



Mercati: verso una nuova normalità

Il graduale allentamento delle misure di lockdown e il supporto delle Banche Centrali continuano a sostenere le asset class più rischiose, incuranti della contrazione in corso e del riemergere dei rischi geopolitici. L'apprezzamento degli indici delle ultime settimane riflette una sorta di scollamento rispetto al quadro macro/fondamentale. La view sui mercati azionari resta neutrale e l'approccio tattico.

Calano i contagi e gli investitori ritrovano un po' di fiducia. Il contesto è cambiato? Presto per dirlo, ma indubbiamente, da metà maggio, sull'andamento dei mercati finanziari stanno giocando a favore due elementi.

Da una parte, con alcune limitate eccezioni, **le riaperture non stanno incidendo in modo significativo sulla curva dei contagi di Covid-19** - grazie alle contromisure adottate e all'arrivo dell'estate nell'emisfero Nord, che dovrebbe limitare la propagazione del virus -, assicurando circa il fatto che eventuali nuove ondate di epidemia potrebbero a questo punto essere gestite in modo meno drastico, penalizzando in misura minore le economie. Peraltro, a supportare il *sentiment* hanno

contribuito anche le sempre più frequenti notizie positive circa i passi compiuti dalla ricerca, a livello globale, verso l'identificazione di una terapia farmacologica o di un vaccino. Dall'altra parte, resta **determinante la conferma di stimoli e consistente supporto da parte delle autorità, monetarie in primis, non soltanto per il breve periodo per rispondere all'impatto immediato dell'emergenza sanitaria, ma anche nel medio termine.**

L'ultima, in ordine di tempo è stata la Banca Centrale Europea, che in occasione della riunione del 4 giugno è andata oltre le aspettative, annunciando un **Quantitative Easing ancora più energico per sostenere la ripresa economica**: la BCE ha aumentato di 600 miliardi il suo Pepp, il piano pandemico di acquisto di titoli, portan-

dolo a 1.350 miliardi e in più ne ha anche allungato la durata, almeno fino a giugno 2021 e non più soltanto fino a dicembre 2020 come aveva precedentemente stabilito. Sono in-ece stati mantenuti fermi – contro le aspettative di alcuni analisti e investitori – i tassi di interesse: a quota zero il tasso di riferimento e a -0,50% il tasso sui depositi presso la BCE. Il tutto poco dopo che la Ue aveva già annunciato un **passaggio epocale, definito da molti un momento di svolta assimilabile al “Whatever it takes” di Draghi, ovvero il Recovery Fund o “Fondo per la ripresa”**. Il nuovo strumento è frutto della ritrovata sintonia fra Macron e la Merkel, veri promotori di quello che potenzialmente **potrebbe rivelarsi un game changer, se le risorse saranno investite in progetti in grado di aumentare la crescita potenziale**.

Secondo la proposta dell'esecutivo comunitario, il fondo potrà assegnare fino a 750 miliardi di euro fra sovvenzioni e prestiti, suddivisi fra i paesi membri in proporzione all'entità della crisi economica subita a causa della pandemia e finanziati mediante emissioni obbligazionarie della Commissione Europea. L'importanza del Fondo ai fini dello scenario macro/fondamentale si giustifica con il fatto che le risorse dovrebbero essere impiegate quasi esclusivamente per investimenti nel futuro (healthcare, biotech, green power, e-mobility), con aumento della crescita potenziale e ricadute positive per la sostenibilità del debito. Per approfondimenti sul *Recovery Fund* si legga il post nel **“Blog della gestione”** a cura dell'Investment Advisory di ANIMA.

Sempre sul fronte stimoli monetari, la BoJ, la Banca Centrale Giapponese, ha introdotto un nuovo programma di prestiti, quella inglese ha aperto le porte ai tassi negativi e tagli dei tassi sono stati annunciati in molti Paesi Emergenti (come Brasile, Messico e India). Dal lato delle politiche fiscali, in Giappone è stato approvato un secondo programma di stimoli da 1.100 miliardi di dollari, mentre in Cina sono stati rivisti al rialzo i target per il rapporto deficit/PIL e per le emissioni obbligazionarie degli enti locali.

Per quanto riguarda il quadro macro/fondamentale, nonostante le indicazioni più costruttive dal fronte della Cina, sono arrivate ulteriori conferme di una crescita economica in forte contrazione nel II trimestre (se pur con qualche miglioramento in Europa) e in stabilizzazione nel III, con una lenta ripresa a seguire.

In ogni caso **resta ancora scarsa la visibilità circa l'entità e la velocità della ripresa** dal momento che molto dipenderà dall'evoluzione della pandemia, dall'implementazione delle misure di stimolo e dai possibili cambiamenti nelle abitudini di consumo e investimento di famiglie e imprese.

Degna di nota anche l'escalation delle tensioni fra Sta-

ti Uniti e Cina, alla vigilia della verifica semestrale sul rispetto degli impegni assunti nell'Accordo commerciale di “fase Uno”. Molte le questioni in discussione, prime fra tutte le accuse da parte del Presidente americano Trump sull'origine del Coronavirus e la mancanza di trasparenza sulla vicenda da parte del governo cinese; la crisi di Hong Kong, l'inasprimento della regolamentazione per l'accesso al mercato dei capitali statunitense e l'adozione di provvedimenti restrittivi per le imprese operanti nel settore tecnologico. **In questo contesto è probabile che la crescita economica e i mercati finanziari restino soggetti a vuoti d'aria, che richiedono ancora prudenza e tatticismo: la view di Anima sui mercati azionari si conferma quindi neutrale, privilegiando un approccio flessibile.** Il forte apprezzamento degli indici degli ultimi due mesi (si veda il **Grafico 1**, relativo ai principali indici azionari a confronto) – in particolare dalla metà di maggio, alimentato anche dal posizionamento conservativo degli investitori - ha lasciato infatti sul campo valutazioni piene: i multipli dell'indice azionario globale si trovano sui livelli più alti degli ultimi vent'anni e incorporano proiezioni di nuovi massimi storici per i profitti nel 2021, un'ipotesi che potrebbe rivelarsi troppo ottimistica.

Pertanto, in questa fase, a nostro avviso, **scelte accurate sul fronte dell'allocazione settoriale offrono maggiori opportunità di generazione di valore rispetto agli interventi sul livello dell'investito. Continuiamo a privilegiare i comparti che subiscono ricadute positive dalla crisi (tecnologia e salute in primis), ma stiamo identificando**

Grafico 1

Principali indici azionari a confronto



Fonte: elaborazione ANIMA su dati Bloomberg.

selezionate opportunità anche fra i settori ciclici (industriali con esposizione ai temi delle infrastrutture e dell'automazione).

Grafico 2

Spread Btp/Bund 10 anni (punti base)



Fonte: elaborazione ANIMA su dati Bloomberg.

Mercati obbligazionari e valute

Sui Btp la view torna più costruttiva

Per quanto riguarda i mercati obbligazionari, l'azione delle banche centrali ha compresso la volatilità (si veda il **Grafico 2** qui sopra per lo spread Btp/Bund 10 anni, sceso sotto quota 180 punti base per effetto soprattutto della BCE) e i rendimenti dei titoli di stato Core stanno attraversando una fase di consolidamento: la view è neutrale e l'approccio tattico.

Da segnalare, invece, la view più costruttiva (da neutrale a positiva) nei confronti dei Btp per effetto del potenziamento delle misure da parte della BCE, senza contare che le prospettive per la sostenibilità del debito potrebbero decisamente migliorare con l'avvento del *Recovery Fund*. Incoraggiante anche la capacità dei rendimenti domestici di attirare l'attenzione del mercato e l'interesse degli investitori (si veda il **Grafico 3** per il rendimento del Btp 10 anni), alla luce del grande successo in termini di sottoscrizioni dell'ultima emissione del Btp Italia, ma anche negli ultimi giorni di altre emissioni di Btp per investitori istituzionali.

Giudizio positivo anche sulle obbligazioni *corporate investment grade*, che rientrano sotto l'ombrello protettivo della BCE, ma la selettività resta sempre cruciale e l'elemento discriminante la solidità di bilancio.

Per quanto riguarda infine le valute, va segnalato che l' "effetto Bce" ha spinto l'Euro ai massimi da tre mesi nei confronti del dollaro. Da parte di ANIMA viene con-

fermata la neutralità su yen e dollaro, raccomandando invece cautela sulla sterlina, penalizzata da una gestione deficitaria dell'emergenza sanitaria, dalla crisi economica e dalle trattative ancora complesse sulla Brexit.

Mercati azionari

Europa: la BCE supporta il recupero

Nell'ultimo mese il mercato azionario europeo è stato caratterizzato da un generale apprezzamento, grazie al sostegno delle autorità monetarie e fiscali, e l'outlook resta ancora costruttivo. A livello macroeconomico, gli ultimi dati pubblicati segnalano un'economia in leggera ripresa in Europa: il PMI composite di maggio è risultato migliore delle attese a 30,5 (contro le aspettative di 27) e in deciso miglioramento rispetto ad aprile (13,6). La componente dei servizi, che ha causato il crollo verticale dell'indice in aprile, è rimbalzata a 28,7 (rispetto a 12 del mese scorso). In base alle ultime stime della BCE, il Pil dell'Eurozona è previsto calare dell'8,7% nel 2020, per poi segnare una ripresa del 5,2% nel 2021, e salire del 3,3% nel 2022. Visto il recente rally anche a livello globale degli indici, il posizionamento nel breve periodo viene comunque mantenuto di neutralità.

A livello settoriale, in Europa, la view resta positiva sul settore farmaceutico, uno dei comparti che sta più beneficiando dell'esplosione della pandemia e che potrà essere caratterizzato da un *newsflow* positivo riguardante svariati prodotti. Stesso orientamento per quan-

Grafico 3

Rendimento del Btp 10 anni



Fonte: Elaborazione ANIMA su dati Bloomberg. Dati in percentuale.

to riguarda il settore tecnologico, per l'aumento dello Smart Working, dell'impiego dei software necessari per il collegamento da remoto, protezione di dati sensibili, oltre che per tematiche come i Big data. **Ancora viene mantenuto un sovrappeso sul settore della comunicazione**, sia sulla componente media, sia sulla componente Telecom. Quest'ultimo, in particolare, beneficia dell'aumento del traffico sulle reti fisse e mobili e delle connessioni a Internet, dovuta principalmente all'adozione dello Smart Working. **Visione infine costruttiva sulle materie prime**: per incrementare tatticamente l'esposizione ciclica dei portafogli è stato individuato questo settore, sia in virtù delle valutazioni piuttosto ragionevoli, sia come possibile beneficiario della riapertura delle economie globali e di investimenti infrastrutturali.

Italia: il posizionamento resta neutrale

La profondità della recessione in seguito all'emergenza sanitaria ha comportato una drastica revisione delle priorità aziendali con in primis la tutela della salute dei dipendenti, seguita dalla difesa della stabilità finanziaria con la conseguente revisione/cancellazione di dividendi/buyback. Appare evidente che guardando alle prospettive dei vari settori alcuni risultano penalizzati (finanziario, consumi discrezionali, energetico, industriali), mentre quasi tutti i comparti più difensivi subiscono ricadute più neutrali (Telecom, Utilities) e in alcuni casi addirittura positive (farmaceutico e tecnologico). Nonostante la ripresa della maggior parte delle attività industriali, restano incertezze sulla velocità del recupero, sulla libera circolazione dei cittadini, sul rischio di un ritorno della pandemia e sull'effettiva implementazione delle azioni decise dai *policy maker*. In considerazione dei molti rischi ancora presenti è altamente probabile che la ripresa dei mercati, così come quella dell'economia reale, rimarrà soggetta a vuoti d'aria che richiedono prudenza e tatticismo nella loro gestione. Di qui viene **confermato un approccio cauto in termini di esposizione complessiva del portafoglio**.

USA: indici in continua ripresa

La correlazione dei ritorni giornalieri tra i vari titoli americani all'interno dei diversi settori, che è alta in fasi di shock di mercato, è scesa dall'80% di marzo al 40% di oggi, ma rimane ancora storicamente alta. Tuttavia, il fatto che la correlazione dei ritorni sia ancora alta, accompagnata da spread valutativi elevati per i vari settori, segnala quante opportunità ci siano ancora all'interno del mercato. Le revisioni degli utili continuano ad essere negative soprattutto per i consumi ciclici, industriali ed energetici. **Farmaceutici, tecnologici e beni di pubblica utilità, invece, continuano a sperimenta-**

re revisioni positive degli utili da parte degli analisti. Un ruolo centrale nel supportare la ripresa economica dopo la pandemia continua ad avere in ogni caso la politica monetaria della Fed, la cui prossima riunione si terrà il 10 giugno. **La view resta orientata alla neutralità.**

Emergenti: periodo di consolidamento

La maggior parte dei paesi asiatici, dopo il clou dell'emergenza Coronavirus, ha avviato le riaperture, ma con livelli di successo differenti: se in Korea, Cina, Hong Kong, Taiwan e Vietnam le misure di lockdown sono state allentate con la situazione sotto controllo a livello di casi incrementali, in altri paesi come Singapore, India, Malesia, Indonesia e Philippine restano invece fattori di preoccupazione. La situazione continua a deteriorarsi in Brasile, che sta scalando velocemente la classifica del maggior numero di casi con previsioni di picco solo a giugno. Dopo il recupero dai minimi di fine marzo, grazie agli interventi di politica monetaria e fiscale e all'evolversi in modo positivo della pandemia, i vari mercati stanno attraversando una fase di consolidamento.

Le continue revisioni negative sia a livello micro che macro giustificano ancora un approccio prudente e selettivo.

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.