



Obiettivo: guardare oltre

L'attesa per le elezioni americane e l'evoluzione della pandemia a livello globale hanno determinato un aumento della volatilità e la perdita di direzionalità dei mercati a cui si è assistito da inizio settembre. Ma, superato l'appuntamento elettorale, il team gestionale di ANIMA ritiene che le fasi di debolezza dei mercati azionari possano comunque offrire delle opportunità di acquisto.

I mercati cercano di guardare in avanti. Oltre la recrudescenza del virus prima di tutto, ma anche oltre i numerosi fattori di incertezza che minacciano lo scenario macroeconomico e politico. In particolare gli investitori sono in attesa dei risultati di **due eventi fondamentali**, due autentici *game changer*, che segneranno le prossime settimane: l'esito definitivo delle elezioni presidenziali americane del 3 novembre e la messa a punto di un vaccino per porre un freno decisivo alla diffusione dell'epidemia di Coronavirus.

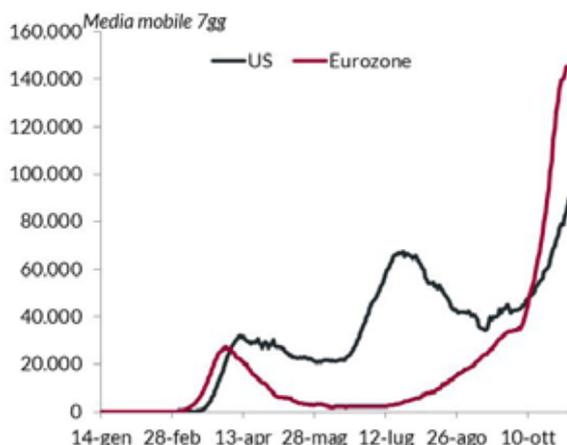
Per quanto riguarda le elezioni americane, con il procedere delle operazioni di spoglio e lo scrutinio di un numero crescente di voti veicolati via posta,

opzione questa più utilizzata dagli elettori Democratici, le quotazioni di Biden sono progressivamente aumentate e la sua vittoria appare ormai sempre più probabile (ndr quando scriviamo è il 6 novembre), con conferma della maggioranza repubblicana al Senato (per quanto di misura). **In ogni caso, il team gestionale di ANIMA ritiene che chi vincerà le elezioni sarà comunque costretto ad annunciare uno stimolo fiscale che aiuti a sostenere la ripresa già nel prossimo trimestre.** Da alcuni mesi, infatti, l'economia americana mostra chiari segni di rallentamento, senza contare che la situazione sembra essere destinata a peggiorare. Per approfondire il tema si legga anche il Post, pubblicato nel "Blog della Gestione" di ANIMA, a cura di Fabio Fois, Responsabile

Investment Research & Advisory. Del resto, il flusso di dati pubblicato recentemente ha confermato lo scenario delineato dal team Investment Research & Advisory di ANIMA, ovvero **un rallentamento della crescita globale nel IV trimestre, ma con significative differenze fra le aree sistemiche**. Due le bipartizioni che si possono delineare: la prima fra Cina e Stati Uniti/Eurozona, con il colosso asiatico che presenta tassi di crescita in accelerazione su base sequenziale e le altre aree che registrano un indebolimento della ripresa; la seconda fra Stati Uniti ed Eurozona, con quest'ultima soggetta ai rischi al ribasso più significativi. In Area Euro, infatti, l'attività economica sta rallentando molto velocemente e una contrazione del PIL nel quarto trimestre è molto probabile, con tassi di crescita del -2%/-3%.

Grafico 1

Nuovi casi diagnosticati su base giornaliera



Fonte: European Centre for Disease Prevention and Control, Bloomberg, ANIMA Research

Un impatto sui servizi a causa delle restrizioni per la pandemia sarà inevitabile e gli indicatori di fiducia delle imprese lo stanno anticipando, con un ritracciamento importante (-2,5 punti l'ultima variazione mensile). **Le pressioni sui prezzi intanto restano contenute su scala globale**, con i dati che evidenziano una marcata decelerazione dell'inflazione *core* sia in Cina che in Area Euro.

Per quanto riguarda, invece, il fronte dei vaccini, il mese di novembre dovrebbe essere cruciale per raggiungere i primi risultati importanti in termini di sperimentazione e sicurezza (Pfizer e Moderna dovrebbero pubblicare i primi risultati entro metà novembre). E questi sviluppi potrebbero aumentare la fiducia degli investitori nella prospettiva di una normalizzazione dell'attività economica e radicare una mentalità più reflazionistica. Tut-

tavia, di contro allo stato attuale, **in primo piano resta l'evoluzione molto rapida della pandemia di Covid-19, con il numero di nuovi casi diagnosticati su base giornaliera in crescita esponenziale in Europa così come negli Stati Uniti** (come mostra il **Grafico 1** a sinistra). I trend a livello di fatalità non sono allarmanti (complici l'abbassamento dell'età media dei contagiati, una miglior protezione delle fasce a rischio e la maggiore efficacia delle terapie), ma negli ultimi giorni sono decisamente aumentate le pressioni sui sistemi sanitari e di conseguenza seguire i protocolli di *testing* e tracciamento è diventato molto difficile e in alcune aree sono stati raggiunti nuovamente livelli di guardia nella quota di terapie intensive occupate. Diversi Governi, in modo incrementale, in base all'andamento dell'epidemia, hanno reintrodotti restrizioni: Francia e Germania hanno annunciato un lockdown nazionale di quattro settimane, mentre coprifuochi e chiusure regionali sono la norma nel resto d'Europa. Anche in Italia l'ultimo Dpcm del 3 novembre ha definito alcune Regioni come zone "rosse" per gli elevati livelli di contagio, inserendo ulteriori limitazioni nella vita delle persone e di molte attività economiche fino alla scadenza del 3 dicembre. **Missione comune di tutte queste misure, ancora una volta, ridurre i contagi**. Al momento, le limitazioni previste per la mobilità e le attività produttive non rappresentano un vero e proprio lockdown come quanto disposto in primavera, tuttavia **un impatto negativo sulla crescita sarà inevitabile**.

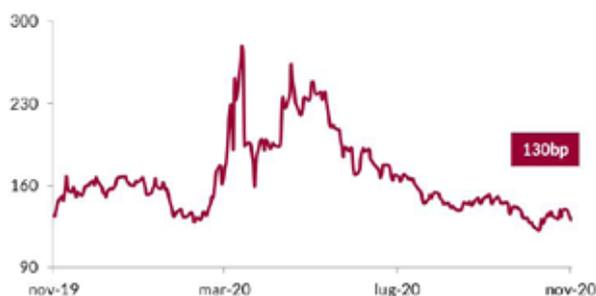
Inoltre, il sentiment degli investitori potrebbe essere supportato dal raggiungimento di un accordo fra Regno Unito ed Unione Europea su Brexit, senza dimenticare **il fondamentale potenziamento del supporto della politica monetaria**. A proposito, in occasione dell'ultimo meeting del 29 ottobre, con l'inflazione *core* ai minimi storici (0,2% a settembre) e la ripresa sempre più debole, la BCE si è infatti impegnata ad intervenire in modo incisivo già a dicembre, per contrastare le ulteriori minacce all'economia reale a causa della recrudescenza della pandemia. Il team Investment Research e Advisory di ANIMA si aspetta **un potenziamento degli stimoli**: l'orizzonte temporale del PEPP potrebbe essere esteso di sei mesi, ovvero da giugno fino a dicembre 2021, con un aumento anche della dotazione complessiva del programma di circa 500 miliardi di euro.

Anche la Fed ha adottato un orientamento estremamente accomodante con l'annuncio dell'*Average Inflation Targeting* e ha anticipato una lunga fase di tassi a zero attraverso le stime periodiche sull'andamento di economia e tassi, mantenendo la flessibilità necessaria per fronteggiare scenari alternativi.

In questo contesto, considerando che l'incertezza elettorale potrebbe essere presto alle spalle e alla luce della reazione incoraggiante delle Borse alla probabile vittoria di Biden, **la view del team gestionale di ANIMA sui mercati azionari da neutrale diventa positiva, pur mantenendo un approccio ancora flessibile, che si traduce nella ricerca di opportunità di acquisto** nelle possibili fasi di debolezza. L'allocazione geografica privilegia Europa, Paesi Emergenti dell'area asiatica e ora anche Stati Uniti, mentre **a livello settoriale prosegue gradualmente il processo di ribilanciamento dei portafogli finalizzato ad aumentarne la resilienza in uno scenario di rotazione settoriale/di stile**: al sovrappeso sui settori agganciati a trend di crescita secolari accelerati dalla pandemia (tecnologia su scala globale e utilities in Europa) si affianca una riduzione/eliminazione del sottopeso sui comparti più penalizzati dalla crisi e che hanno maggiore upside dal punto di vista del miglioramento dei fondamentali (industriali e materie prime).

Grafico 2

Spread BTP/Bund 10 anni (punti base)



Fonte: Elaborazione ANIMA su dati Bloomberg.

Mercati obbligazionari e valute

Giudizio sul dollaro strategicamente negativo

Per quanto riguarda **le obbligazioni governative ci si aspetta che la fase di consolidamento prosegua**, coerentemente con gli obiettivi delle Banche Centrali e **rimaniamo orientati a implementare strategie volte a sfruttare il trading range**. Il Bund si è spinto nella parte bassa del canale e un modesto sottopeso è giustificato. **La view sui BTP è neutrale** (a proposito dello spread BTP/Bund si veda il **Grafico 2**), ma manteniamo un bias costruttivo alla luce: della protezione offerta da PEPP

e Recovery Fund; della ricerca di rendimento degli investitori; del calo dell'offerta netta di titoli che storicamente avviene sulla parte finale dell'anno. I rendimenti dei titoli di Stato americani, a differenza di quelli europei, hanno recentemente subito lievi pressioni al rialzo, di pari passo con il radicarsi delle aspettative di vittoria di Biden. È difficile che la debolezza possa estendersi oltre certi livelli (1% potrebbe essere un riferimento per il decennale), considerata la determinazione della Fed a mantenere condizioni finanziarie espansive. **In merito alle obbligazioni societarie**, il comparto *investment-grade* gode della protezione della BCE, ma presenta rendimenti attesi e volatilità prospettica molto contenute. **Raccomandiamo cautela sulle fasce di rating più basse in ambito high-yield**, che potrebbero soffrire il moltiplicarsi dei rischi al ribasso per la crescita. Infine, per quanto riguarda mercati valutari, va evidenziato che **il giudizio sul dollaro torna strategicamente negativo**: il team gestionale di ANIMA si attende che l'espansione fiscale seguente le elezioni e il deterioramento dei fondamentali possano penalizzare la valuta americana, ma non ha comunque target molto ambiziosi, specie rispetto all'Euro (si veda il **Grafico 3** qui sotto).

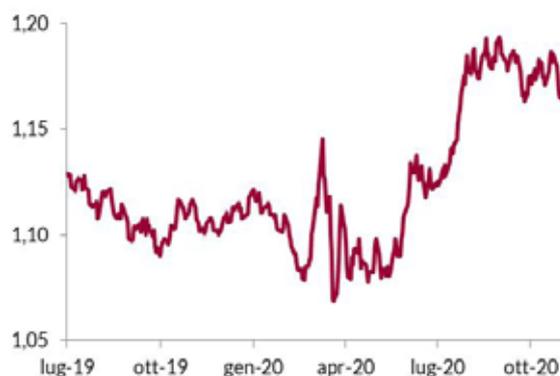
Mercati azionari

Europa: la view resta positiva

Nel corso del mese di ottobre il mercato azionario europeo ha registrato una performance negativa. A livello

Grafico 3

Andamento Cambio Euro/Dollaro



Fonte: Elaborazione ANIMA su dati Bloomberg.

micro, le aspettative degli analisti per il terzo trimestre erano basse, soprattutto per quanto riguarda i settori ciclici, ma i segnali provenienti dalla earning season sono incoraggianti. **La debolezza pre-elettorale è stata sfruttata come opportunità di acquisto e l'esposizione all'azionario è stata aumentata.** Riteniamo che **diversi fattori potrebbero sostenere i mercati azionari e anche quelli europei:** la stagionalità è positiva; le politiche economiche restano aggressivamente espansive e all'orizzonte si profila un ulteriore potenziamento degli stimoli; le valutazioni sono diventate più appetibili dopo la correzione innescata dall'aggravamento della pandemia. In primavera i mercati segnarono i minimi poco dopo il picco dei contagi, e le indicazioni che emergono dai primi paesi che hanno intrapreso la via del lockdown (Irlanda) rassicurano sull'efficacia delle misure restrittive. **Il giudizio sulle Borse europee resta costruttivo.** Sul piano dell'allocazione settoriale, **i prodotti focalizzati sul mercato azionario europeo riflettono un leggero bias per la vittoria di Biden,** ma permane la cautela sui settori che necessitano dell'approvazione dei vaccini per ritrovare smalto (industriali e consumi discrezionali): questi potrebbero essere penalizzati dall'intensificarsi delle preoccupazioni per la crescita e saranno inseriti in portafoglio in un secondo momento.

Italia: in attesa delle evidenze della ripresa

L'attuale contesto rende **molto incerte le stime e crediamo che il mercato prosegua nel movimento di lateralità/consolidamento in attesa di evidenze sulla velocità della ripresa ed evoluzione della pandemia.** Sui fondi azionari Italia si mantiene **la preferenza per i settori che beneficiano di trend di crescita strutturali:** utilities, telecomunicazioni, tecnologia e farmaceutico; la view sui finanziari è neutrale, ma visti i rischi derivanti dal peggioramento della qualità del credito si privilegiano investment banks e asset managers rispetto alle banche commerciali, nonostante il consolidamento in atto. **Il posizionamento viene mantenuto neutrale.**

USA: più costruttivi dopo le elezioni

Quali che siano gli sviluppi delle elezioni, il 20 gennaio gli Stati Uniti insedieranno ufficialmente il nuovo Presidente e la probabilità che venga approvato un pacchetto di stimoli di dimensioni rilevanti in tempi brevi, come si diceva in precedenza, è molto alta, soprattutto dopo il fallimento delle negoziazioni al Congresso. Ne deriverà un'accelerazione dell'attività economica, potenzialmente amplificata dal miglioramento della fiducia di consumatori e imprese derivante dalla distribuzione dei vaccini. **Da monitorare la situazione epidemiologica:** gli Stati Uniti sembrano seguire con un paio di

settimane di ritardo il percorso dell'Europa; le misure di contenimento non sarebbero così aggressive, pena l'incostituzionalità, ma ripercussioni negative su crescita e sentiment sarebbero inevitabili. A livello settoriale, sui fondi che puntano sul mercato azionario americano, **viene mantenuto il sovrappeso sulla parte più solida del mercato (tecnologia), ma il portafoglio è diventato più bilanciato e resiliente rispetto a una potenziale rotazione settoriale,** grazie alla chiusura del sottopeso su industriali e materiali di base. **Il giudizio da neutrale diventa positivo.**

Borse emergenti: view positiva su area asiatica

Le prospettive di stimolo fiscale negli Stati Uniti a seguito delle elezioni, lo scenario di indebolimento del dollaro, le minori pressioni sul fronte commerciale grazie alla probabile vittoria di Biden e la prossima approvazione dei vaccini **sono elementi che supportano i mercati emergenti.**

Il contesto di riferimento rimane costruttivo, con il virus sotto controllo e segnali incoraggianti sull'andamento della crescita nell'area asiatica (in miglioramento anche l'India) e politiche economiche orientate verso la generazione di sostegno: Messico e Sudafrica dovrebbero approvare nuovi piani di stimolo, mentre il supporto delle autorità in India e Russia è più fiacco; più stimoli anche per i Paesi del Golfo che devono compensare il calo delle entrate provocato dal deprezzamento del petrolio. In Cina l'approccio è attendista, ma i mercati potrebbero accogliere positivamente le indicazioni strategiche che emergeranno dal Plenum del Partito Comunista, e in particolare l'introduzione di strumenti per sviluppare un'economia più circolare e il possibile annuncio di un obiettivo di de-carbonizzazione completa. **La view di medio periodo resta dunque positiva per l'area asiatica,** e il processo di graduale ribilanciamento dell'allocazione settoriale prosegue. In particolare, permane un sovrappeso strutturale sulla tecnologia, ma abbiamo effettuato acquisti selettivi nei settori degli industriali, dei materiali di base e dei finanziari (il sottopeso sulle banche è concentrato nei paesi piccoli, mentre India e Cina sono in linea con il parametro di riferimento). **I dati cinesi, intanto, continuano a dipingere uno scenario molto costruttivo:** la ripresa è solida e sostenuta sia dalla domanda interna che dall'export. Lato consumi, in particolare, segnali incoraggianti sono emersi dal dato relativo alle vendite al dettaglio di settembre, superiore alle stime degli analisti anche in virtù di un'accelerazione delle componenti più penalizzate nella fase di distanziamento sociale (ristorazione).

Sul fronte dell'export, si osserva una crescita generalizzata sia per paese di destinazione che per tipologia di beni, con una rotazione fra le componenti legate alla pandemia e le altre categorie. Nel complesso, il team Investment Research & Advisory mantiene l'aspettativa di un'accelerazione dell'attività economica, con un picco per il tasso di crescita sequenziale del PIL su base annua nel primo trimestre 2021 (complici gli effetti base) e una convergenza verso il potenziale a seguire.

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.