



Mercati in attesa della ripresa economica

La fase positiva vissuta dalle Borse nei mesi estivi potrebbe essere agli sgoccioli, complici i diversi elementi di incertezza sia sullo scenario macroeconomico che politico. La view sui mercati azionari, se pur costruttiva nel medio termine grazie al supporto di politiche monetarie ancora ultra-espansive, resta neutrale e l'approccio di gestione flessibile. Eventuali correzioni potrebbero essere interpretate come opportunità di acquisto.

Cosa riserverà l'autunno ormai alle porte? Dopo l'inaspettato e brillante mese di agosto, i mercati ora potrebbero prendersi una pausa. Dalla fine del mese di luglio, il team gestionale di ANIMA aveva segnalato la possibilità di una fase di consolidamento/correzione sui mercati azionari, di qui l'adozione di un approccio flessibile. **Nel mese di agosto, in realtà, le asset class rischiose sono poi state supportate dal sentiment costruttivo degli investitori, incoraggiati dalla favorevole combinazione di una serie di aspetti:** in primis il miglioramento della situazione epidemiologica negli Stati Uniti e al contempo i progressi compiuti sul fronte medico/scientifico nella lotta al Covid-19, soprattutto sul fronte della sperimentazione dei vaccini; l'abbondante liquidità

messa a disposizione dalle Banche Centrali, con lo storico cambiamento della cornice istituzionale di politica monetaria da parte della Federal Reserve e l'annuncio di nuovi stimoli fiscali in Europa. Infine, ma non per importanza, le confortanti evidenze che sono arrivate dalla dinamica degli utili aziendali in occasione della stagione di pubblicazione delle trimestrali.

Tuttavia, il rally dei mercati (si veda il **Grafico 1** relativo all'andamento delle azioni nelle diverse aree geografiche), primo fra tutti quello messo a segno dalla Borsa americana, grazie in particolare al traino del comparto dei titoli tecnologici (uno dei settori vincenti nel mondo "post-Covid", contraddistinto da fondamentali solidi) ha poi determinato un'alterazione delle metriche

valutative e l'accumulo di alcuni eccessi, sia sul fronte del posizionamento (acquisti massicci di opzioni hanno alimentato un insolito rialzo sincronizzato di mercati e volatilità), sia a livello del quadro tecnico. Da qui, a inizio settembre, l'ondata di prese di profitto che ha visto protagonisti proprio i titoli che più si erano apprezzati negli ultimi mesi, in primis i cosiddetti "FANG", ovvero i giganti della tecnologia statunitense. Ecco allora che i principali indici azionari sono tornati semplicemente ai livelli di metà agosto, ma lo storno ha evidenziato la vulnerabilità di mercati saliti in modo energico sulla base della sola espansione dei multipli, in contro tendenza con un'economia reale che invece si presenta fortemente colpita dai lockdown in seguito al diffondersi della pandemia di Covid-19.

In questo contesto, il team gestionale di ANIMA ritiene che la fase positiva vissuta nei mesi estivi possa essere agli sgoccioli a causa dei numerosi fattori di incertezza presenti sia sullo scenario macroeconomico che politico. Dopo il rimbalzo del terzo trimestre, infatti, il team Investment Research & Advisory di ANIMA si aspetta un rallentamento della crescita globale, concentrato negli Stati Uniti e in Europa, con rischi al ribasso più consistenti per quest'ultima. La ripresa, infatti, è stata guidata dagli sviluppi sul lato dell'offerta, ma il contributo proveniente dalla domanda interna è stato più debole e principalmente guidato dagli stimoli fiscali e dalle misure di sostegno al mercato del lavoro, che in Area Euro hanno artificiosamente contribuito a conservare quasi invariato il tasso di disoccupazione (+0,4% da gennaio in Area Euro vs +7,5% in USA). I segnali di perdita di momentum stanno aumentando tanto negli Stati Uniti (calo del ritmo di creazione di nuovi posti di lavoro e delle vendite al dettaglio), quanto in Europa (marcata correzione degli indici di fiducia delle imprese operanti nel settore dei servizi). Senza contare che un flusso di dati meno incoraggiante e le difficoltà di approvazione del quarto pacchetto di aiuti al Congresso non saranno gli unici elementi a pesare sul sentiment degli investitori, alla luce del fatto che mancano ormai meno di due mesi alle elezioni presidenziali negli Stati Uniti (il livello di incertezza resta elevato, stante l'assottigliamento del vantaggio di Biden) e il rischio di una ricaduta del virus nella stagione fredda. A proposito l'aumento dei contagi in Europa non desta oggi particolari preoccupazioni, ma non è detto che la situazione possa cambiare in autunno, con l'influenza stagionale a complicare il tutto.

Pertanto, questo contesto suggerisce di mantenere una view neutrale sui mercati azionari e un approccio

flessibile, declinato ad oggi con un posizionamento più prudente. Eventuali fasi di debolezza sarebbero interpretate come opportunità di acquisto: il giudizio di medio termine resta infatti costruttivo, visto il supporto derivante da politiche economiche ultra-espansive, la prospettiva di consolidamento della ripresa (la fiducia degli investitori potrebbe aumentare dopo l'approvazione di un vaccino) e i potenziali flussi derivanti da un riposizionamento strategico degli investitori istituzionali. Le scelte settoriali restano comunque una leva cruciale di generazione di valore, vista la dispersione fra le performance registrate: in particolare, in generale, continuiamo a privilegiare i cosiddetti "Covid-winners" (ovvero salute e tecnologia), ma il sottopeso sui settori ciclici è stato selettivamente ridotto, considerata l'ampia sotto-performance accumulata e il rischio di violente rotazioni.

Grafico 1

Andamento delle azioni nelle diverse aree geografiche



Fonte: Elaborazioni ANIMA su dati Bloomberg. Dati al 09/09/2020.

Mercati obbligazionari e valute La view sul dollaro tatticamente neutrale

Per quanto riguarda i mercati obbligazionari, le aspettative di ritorno e la volatilità prospettica sul comparto dei governativi core restano basse e la view si conferma neutrale. Lo scenario più probabile è che la fase di consolidamento dei rendimenti governativi si estenda ed è opportuno impostare strategie volte a sfruttare il trading-range. Stessa indicazione per il credito Investment Grade, che beneficia del supporto della BCE e della prospettiva di un'offerta netta negativa, ma offre

poche opportunità sul piano valutativo. **Cautela sugli High Yield, che potrebbero soffrire per l'aumento della volatilità sulle asset class rischiose.** Per quanto riguarda, in particolare, **i titoli di stato italiani, il sovrappeso è stato ridotto al raggiungimento del target sul differenziale BTP-Bund a dieci anni in area 150 punti base;** una ulteriore discesa a 130 punti base consentirebbe di ricondurre le posizioni alla neutralità. Al contrario, eventuali fasi di volatilità indotte dagli sviluppi politici saranno considerate opportunità di acquisto.

Sul fronte dei mercati valutari, il giudizio sul dollaro resta strategicamente negativo, ma diventa tatticamente neutrale per la portata dell'apprezzamento recente (si veda il **Grafico 2**), che si è verificato soprattutto per effetto del cambiamento di rotta della Fed, il posizionamento sbilanciato degli investitori e il freno rappresentato dagli interventi verbali della BCE.

In particolare, per quanto riguarda la Fed, **l'intervento del Presidente Powell, in occasione del tradizionale simposio di Jackson Hole, è stato fondamentale**, in quanto sono state delineate le revisioni alla cornice istituzionale della sua politica monetaria. Queste comprendono l'adozione di un sistema di "Flexible Average Inflation Targeting", ovvero di fatto la Fed rinuncia al target puntuale di inflazione del 2% e preferisce (per meglio ancorare le aspettative di inflazione) "una media nel tempo" intorno a questo livello. Pertanto è prevista la possibilità di tollerare modesti rialzi (*overshooting*) dell'inflazione oltre il 2% per compensare fasi prolungate di bassa crescita dei prezzi. In aggiunta, la Fed ha rivisto il proprio mandato relativamente all'obiettivo di piena occupazione: la politica monetaria sarà funzione del deficit di occupazione (*shortfall*) rispetto al suo livello massimo e non più delle deviazioni (al rialzo o al ribasso) rispetto a quel target. In pratica la Fed non reagirà alla discesa del tasso di disoccupazione con aumenti dei tassi, a meno che non si generino pressioni inflazionistiche preoccupanti. Pertanto, le decisioni prese dalla banca centrale aprono la strada ad una fase ulteriore di politiche ultra-accomodanti, che tuttavia non saranno necessariamente reflattive: per via di numerosi fattori strutturali, a nostro avviso, le pressioni sui prezzi sono destinate a rimanere contenute. Sul fronte dei cambi, infine, viene confermata la view negativa sulla sterlina, per via dell'incertezza su Brexit.

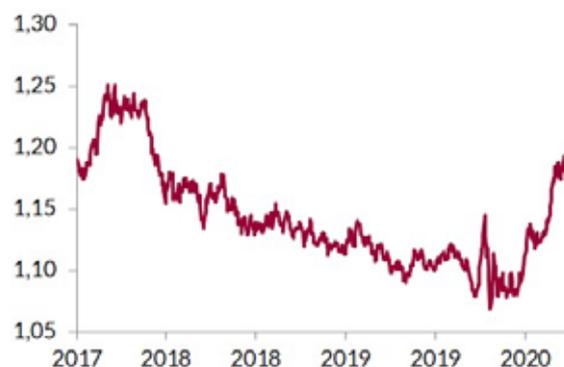
Mercati azionari

Europa: view ancora positiva in termini relativi
Per le borse europee il mese di agosto è stato un mese decisamente positivo. Il rialzo è stato guidato dai set-

tori della tecnologia e dei servizi di comunicazione, che pertanto hanno confermato la loro leadership; ma sono emersi anche tentativi di recupero dei settori più ciclici (industriali, consumi discrezionali, materie prime, energia), se pur poi frenato dall'aumento dei contagi di Covid-19 e dal deludente flusso di dati macro riguardanti sia la fiducia delle imprese sia la dinamica dei consumi. **L'Area Euro condivide, infatti, con gli Stati Uniti la prospettiva di un rallentamento della crescita nella parte finale dell'anno: il team Investment Research & Advisory di Anima si aspetta una contrazione del PIL nell'ordine del 7,5% nel 2020, con tassi di crescita rispettivamente del -12,1%, +9% e +3% nel secondo, terzo e quarto trimestre.** Il flusso di dati più recente del resto non è stato rassicurante: gli indici di fiducia delle imprese operanti nel settore dei servizi (ovvero circa il 60% dell'economia europea) sono scesi in modo marcato e alcuni dati a più alta frequenza lanciano segnali di allarme anche per la dinamica del settore manifatturiero. In questo contesto, **la BCE ha confermato nel meeting di settembre la necessità di mantenere un ampio stimolo monetario, pur non apportando alcuna modifica alle misure di politica monetaria.** Da una parte, la banca centrale riconosce che l'andamento della crescita presenta rischi al ribasso e che il rafforzamento del cambio determina pressioni al ribasso sull'inflazione. Ma d'altra parte ritiene che il rimbalzo della crescita del

Grafico 2

Andamento cambio Euro/Dollaro



Fonte: Elaborazioni ANIMA su dati Bloomberg. Dati al 09/09/2020.

terzo trimestre abbia consentito di evitare gli scenari più negativi per il 2020 e che per ora sia sufficiente monitorare i segnali di rallentamento in atto e gli sviluppi sul tasso di cambio prima di prendere ulteriori provvedimenti.

Il perdurante supporto delle autorità monetarie e fiscali, valutazioni interessanti e la prospettiva di un'accelerazione del ciclo economico nel medio periodo giustificano il mantenimento di un posizionamento costruttivo sul mercato azionario europeo.

A livello settoriale, nei fondi sul mercato azionario europeo è mantenuta l'esposizione su utilities (che tuttavia hanno dato un contributo negativo alla performance nell'ultimo mese), industriali, favoriti dagli incentivi statali al rinnovo e all'efficienza energetica degli edifici, tecnologia, materie prime. Anche sui fondi azionari Italia, l'investimento è orientato ai settori sostenuti da tematiche strutturali - privilegiando però non un approccio tematico, ma fondato sullo stock picking -, mentre prosegue la cautela su industriali e consumi discrezionali (in particolare il comparto del lusso).

Usa: storica svolta della Fed

Nel mese di agosto il mercato azionario americano ha guidato il rialzo delle altre piazze, basti pensare che l'indice S&P500 ha chiuso il miglior mese di agosto dal 1986. Per quanto riguarda gli Stati Uniti, i dati pubblicati nelle ultime settimane confermano la solidità del recupero in atto, ma i segnali di perdita di momentum si stanno accumulando e rendono cruciali le decisioni del Governo circa l'estensione degli stimoli fiscali. Significative, in quest'ottica, le dinamiche sul mercato del lavoro: il numero di nuovi posti di lavoro creati è drasticamente calato (1,3 milioni ad agosto e 1,7 milioni a luglio, dopo i 4,1 e 5,4 milioni rispettivamente di maggio e giugno), la percentuale di lavoratori che si dichiara solo temporaneamente senza occupazione si è quasi dimezzata, mentre la quota dei disoccupati non temporanei sta aumentando: **l'economia statunitense continuerà a creare posti di lavoro, ma ad un ritmo sempre più debole, fino a stabilizzarsi su livelli del tasso di disoccupazione di lungo periodo ben superiori rispetto al passato** (come da attese della Fed). Anche l'analisi dei dati mensili sulle vendite al dettaglio evidenzia chiari segnali di rallentamento, di pari passo con il riassorbimento dello stimolo fiscale. Gli aiuti pubblici hanno sostenuto il reddito personale (in crescita del 4% rispetto ai livelli di febbraio) e consentito alle vendite al dettaglio di recuperare i livelli pre-crisi, ma il futuro è più incerto. Nel complesso, il team Investment Research & Advisory di ANIMA si attende un calo del PIL reale del 5,5% nel 2020, con tassi di crescita trimestrali annualizzati di

-32,9% nel secondo trimestre, +20% nel terzo e +4% nel quarto. Come già anticipato fondamentale è stato l'intervento del Presidente della Fed Powell al simposio di Jackson Hole. **L'inflazione si è attestata su livelli sistematicamente inferiori al target di lungo periodo del 2%** (si veda il **Grafico 3**), complici le pressioni ribassiste strutturali che si sono consolidate su scala globale. Da qui la necessità di una revisione della cornice di riferimento della politica monetaria. Per approfondire si può leggere il relativo post nel "Blog della gestione". Nei fondi che puntano sul mercato USA, permane una preferenza per i settori "growth", ma i portafogli non sono investiti in quei titoli con valutazioni divenute estreme, risultando pertanto meno esposti a possibili fasi di rotazione settoriale. **Alla luce dei timori evidenziati per l'economia e dell'incertezza per le elezioni presidenziali, la view sul mercato azionario americano viene mantenuta neutrale.**

Grafico 3

Inflazione Stati Uniti



Fonte: Elaborazioni ANIMA su dati Bloomberg.

Borse emergenti: il giudizio torna costruttivo

La Cina, la principale economia emergente, continua ad essere l'unico paese sistemico su cui il team Investment Research & Advisory di ANIMA si aspetta una crescita in accelerazione su base sequenziale per tutto il 2020. La crescita, in particolare, è guidata dagli investimenti infrastrutturali ed immobiliari grazie al sostegno del governo e dal contributo delle esportazioni. Questo perché al contrario di altri paesi si è preferito puntare su quei settori che storicamente sono stati maggiormente in grado di riaccendere velocemente il motore della ripresa. La spesa per consumi invece mostra segnali di ripresa più modesti e proprio per questo le prossime iniziative del governo dovrebbero concentrarsi sul lato consumi e domanda interna, andando a favorire quella fasce di

popolazione a basso/medio reddito, incoraggiando quei settori che sono cari al presidente Xi Jinping, ovvero quelli legati all'innovazione tecnologica. Guardare ad aziende micro se non individuali avrebbe poi il pregio di stabilizzare il mercato del lavoro e creare nuovi posti che è il maggior problema post pandemia. Per questo motivo settori come consumi domestici, internet, servizi di comunicazione ed anche assicurazione dovrebbero essere favoriti nei prossimi 12 mesi.

Più in generale nel processo di riapertura delle diverse economie è significativo che alla Cina si siano uniti altri paesi importanti nell'universo emergente come Corea e Taiwan. Il supporto della politica fiscale, anche se inferiore rispetto a quello dei paesi avanzati, è comunque presente ed ad esso si affianca quello della politica monetaria. **Più indietro nel processo di recupero paesi come India o Brasile visto le maggiori difficoltà incontrate nel fronteggiare la pandemia.**

Quadro generale di tassi estremamente bassi, liquidità abbondante e spesa fiscale generosa rimangono a supporto dei mercati finanziari aiutati anche dalla possibilità di un vaccino più o meno vicino in grado di garantire un recupero dell'attività economica più sicuro. In particolare, per quanto riguarda le prospettive delle borse emergenti, va tenuto presente che la componente deflussi si è definitivamente stabilizzata e la debolezza del dollaro, seppur non contro tutte le divise emergenti, rappresenta un driver dominante di medio termine nei confronti di questa asset class. Inoltre, la conferma della Fed che la politica monetaria rimarrà fortemente accomodante nei prossimi quarti, lasciando sotto pressione il dollaro e sostenendo il recupero economico a livello globale, giocano a favore delle economie più orientate alla crescita ed al commercio, come l'Asia. Un ulteriore elemento favorevole è la possibile forza del renminbi. La politica monetaria della banca centrale cinese (Pboc) appare oggi infatti la più ortodossa rispetto a quella di Fed o Ecb: "non intendono inondare il sistema di liquidità ed ancora meno perseguire monetizzazione del deficit o tassi negativi".

Pertanto, ritenendo il team gestionale di Anima che i paesi emergenti dell'area asiatica dovrebbero essere favoriti - beneficiando dell'accelerazione ciclica, dell'indebolimento del dollaro e, in caso di vittoria di Biden, di un atteggiamento meno conflittuale e imprevedibile sul fronte delle guerre commerciali - il posizionamento diventa positivo.

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.