-19 e legato al rallentamento generalizzato della produzione industriale. Il forte ritorno della domanda ha determinato un marcato incremento dei prezzi e in alcuni casi il movimento è stato accentuato dalle criticità sul fronte della distribuzione e della logistica.

Basti pensare, ad esempio, che il prezzo del petrolio è salito di oltre il 20% dai livelli di metà agosto, e il gas naturale europeo ha raggiunto livelli stellari (a proposito del rincaro del gas naturale si veda il **Grafico 1** a pag. 2).

Grafico 1

Gas naturale a livelli altissimi



Fonte: Haver Analytics, Anima Research.

I mercati azionari, però, hanno proseguito incuranti la loro corsa, senza preoccuparsi esageratamente di queste pressioni, grazie alla solidità di quadro macro e bilanci societari. Le tensioni lungo la catena di approvvigionamento dovrebbero infatti diminuire, se pur gradualmente, e la domanda interna negli Stati Uniti e in Cina si sta rafforzando: questi sviluppi supportano la domanda di servizi da parte dei consumatori ed il processo di ricostituzione delle scorte da parte delle imprese. Al contrario, le obbligazioni governative sono state penalizzate per effetto dell'aumento dei rendimenti, innescato dalle crescenti pressioni inflazionistiche e dall'atteggiamento meno accomodante delle banche centrali a livello globale.

Secondo il team Investement Research & Advisory di ANIMA, la crescita globale, se pur in rallentamento, dovrebbe restare elevata nei prossimi trimestri e convergere verso il potenziale in maniera graduale. In particolare, secondo le stime del team di ANIMA, il PIL reale globale dovrebbe espandersi a un ritmo del 6,0% nel 2021 e 4,5% nel 2022, senza crolli repentini, come invece prevede una parte degli analisti. **L'impennata dei prezzi dell'energia potrebbe togliere un po' di smalto alla ripresa, ma non farla deragliare,** specie se le pressioni sui prezzi si riveleranno temporanee e non si trasferiranno dall'inflazione *headline* a quella *core*.

Secondo il nostro scenario base, l'inflazione dovrebbe raggiungere il picco nella parte finale dell'anno in USA ed Area Euro per poi iniziare a scendere, ma manterrà una certa persistenza, perché le pressioni sui prezzi delle materie prime impiegheranno tempo per normalizzarsi e così pure lo sbilancio tra domanda e offerta di beni.

Sul fronte delle politiche monetarie, in occasione del meeting del 3 novembre, la Fed ha ribadito l'avvio del *tapering*, ma non del ciclo di rialzo dei tassi (**Grafico 2**). Il presidente, Jerome Powell, ha affermato che la Fed può essere "paziente" sui tassi d'interesse e ha assicurato che "tiene gli occhi aperti sui rischi". La Banca Centrale Europea, invece, è alle prese con la difficile uscita dal Piano di Acquisto Titoli Pandemico (*Pandemic*

Grafico 2

Aspettative degli investitori sul numero di mesi mancanti al primo rialzo dei tassi della Fed



Fonte: Bloomberg, ANIMA Research.

Emergency Purchase Programme): le divergenze all'interno del Consiglio sono profonde ma, a nostro avviso, la BCE potrebbe anche sorprendere con un "regalo di Natale" molto speciale, in occasione della riunione del prossimo 16 dicembre, annunciando a partire da marzo 2022, - quando appunto è previsto il termine del PEPP - l'introduzione di un programma transitorio, per evitare scossoni sui mercati. Riteniamo comunque che la rimodulazione dello stimolo monetario non debba preoccupare, ma sia coerente con il consolidamento della ripresa post-pandemica e che le due principali banche centrali, se pur con le dovute differenze, manterranno un approccio accomodante per evitare un eccessivo inasprimento delle condizioni finanziarie.

Sempre in tema di politiche economiche, c'è molta attesa per le prossime mosse dei governi: negli Stati Uniti ci si aspetta l'approvazione del piano infrastrutturale, oltre all'accordo per l'innalzamento del tetto del debito, mentre in Cina dovrebbero essere approvati nuovi interventi di supporto da parte della banca centrale, così come un rinnovato impegno fiscale delle autorità locali. Inoltre, dal 30 al 31 ottobre, si è tenuto a Roma il

Vertice dei Capi di Stato e di Governo dei Paesi appartenenti al G20, un meeting cruciale, dal titolo "Persone, pianeta e prosperità". Al centro della discussione del summit, da una parte gli effetti che la pandemia da Covid-19 ha avuto sugli equilibri economici e sociali del mondo e, dall'altra, la crisi ambientale.

In questo contesto, manteniamo **una visione strategicamente costruttiva sulle attività rischiose, seppur con approccio opportunistico**, e la convinzione che fasi di debolezza rappresentino opportunità di acquisto. **Il giudizio sui mercati azionari si conferma quindi positivo**: la crescita straordinaria degli utili registrata da inizio 2021 è destinata a rallentare, ma resterà significativa, grazie alla forza della domanda che sostiene i ricavi delle aziende. **L'allocazione settoriale privilegia i comparti ciclici**, in virtù del probabile ridimensionamento dei timori sulla crescita, della persistenza delle pressioni sull'inflazione e dell'aumento dei tassi (in sovrappeso, fra gli altri, i titoli energetici, finanziari e dei materiali). **Troviamo, tuttavia, opportunità anche all'interno di alcuni settori difensivi**: le *utilities* europee saranno favorite dall'accelerazione degli investimenti nella transizione energetica, grazie al contributo determinante delle autorità; negli Stati Uniti, le società operanti nell'*healthcare* sono caratterizzate da valutazioni particolarmente appetibili e stanno offrendo sorprese positive sugli utili del terzo trimestre, oltre ad una elevata visibilità sulle prospettive del 2022.

Mercati obbligazionari

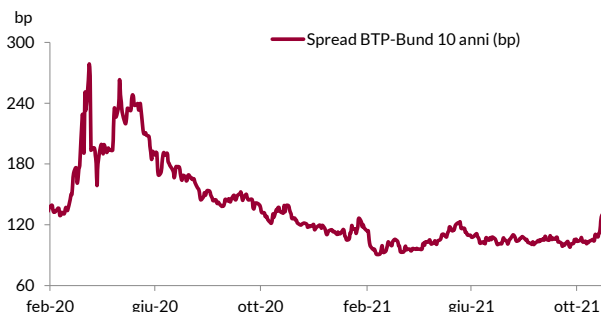
BTP: confermato il giudizio neutrale

A nostro avviso, i timori di uno scenario contraddistinto da una risalita incontrollata dei prezzi o dalla stagflazione, così come indicato da una parte della comunità finanziaria, sono eccessivi. **Il nostro scenario base vede l'inflazione rimanere elevata nei prossimi trimestri, ma successivamente normalizzarsi, ed è coerente con un ulteriore rialzo dei tassi dai livelli attuali**, ancorché non eccessivo. **Manteniamo dunque un giudizio negativo sulle obbligazioni governative core**, pur ritenendo che le scadenze più brevi comincino ad offrire opportunità. Il mercato, infatti, sta scontando la normalizzazione delle politiche monetarie in maniera piuttosto aggressiva, con gli investitori che si attendono i primi rialzi dei tassi da parte della Fed nella seconda metà del 2022 e, da parte della BCE, tra il 2022 e l'inizio del 2023.

Per quanto riguarda i BTP, viene confermato il giudizio neutrale: lo scenario economico per il 2022 è favorevole, ma l'incertezza sulle prossime decisioni della BCE pesa.

Grafico 3

Andamento Spread BTP/Bund 10 anni (punti base)



Fonte: Bloomberg, Anima Research.

Lo dimostra la recente fiammata registrata dallo spread BTP/Bund 10 anni (**Grafico 3**), con il rendimento decennale italiano che si è portato sopra l'1% per la prima volta dal maggio scorso, tornando ai livelli di oltre un anno fa. Ad innescare la volatilità è stata proprio l'ultima riunione della BCE: nonostante la Presidente Christine Lagarde abbia dichiarato che un innalzamento dei tassi all'Eurotower non è giustificato dalle analisi macroeconomiche, il mercato prezza un possibile rialzo entro fine 2022. **I BTP a breve-medio termine rimangono relativamente più interessanti** (anche se i rendimenti lordi offerti da strumenti con scadenze fino a 4 anni sono negativi) per due ragioni: sia perché la curva dei rendimenti italiana esprime, in quel segmento, una maggior pendenza rispetto alle altre curve europee; sia perché la disaffezione degli investitori per la duration potrebbe convogliare maggior domanda sulla parte breve italiana, portando ad un proporzionale maggior restringimento dello spread su queste scadenze.

L'aumento dei tassi governativi ha inciso anche sull'andamento dei titoli obbligazionari corporate: in questo comparto viene **confermato un approccio neutrale e molto selettivo, contraddistinto dalla ricerca di opportunità fra le fasce di rating più basse**, dove si mostra ancora forte la fame di rendimento degli investitori.

Per quanto riguarda i mercati valutari riteniamo che la prospettiva di una Fed meno espansiva possa supportare il dollaro, ma nel breve periodo rinnoviamo un giudizio di neutralità: la probabile intonazione positiva degli asset rischiosi ed i movimenti limitati sui tassi reali (a fronte di un trend più marcato sulle aspettative di inflazione) potrebbero limitare un ulteriore apprezzamento.

Mercati azionari

Europa: sovrappeso sulle *utilities*

A livello di posizionamento, nei fondi europei i settori in sovrappeso sono banche, assicurazioni, energia ed in misura minore materiali. Complessivamente in sottopeso i settori difensivi: beni di consumo (*consumer staples*), healthcare, telecomunicazioni. Recentemente è stato portato in sovrappeso il settore delle *utilities*: la crisi energetica favorirà un'accelerazione degli investimenti *green*, finanziati principalmente attraverso risorse pubbliche, e il settore dovrebbe così registrare una forte crescita degli utili nel 2022 e 2023. **Mantenuto il sovrappeso sulla tecnologia**, in particolare nel comparto *software* che è correlato a trend di crescita strutturali; tale esposizione, peraltro, ha il vantaggio di essere scarsamente sensibile al rialzo dei tassi e di offrire una copertura (*hedge*) in caso di peggioramento dello scenario.

Italia: sovrappeso sul settore dei finanziari

Riteniamo che le prospettive siano costruttive, sia per l'economia sia per il mercato azionario italiano. Il successo della campagna vaccinale, insieme all'attuazione degli importanti investimenti che verranno introdotti a partire dai prossimi mesi, grazie al contributo del PNRR, dovrebbero fornire ulteriore slancio alla crescita che potrebbe attestarsi nell'intorno del 6% quest'anno e del 4% nel 2022. Inoltre, il Governo sta continuando a portare avanti un'ambiziosa campagna di riforme, che dovrebbe alzare il potenziale di crescita di lungo periodo, contribuendo a riportare interesse per il nostro Paese da parte degli investitori internazionali. Per quanto riguarda i fondi che puntano sul mercato azionario domestico, viene mantenuto un forte sovrappeso sul settore finanziario, correlato positivamente al rialzo dei tassi e che, in ottica della stagione degli utili (*earning season*), non dovrebbe aver risentito delle problematiche relative alla catena di approvvigionamento globale. I dati più recenti relativi alla qualità del credito, evidenziano un contesto migliore delle attese, anche grazie all'utilizzo di moratorie e garanzie. Inoltre, il settore finanziario presenta valutazioni interessanti sotto diverse metriche e dovrebbe beneficiare nei prossimi mesi di un flusso di dividendi generoso, stante la maggiore libertà d'azione lasciata dalle autorità regolatorie.

È stato incrementato il settore energetico, mentre i principali sottopesi riguardano i consumi discrezionali e gli industriali. Permane una preferenza

per le *large cap* rispetto alle *mid e small cap*, giustificata dal forte gap valutativo a favore delle prime.

USA: tecnologia e difensivi favoriti

Nei portafogli dei fondi focalizzati sul mercato azionario americano vengono privilegiati il settore della tecnologia (dove la crescita degli utili prosegue in maniera non correlata con le altre variabili di mercato) e alcuni comparti difensivi (*healthcare* e beni di consumo). A nostro avviso, infatti, le penalizzazioni subite sono già state significative ed il rischio di ulteriore *downside* è limitato, nonostante il momentum sia ancora favorevole ai ciclici e in particolare a titoli finanziari ed energetici.

Emergenti: Cina in sottopeso

Per quanto riguarda i paesi emergenti, il mercato cinese offre un premio per il rischio appetibile, nell'ipotesi che la fase più acuta della stretta regolamentare sia ormai alle spalle. Permangono tuttavia rischi legati al rallentamento economico ed alla tempestività/entità degli stimoli di politica economica, quindi, per il momento, **l'approccio resta cauto e il posizionamento di sottopeso**. Con riferimento agli altri paesi, si mantiene il sovrappeso sull'India, è stato incrementato quello sulla Russia ed è stata costruita una nuova posizione sull'Indonesia (per il tema delle riaperture e delle "soft commodities").

Per un approfondimento sulle questioni legate alla Cina, si legga il Post pubblicato nel Blog della Gestione, a cura di **Fabio Fois**, *Responsabile Investment Research & Advisory* e **Valerio Ceoloni**, *Senior Macro EM and FX Strategist* dal titolo: "Cina, luce in fondo al tunnel ma non dietro l'angolo".