



## Mercati in guardia

Dopo il rialzo straordinario degli ultimi mesi gli investitori ora si interrogano sui molti fattori di incertezza da qui a fine anno. Il team gestionale di ANIMA ritiene che la volatilità proseguirà nelle prossime settimane, ma che al contempo possa creare le condizioni per un incremento dell'esposizione azionaria nei portafogli, forte di un giudizio costruttivo sull'asset class nel medio termine.

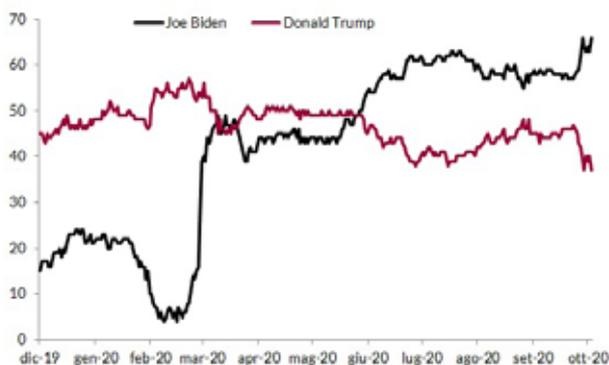
**Con un po' di ritardo, ma alla fine la correzione che ci aspettavamo è arrivata all'inizio del mese di settembre e la volatilità ora sembra destinata a proseguire. L'avvicinarsi delle elezioni presidenziali negli Stati Uniti, insieme alla conferma di un probabile rallentamento della crescita globale nell'ultimo trimestre di quest'anno, e ai rinnovati timori per l'evoluzione dell'epidemia di Covid-19, stanno facendo preoccupare gli investitori e di conseguenza i mercati hanno cominciato a prezzare i rischi all'orizzonte.** Manca del resto, ormai, meno di un mese all'importante appuntamento elettorale del 3 novembre e ad essere decisive sono storicamente le ultime settimane di campagna elettorale, durante le quali gli equilibri possono vedere cambiamenti re-

pentini e le indicazioni dei sondaggi vanno interpretate con molta cautela (si veda a proposito il **Grafico 1**). Allo stato attuale Joe Biden, l'avversario democratico di Trump, sembra in evidente vantaggio, anche dopo il primo confronto televisivo tra i due candidati, da cui secondo gli analisti sarebbe uscito vincente. **Lo scenario più costruttivo per l'economia e per i mercati potrebbe essere rappresentato da una vittoria di Biden con passaggio del Senato ai Democratici:** potrebbe infatti essere così approvato mediante ordini esecutivi un pacchetto di stimoli da 2,0-2,5 trilioni di dollari, che darebbe un forte impulso alla crescita. Ma gli investitori potrebbero accogliere positivamente anche una rielezione di Trump con conferma dello status-quo al Congresso

(Camera democratica e Senato repubblicano): sarebbero comunque adottate misure di politica fiscale espansiva, ma di ammontare più modesto (1,5 trilioni di dollari). Un mandato più debole per il nuovo Presidente (vittoria di Biden con Senato che resta repubblicano o vittoria di Trump con Senato che passa ai democratici) potrebbe invece tradursi in un rallentamento della crescita rispetto al quarto trimestre 2020. **L'esito indubbiamente più temuto dai mercati è quello di un verdetto contestato** che rischierebbe di provocare una lieve contrazione del PIL nei primi mesi del 2021. Nel caso, infatti, il margine tra i due candidati fosse modesto, il candidato perdente potrebbe rifiutarsi di accettare il risultato elettorale e chiedere un ricalcolo dei voti, provocando una crisi istituzionale. Trump ha già dichiarato che questa è una concreta possibilità, soprattutto alla luce dell'ampio ricorso al voto "per posta" che, a suo parere, espone ad un alto rischio di raggiri e irregolarità.

## Grafico 1

Probabilità di vittoria alle presidenziali USA 2020 (quotazioni scommettitori)



Fonte: Elaborazioni ANIMA su dati PredictIt.

A questo quadro già poco chiaro, **negli ultimi giorni si è aggiunta la notizia della positività al Coronavirus di Trump**, della moglie e di parte del suo staff; ad oggi questa situazione sembra non aver modificato più di tanto gli equilibri tra i due candidati, ma sarà importante monitorare l'andamento dei sondaggi nei prossimi giorni per valutare eventuali conseguenze. **È importante tenere presente che la composizione del Congresso sarà fondamentale per l'approvazione dell'agenda politica del Presidente nel medio termine**: maggioranze diverse nei due rami del Parlamento potrebbero limitare in modo sensibile i margini di manovra in ambiti rilevanti, fra cui il sistema fiscale e la sanità.

Sul fronte economico globale, il flusso di dati più recente ha confermato lo scenario elaborato dal team di Investment Research & Advisory di ANIMA che vede **un rallentamento nell'ultimo trimestre dell'anno**, se pur con grandi differenze tra le diverse aree geografiche, in larga parte dovute ai divergenti sviluppi sul fronte della domanda interna. **In particolare, in Cina la ripresa continua ad accelerare**, con i consumi che si sono aggiunti ai driver di espansione; negli Stati Uniti la crescita è destinata a perdere intensità per via dell'atteggiamento cauto dei consumatori (si veda a pag. 3 il **Grafico 2**) in mancanza di nuovi stimoli fiscali (su cui il Congresso non ha ancora raggiunto un'intesa); in Area Euro, infine, la fiducia dei consumatori e delle imprese nel settore dei servizi non offrono segnali incoraggianti, appesantite dalla nuova diffusione della pandemia e dai dubbi sull'entità degli interventi governativi a supporto del mercato del lavoro nel 2021. Per quanto riguarda l'inflazione, le pressioni restano ancora contenute ed è difficile che possano intensificarsi nel breve periodo.

**Con riferimento all'emergenza sanitaria, aumentano i timori per la seconda ondata di contagi di Coronavirus, in particolare in Europa e Stati Uniti, ma nel contempo l'obiettivo di un vaccino appare oggi sempre più vicino e concreto.**

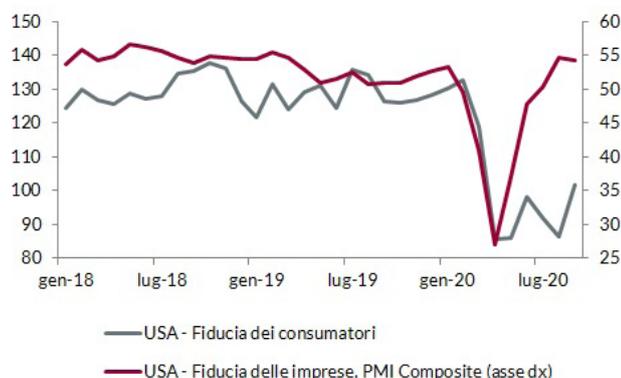
In questo contesto, le Banche centrali continuano a rappresentare una garanzia, proseguendo con politiche monetarie molto espansive e di grande supporto. In particolare, la Federal Reserve americana non potrebbe essere più accomodante: la magica combinazione identificata come condizione necessaria per un aumento dei tassi (tasso di disoccupazione inferiore al 4,1% e inflazione sopra il 2%) si è verificata solo in tre occasioni negli ultimi 60 anni, e solo una volta per un periodo relativamente prolungato. Invece, per quanto riguarda la BCE (la prossima riunione è fissata per il 29 ottobre) riteniamo probabile la decisione di rafforzare il programma introdotto per l'emergenza sanitaria (*Pandemic Emergency Purchase Programme*), a dicembre o al più tardi a marzo 2021.

Per queste ragioni, **il team gestionale di ANIMA ritiene che l'attuale fase di volatilità possa proseguire nelle prossime settimane, ma fasi di debolezza offrirebbero l'opportunità di aumentare l'esposizione azionaria nei portafogli. Il giudizio sull'asset class resta dunque neutrale con approccio flessibile, e l'intenzione è di cogliere le opportunità di acquisto che si stanno delineando**: lo scenario di medio termine, infatti, è costruttivo, grazie al supporto di politiche economiche ultra-espansive, alla prospettiva di approvazione di un vaccino

ed alla maggiore appetibilità dell'asset class in un contesto di tassi estremamente compressi. Rinnoviamo la preferenza strategica per l'Europa e i paesi emergenti a livello di aree geografiche, ma a **fare la differenza in termini di valore continuano ad essere le scelte di allocazione settoriale**: i settori sostenuti da trend di crescita strutturale (salute e tecnologia) rimangono i preferiti, mentre un orientamento più costruttivo sui settori ciclici sarà funzione dell'esito elettorale in USA e degli sviluppi relativi alla pandemia.

## Grafico 2

Divergenza tra fiducia delle imprese e dei consumatori in USA



Fonte: Elaborazione ANIMA su dati Bloomberg.

## Mercati obbligazionari e valute View neutrale sui titoli corporate IG

Se sui mercati azionari gli indici di volatilità sono tornati su livelli elevati, sulle asset class obbligazionarie hanno raggiunto nuovi minimi storici, complice l'azione delle Banche Centrali. Lo scenario più probabile è che la fase di consolidamento si estenda; di qui la scelta di impostare strategie volte a sfruttare il *trading-range*. Guardando ai singoli comparti, per quanto riguarda le obbligazioni governative e corporate IG in euro (che rientrano nello stesso programma di acquisti della Banca Centrale Europea), il giudizio rimane neutrale.

Neutralità anche sui titoli di stato italiani, che mantengono un'intonazione positiva grazie all'esito della consultazione elettorale, che ha allontanato la possibilità di una crisi di governo. Da mesi ormai, lo spread fra Btp e Bund non fa più notizia: il differenziale tra il rendimento del Btp a 10 anni e il Bund tedesco di pari durata è molto lontano dai picchi raggiunti nel mese di

aprile/maggio quando, a causa dell'emergenza coronavirus, salì fino a quota 230 punti; oggi si muove in area 130/140 punti, ed è arrivato a sfiorare negli ultimi giorni 125 punti base. Anche il rendimento è sceso toccando i minimi di sempre sotto quota 0,8 per cento (si veda sotto il **Grafico 3**). A questi livelli, si ritiene che il potenziale di ulteriore restringimento sia limitato e non sufficiente a giustificare un cambio di view.

**Cautela sui corporate High Yield, la cui debolezza potrebbe proseguire in concomitanza con la volatilità sui mercati azionari.** In merito ai mercati valutari, **pur mantenendo un giudizio strategicamente negativo sul dollaro, confermiamo un orientamento più costruttivo nel breve periodo, visto il favore di cui gode nelle fasi di avversione al rischio.** Il difficile dialogo tra Regno Unito e UE sulla questione Brexit giustifica **il giudizio negativo sulla sterlina.** Il periodo di transizione termina il 31 dicembre, ma la deadline per trovare un accordo su Brexit è più vicina, visti i tempi necessari per l'approvazione parlamentare; il Presidente Britannico Johnson, peraltro, ha riferito che se non si dovesse raggiungere l'accordo commerciale entro il 15 ottobre, si procederà con il "no deal".

## Grafico 3

BTP decennale: rendimento ai minimi storici



Fonte: Elaborazione ANIMA su dati Bloomberg.

## Mercati azionari

### Europa: costruttivi nonostante la volatilità

**Il mercato azionario europeo ha chiuso il mese di settembre in negativo, pur sovraperformando gli indici statunitensi.** I fattori che hanno influito negativamente sul sentiment degli investitori sono molteplici: un aumento generalizzato del numero di casi di Covid-19, l'incertezza connessa alle elezioni americane, l'assenza di ulteriori misure di stimolo sul fronte della politica monetaria e, infine, l'attesa di un nuovo pacchetto fiscale da parte degli Stati Uniti che tarda ad arrivare. **In questo scenario si ritiene che nel breve termine il mercato possa rimanere volatile ma nel medio termine il giudizio resta costruttivo.** A livello settoriale, nei fondi specializzati sul mercato azionario europeo è **mantenuta l'esposizione alle utilities (il settore sarà supportato dagli investimenti necessari per raggiungere i target di riduzione delle emissioni di CO2, spinti dall'UE su livelli ancora più ambiziosi) ed alla tecnologia**, mentre si è preso profitto su industriali e materie prime, in attesa di un punto di ingresso fornito dall'attuale correzione. **Nei fondi globali, alla luce di un contesto dominato ancora dall'incertezza, si mantiene il sovrappeso su tecnologia ed healthcare e le fasi di correzione sono sfruttate per cercare titoli con valutazioni appetibili all'interno di questi settori**, piuttosto che per aumentare l'esposizione ai comparti più ciclici del mercato. **Confermato il sottopeso sui finanziari per via di fondamentali strutturalmente deboli. Cautela sul comparto energetico**, la cui direzione dipenderà dall'esito delle elezioni in America (una vittoria di Biden avrebbe un impatto negativo, con i democratici fortemente orientati verso politiche "green").

### Usa: preferenza per i settori legati alla crescita

Per quanto riguarda la politica fiscale americana, tra luglio e agosto sembrava quasi raggiunta l'intesa per un pacchetto di ammontare compreso tra 1,5 e 1,8 miliardi di euro, ma la distanza tra Democratici e Repubblicani su alcuni punti specifici (dimensione del piano, aiuti agli stati) non ne aveva reso possibile l'approvazione. Sebbene i contatti tra le parti non siano stati completamente interrotti, un'intesa prima del voto di novembre è molto improbabile.

**Nei fondi focalizzati sul mercato azionario americano permane una preferenza per i settori "growth",** ma sono stati ridotti alcuni dei maggiori sovrappesi all'interno della tecnologia ed è stato aumentato il peso dei consumi non ciclici al fine di potenziare la componente difensiva del portafoglio. **La view resta neutrale.**

### Italia: portafogli qualificati per trend tematici

Il risultato della consultazione elettorale in Italia ha senz'altro ridotto la probabilità di elezioni anticipate e più in generale il rischio politico. **Nel corso delle ultime settimane si è cercato di "caratterizzare" maggiormente i portafogli cercando di posizionarli per affrontare uno scenario volatile** e che vedrà significativi cambiamenti nei comportamenti delle persone. **La riqualificazione dei portafogli ha portato ad individuare alcuni trend tematici di lungo periodo:** 1) sviluppo di infrastrutture "green", soluzioni alternative di mobilità, economia circolare ed efficienza energetica; 2) spinta alla transizione digitale, infrastrutture tecnologiche; 3) Promozione di investimenti nella formazione e nei servizi sanitari. L'appartenenza a queste tematiche, che si ritiene beneficeranno dei flussi ESG, induce ad accettare valutazioni anche piuttosto piene. **Per effetto di queste scelte, sui fondi azionari Italia si mantiene la preferenza per i settori legati a trend strutturali di crescita:** utilities, telecomunicazioni, tecnologia e farmaceutico, mentre prosegue la cautela sui titoli industriali (con attese di ricapitalizzazione per le società più deboli) e dei consumi discrezionali (impattati dal calo del turismo e più in generale dalla minore mobilità delle persone). L'attuale contesto rende molto incerte le stime e difficilmente il mercato potrà estendere la corsa di questi mesi, in assenza di maggiori evidenze sulla velocità della ripresa e sull'evoluzione della pandemia; si ritiene più probabile un movimento di consolidamento. **Il giudizio sul mercato azionario domestico, pertanto, è neutrale.**

### Borse emergenti: view ancora positiva

**Secondo il team di Investment Research & Advisory di ANIMA, la Cina, la principale economia "emergente", si trova in una posizione di vantaggio rispetto alle altre economie sistemiche, dal punto di vista delle prospettive di crescita.** I dati cinesi, infatti, hanno offerto segnali molto incoraggianti. Il motore finora inceppato nell'economia del paese, la spesa delle famiglie, sembra ripartito: in agosto le vendite al dettaglio sono state più forti del previsto e hanno registrato il primo incremento su base annua dalla crisi pandemica, complici il miglioramento pur marginale delle condizioni sul mercato del lavoro e l'aumento della fiducia dei consumatori. Gli sviluppi costruttivi a livello della domanda interna si sommano a quelli positivi già emersi nei mesi scorsi sul fronte dell'export e degli investimenti infrastrutturali, immobiliari e, più di recente, anche produttivi. La ripresa è destinata ad allargarsi e consolidarsi e i rischi rispetto allo scenario base sono orientati al rialzo.

**A giocare a favore della borsa cinese anche la possibile forza del renminbi.** La politica monetaria della banca centrale cinese (Pboc) appare oggi più ortodossa rispetto a quella di Fed o BCE: “non intendono inondare il sistema di liquidità ed ancora meno perseguire monetizzazione del deficit o tassi negativi”. **Tuttavia, l'esito incerto delle elezioni americane e l'estensione delle aree di lockdown su scala globale sono fattori di rischio e di potenziale aumento della volatilità, che rischiano di far morire sul nascere o posticipare una possibile rotazione verso settori “value”;** per il momento, si ritiene opportuno concentrarsi su **temi d'investimento che rimangono più isolati dal puro esito elettorale.**

Considerata **la preferenza strategica del team gestionale di ANIMA per i paesi emergenti dell'area asiatica** (che dovrebbero beneficiare dell'accelerazione ciclica e potenzialmente di un atteggiamento meno conflittuale e imprevedibile da parte di Biden sul fronte delle guerre commerciali), **il posizionamento viene mantenuto 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.*