



Dall'ondata di contagi all'ondata dei vaccini

La vittoria di Biden alla Casa Bianca e la svolta sui vaccini hanno alimentato un forte aumento della propensione al rischio degli investitori. In vista del 2021 il giudizio sui mercati azionari resta costruttivo. Se verrà mantenuto il controllo sulla curva della pandemia la rotazione verso i settori più ciclici continuerà, ma il percorso non sarà lineare.

Gli sviluppi sulla scena politica e i progressi della ricerca scientifica per combattere la pandemia hanno alimentato **la propensione al rischio degli investitori, con un rialzo dei mercati azionari e le prime evidenze di una rotazione di stili e settori**. Nelle ultime settimane, infatti, si sono registrati due eventi importanti che hanno supportato le attività rischiose: la conclusione dell'iter delle elezioni americane, con l'ufficializzazione della vittoria di Joe Biden e la svolta fondamentale sul fronte dei vaccini contro il Covid-19.

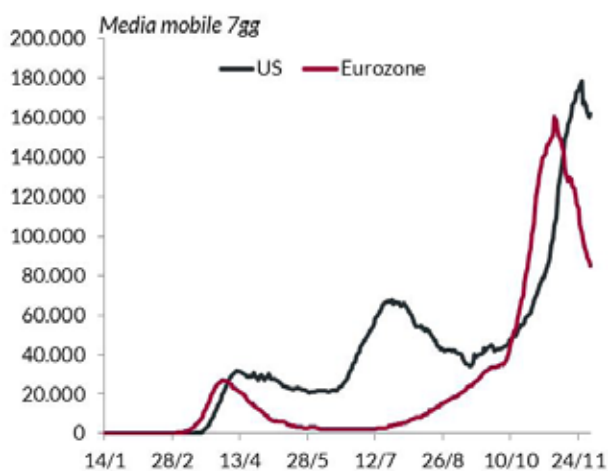
Per quanto riguarda gli Stati Uniti, dopo la certificazione dei risultati elettorali in Michigan e il fallimento del ricorso in Pennsylvania, Trump ha finalmente dato il via libera alla fase di passaggio dei poteri e allo sblocco dei

fondi per la nuova Amministrazione. Non si è verificato lo scenario atteso di una piena vittoria democratica (cosiddetto *Blue wave*), dal momento che il Senato resterà in mano ai Repubblicani, a meno di sorprese nei due ballottaggi di gennaio in Georgia. **L'esito, tuttavia, è stato accolto in modo positivo dagli investitori**, in quanto si ritiene che verrà varato un nuovo piano di stimoli fiscali già nel I trimestre, a maggior ragione alla luce del peggioramento dell'emergenza sanitaria negli USA (si veda il **Grafico 1**, a pag. 2) e del rallentamento della crescita. Inoltre, considerando che molti collaboratori scelti dal neo Presidente facevano già parte della compagine di Obama, è **verosimile che anche questo Governo venga ad adottare un approccio moderato e centrista**.

Di qui, dovrebbe essere probabile anche un allentamento delle tensioni geopolitiche e in primis sul fronte commerciale: non ci si aspetta un orientamento decisamente più conciliante nei confronti della Cina, ma di certo Biden non potrà che avere un approccio meno conflittuale e più collegiale rispetto a Trump. Inoltre, i punti più controversi dell'agenda democratica in tema di fiscalità e regolamentazione difficilmente potranno essere attivati.

Grafico 1

Nuovi casi diagnosticati su base giornaliera



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

Il secondo catalist fondamentale è stato l'annuncio dei risultati preliminari della fase finale di sperimentazione del vaccino contro il Covid da parte di Pfizer/BioNTech e Moderna. I dati molto buoni relativi all'efficacia (superiore al 90%) e i piani di distribuzione (le prime dosi potrebbero essere somministrate già a gennaio) stanno alimentando l'ottimismo degli investitori, in quanto la prospettiva di una possibile *timeline* per il controllo sulla curva dei contagi e per un'eventuale uscita dalla pandemia sta a sua volta sostenendo la prospettiva di potenziale ripresa nella seconda metà del 2021. Detto ciò, resta ancora molto da chiarire, senza contare che c'è anche il tema dell' "accettazione" del vaccino: le prime indagini rivelano una certa resistenza a sottoporsi a campagne vaccinali, in particolare nei Paesi avanzati.

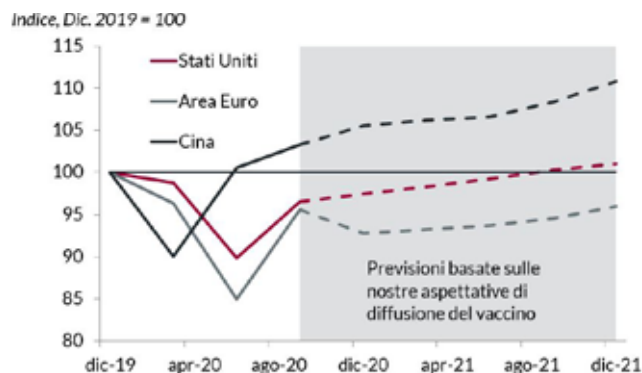
A proposito delle prospettive di crescita, va tenuto presente che lo shock esogeno rappresentato dalla pandemia ha colpito un'economia globale in buono stato di salute, il che per il team Investment Research di ANIMA aumenta le possibilità di recupero, per

quanto con tempi e modi diversi a seconda delle aree geografiche. L'economia cinese, in particolare, continuerà ad espandersi a un ritmo in linea con il potenziale; gli Stati Uniti recupereranno i livelli pre-crisi in meno di un anno, mentre l'Europa farà più fatica, complici l'assenza di ulteriori stimoli fiscali nel primo semestre del 2021, le conseguenze dei lockdown più severi e la prospettiva di un aggiustamento delle condizioni sul mercato del lavoro, artificialmente rimandato dagli interventi governativi, ma del resto inevitabile (si veda il **Grafico 2** sotto a proposito del ritorno del PIL ai livelli pre-crisi più rapido del previsto).

Grazie al miglioramento delle prospettive di crescita nel medio termine, i segmenti del mercato che offrono esposizione al tema dell'accelerazione del ciclo economico sono stati privilegiati, trasversalmente alle asset class, mentre settori e comparti che hanno beneficiato dei cambiamenti nelle abitudini di consumo e investimento indotti dalla pandemia hanno ceduto il passo. Questo testimonia la sensibilità degli investitori agli sviluppi sul fronte del quadro macro e della pandemia ed espone i mercati a fasi caratterizzate da forti rotazioni settoriali.

Grafico 2

Ritorno del PIL ai livelli "pre-crisi" più rapido del previsto



Fonte: ANIMA Research.

Alla luce di questo scenario il giudizio sull'asset class azionaria si conferma costruttivo. Le preferenze in termini di allocazione geografica e settoriale riflettono le nostre aspettative di consolidamento della ripresa nel medio termine e prosecuzione della rotazione "pro-ciclica", ma anche la consapevolezza che il percorso non sarà lineare e che fasi di volatilità sono possibili, con movimenti potenzialmente anche significativi nelle

performance relative di stili e settori. Più in dettaglio, Europa, Giappone e Paesi Emergenti ex-Cina potrebbero essere avvantaggiati dalla connotazione più ciclica e *value*, ma gli Stati Uniti continueranno ad attrarre gli investitori perché garanzia di qualità e crescita. A livello settoriale, il processo di ribilanciamento avviato da tempo lascia sul campo un posizionamento complessivamente bilanciato, con il sovrappeso sulla tecnologia fortemente ridimensionato a vantaggio, sui fondi europei, di materiali di base e aree dei consumi discrezionali penalizzate dalla pandemia.

Mercati obbligazionari e valute

Obbligazioni governative: il consolidamento prosegue

In questo contesto, riteniamo che le politiche monetarie e fiscali resteranno ancora estremamente accomodanti almeno fino a quando la ripresa, oggi dipendente dal supporto delle autorità, diventerà stabile e sostenibile. La svolta sui vaccini se è vero che aumenta il rischio che gli stimoli siano ridimensionati più tempestivamente, è altrettanto vero che non ci aspettiamo un indebolimento del supporto ancora per diversi trimestri. Per quanto riguarda le obbligazioni governative la fase di consolidamento è destinata a proseguire, vista l'assenza di pressioni inflazionistiche e la determinazione delle banche centrali a mantenere condizioni di finanziamento favorevoli: le strategie volte a sfruttare il *trading range* restano la scelta più opportuna, rimanendo comunque flessibili. Recentemente, l'unico movimento significativo con il venir meno dell'incertezza sulle elezioni in USA, è stato quello relativo al rendimento dei Treasury decennali, che ha superato la fascia alta del *trading range* definito negli ultimi mesi (in area 0,80%), ma si è fermato in prossimità di quota 1% e ha successivamente ritracciato.

La view sui BTP è neutrale ma con bias costruttivo considerando 3 fattori: l'appetibilità dell'extra-rendimento offerto rispetto agli altri governativi europei: il rendimento dei BTP decennali ha raggiunto i livelli previsti in area 0,60% e potrebbe spingersi fino a 0,50% (si veda il Grafico 3 a fianco); la rete di protezione messa a disposizione da BCE e Recovery Fund; il calo dell'offerta netta di titoli in vista della chiusura d'anno.

Il giudizio sulle obbligazioni societarie è neutrale: il potenziale di ulteriore compressione degli spread è limitato, ma il tema della ricerca di rendimento resta dominante. Il nostro approccio è contraddistinto dalla

selettività e in questa fase la ricerca di opportunità si concentra su titoli ibridi e subordinati finanziari.

In merito, infine, al mercato dei cambi, il giudizio sul dollaro si conferma strategicamente negativo per ragioni di natura fondamentale, pur senza target ambiziosi rispetto all'euro. Un accordo più probabile su Brexit e il posizionamento sbilanciato degli investitori suggeriscono l'adozione di una view tatticamente neutrale sulla sterlina, ma il giudizio di medio periodo resta negativo.

Mercati azionari

Europa: rotazione "pro-ciclica" più duratura

Nel corso del mese di novembre il mercato azionario europeo ha registrato una performance positiva. I principali drivers sono stati la vittoria di Joe Biden alle elezioni Statunitensi e i risultati sull'efficacia dei vaccini anti-Covid. Gli annunci delle case farmaceutiche, in particolare, hanno causato una violenta rotazione dai settori *growth* e dai "Covid-winners" verso i settori *value* e verso quelli più colpiti negativamente dal virus. Sebbene fasi caratterizzate da minore direzionalità dei mercati siano possibili riteniamo che la rotazione settoriale possa continuare. La view sulle Borse europee resta pertanto costruttiva anche per la mancanza di valide alternative di rendimento.

Grafico 3

Rendimento BTP 10 anni (%)



Fonte: Elaborazione ANIMA su dati Bloomberg.

A livello di allocazione settoriale, i prodotti focalizzati sul mercato europeo riflettono un approccio diventato costruttivo sui segmenti più ciclici del mercato. Il settore preferito è quello dei materiali (supportato dagli investimenti pubblici, specialmente in ambito infrastrutturale). All'interno del settore dei consumi discrezionali, la visione è divenuta costruttiva sulle società più colpite dal Covid (hotel, catering). Il posizionamento sul settore finanziario è passato da sottopeso a neutrale. Si è preso inoltre profitto sulla tecnologia, chiudendo dopo molto tempo il sovrappeso e portando l'esposizione a neutrale. Trasversalmente ai settori, infine, il tema dei dividendi, oggi snobbato dal mercato, tornerà ad avere rilevanza nel 2021.

Italia: giudizio positivo in vista del 2021

Il 2021 si apre con buone prospettive di ripresa anche per il mercato azionario domestico. Innanzitutto sul fronte sanitario sono in arrivo cure e vaccini contro il Covid, che permetteranno di contenere e gestire la pandemia a favore della crescita. Inoltre, le principali banche centrali continueranno a portare avanti una politica monetaria accomodante, mentre i Governi vareranno misure di stimolo fiscale. E soprattutto l'Europa il prossimo anno godrà dei primi investimenti del Recovery Fund. Questi fattori - insieme ad un contesto di tassi di interesse bassi che penalizza la ricerca di rendimento nel mondo obbligazionario - genereranno uno scenario favorevole per i mercati azionari, di cui ne beneficerà anche quello italiano.

Sui fondi azionari Italia, nel corso delle ultime settimane l'esposizione azionaria è stata ulteriormente incrementata. A livello settoriale, crediamo che la rotazione tanto attesa sia questa volta destinata ad essere più duratura. Il posizionamento del mercato sui "Covid-winner" e sulle società "immuni" alla pandemia (come la tecnologia) è piuttosto concentrato e in previsione di una ripresa economica ed un ritorno ad una normalità nel 2021 è ragionevole ci sia una certa migrazione verso i settori più penalizzati (es. finanziari, materie prime, telecomunicazioni), che secondo noi avranno aspettative di apprezzamento migliori. In Italia abbiamo "indici" scarichi di tecnologia e se questa dovesse perdere la leadership, il nostro mercato non potrà che beneficiarne.

Comunque crediamo non sia opportuno avere un approccio speculativo, sarebbe sbagliato andare a prendere i titoli che hanno perso di più nella speranza che salgano più degli altri. In questo momento preferiamo guardare a società, penalizzate dalla pandemia, ma che escono dalla recessione con

un indebitamento sostenibile, non necessitano di aumenti di capitale, e si erano dimostrate profittevoli nel mondo pre-covid.

USA: stime di crescita al rialzo

Negli Stati Uniti, il flusso di dati più recente suggerisce un rallentamento più modesto del previsto, in virtù del quale il team Investment Research di ANIMA ha rivisto al rialzo la stima sul tasso di crescita del PIL nel quarto trimestre, dal 2% al 4%. Tuttavia, alcuni sviluppi sul mercato del lavoro destano qualche preoccupazione e testimoniano la crucialità di un potenziamento degli stimoli fiscali.

Nei fondi USA, il sovrappeso sulla tecnologia, che era stato ridotto nei mesi precedenti, è mantenuto a circa il 3% rispetto al benchmark. I portafogli si caratterizzano anche per un sovrappeso sui prodotti di prima necessità (*consumer staples*) e sui consumi discrezionali (*consumer discretionary*), mentre il maggiore sottopeso riguarda il settore finanziario. In ottica 2021, l'obiettivo è di costruire un portafoglio senza un orientamento specifico a livello di stile, attraverso il focus su società in grado di beneficiare maggiormente dello scenario di crescita atteso per l'anno prossimo.

Borse emergenti: confermata la matrice asiatica dei portafogli

Mentre Stati Uniti ed Europa sono ancora impegnate nella lotta alla pandemia, l'economia cinese sarà l'unica in grado di segnare nel corso del 2020 un tasso di crescita positivo.

Se il paese inizialmente aveva puntato sui quei settori maggiormente in grado di riaccendere velocemente il motore della crescita (ossia, investimenti e settore immobiliare), la ripresa si è poi progressivamente allargata alla produzione industriale, esportazioni ed infine anche ai consumi, rafforzandone la qualità. Un trend che seppur in parte più contenuto dovrebbe continuare anche nei primi trimestri del 2021.

Inoltre, alla luce della nuova Amministrazione americana, in politica estera, un allentamento delle tensioni tra gli Stati Uniti e alcuni loro alleati, potrebbe rappresentare una spinta per i mercati asiatici.

Ancora, in termini di mercati finanziari la possibile modifica di alcune riforme fiscali introdotte da parte di Trump potrebbe ridurre in parte l'interesse degli investitori per gli Stati Uniti spingendoli a cercare più alfa nei mercati asiatici.

Per queste ragioni il giudizio del team gestionale di ANIMA sui mercati emergenti è nel complesso migliorato e si traduce in un aumento dell'investito sui fondi e in una riallocazione verso paesi e settori più ciclici.

Si conferma comunque la matrice asiatica dei portafogli, ma il peso della Cina è stato ridotto a favore di Corea, India, Taiwan. Inoltre, è stata incrementata anche l'esposizione ai mercati di altre aree geografiche (Brasile).

I portafogli pertanto risultano più bilanciati e più resilienti nelle fasi di rotazione settoriale.

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.