



Mercati azionari: contesto costruttivo ma più volatile

La conferma di una view positiva sugli attivi rischiosi resta giustificata dal supporto di politiche monetarie e fiscali ancora accomodanti, dall'avanzamento delle campagne vaccinali e dalla prospettiva di una significativa accelerazione della ripresa. Fasi di consolidamento e prese di profitto non si possono però escludere e la recente risalita dei tassi ha provocato un aumento della volatilità.

Se il controllo della pandemia resta ancora un obiettivo, a causa della diffusione delle nuove varianti del virus, sul fronte della crescita globale sono arrivate nuove conferme. **Lo scenario macro per il team Investment Research & Advisory di ANIMA non ha subito variazioni sostanziali rispetto a inizio anno:** i dati pubblicati confermano il rallentamento previsto per il primo trimestre, **ma ci si aspetta un rimbalzo vigoroso nel secondo** (si veda il **Grafico 1** a pag. 2) e anche prima negli Stati Uniti, grazie agli stimoli fiscali approvati a fine dicembre. **Il contesto resta dunque favorevole per le attività rischiose ed eventuali correzioni innescate dal flusso di dati macro potrebbero offrire opportunità di acquisto.**

Per quanto riguarda il tema inflazione, oggi da monitorare con molta attenzione, i dati più recenti hanno mostrato la volatilità largamente anticipata, specie in Europa, ma le pressioni sottostanti restano contenute e l'aggiustamento sul mercato del lavoro è lontano dall'essere concluso, ragione per cui riteniamo che non dovrebbe esserci alcuna risposta da parte delle Banche Centrali. Considerando più in dettaglio lo scenario macro globale, la flessione negli indici PMI testimonia il rallentamento in atto, concentrato in Area Euro. La pandemia non ancora sotto controllo deprime la fiducia, **ma le prospettive per la crescita globale restano costruttive e ci aspettiamo che il PIL reale globale chiuda l'anno in crescita del 6%, con il contributo**

determinante di Cina e Stati Uniti e più debolezza in Area Euro. La ripresa sarà guidata dall'aumento dall'accelerazione dell'attività economica nel settore dei servizi, dove la capacità produttiva è ancora significativamente sotto-utilizzata e le campagne vaccinali offriranno sostegno lungo il percorso verso la normalizzazione. **Le nostre previsioni sulla dinamica del PIL nel 2021 sono in linea con il consenso per la Cina (+8% nel 2021), più ottimiste per gli Stati Uniti (+6%) e più caute per l'Area Euro (+3%).** Sul tema si legga anche il "Post" pubblicato nel "Blog della Gestione", a cura di **Fabio Fois**, *Responsabile Investment Research & Advisory* di ANIMA. **Indicazioni positive arrivano anche dall'analisi dei risultati societari**, in quanto la stagione di pubblicazione delle trimestrali relative al quarto trimestre del 2020 è ormai avanzata e quasi l'80% delle società americane ed europee ha battuto le stime degli analisti, con ampio margine (nel caso dei Stati Uniti, gli utili sono cresciuti del 6% su base annua, a fronte di attese di un calo del 12%).

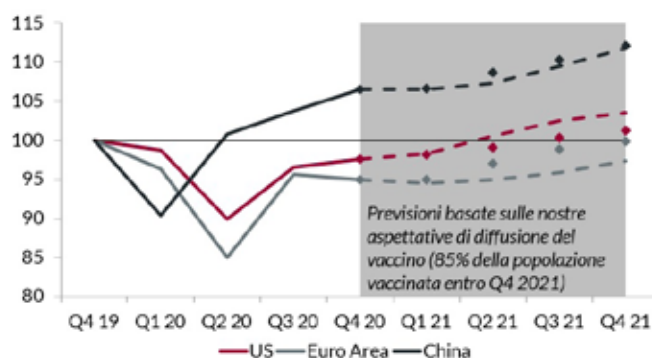
In merito alla pandemia, la diffusione delle nuove varianti preoccupa i Governi europei che mantengono la linea della massima cautela e prudenza nell'adozione delle misure restrittive, ma le campagne vaccinali proseguono e un cambio di passo sembra all'orizzonte anche in Europa, grazie alla sottoscrizione di nuovi accordi di fornitura e all'aumento della produzione locale. Inoltre, le analisi preliminari condotte nei paesi che hanno già immunizzato una parte importante della popolazione, come Gran Bretagna e Israele, mostrano indicazioni incoraggianti sulla lotta al virus. Sul fronte vaccini, variabile cruciale per l'outlook di breve e medio termine, **il nostro scenario base è che l'85% della popolazione venga vaccinato entro il quarto trimestre** (percentuale superiore a quella inizialmente stimata per la maggiore contagiosità delle nuove varianti). Se la somministrazione dei vaccini dovesse continuare al ritmo delle ultime settimane, gli Stati Uniti raggiungerebbero l'obiettivo a fine anno, il Regno Unito molto prima (agosto), mentre Cina e Area Euro appaiono decisamente in ritardo.

In questo contesto, l'orientamento sui mercati azionari resta costruttivo. I temi dominanti sono quelli delle riaperture, dello stimolo fiscale negli USA e dell'aumento delle pressioni su inflazione e tassi; di qui una preferenza per i comparti ciclici (materiali di base, consumi discrezionali, finanziari in Europa e industriali sui fondi globali), seppur associata a un sovrappeso sui settori agganciati a trend di crescita strutturale. L'esposizione a Italia e Regno Unito è stata aumentata, visto il posizionamento sbilanciato degli investitori e il

supporto offerto da fattori idiosincratici: il successo delle campagne vaccinali in Gran Bretagna e la svolta politica domestica, con l'ex Presidente della BCE, Mario Draghi, alla guida di un governo di unità nazionale.

Grafico 1

Accelerazione della ripresa dal II trimestre



Fonte: Nota: i diamanti rappresentano le stime di consenso secondo Bloomberg - Fonte: Haver Analytics, Anima Investment Research & Advisory

Mercati obbligazionari

Sui Btp possibile nuova fase di compressione degli spread

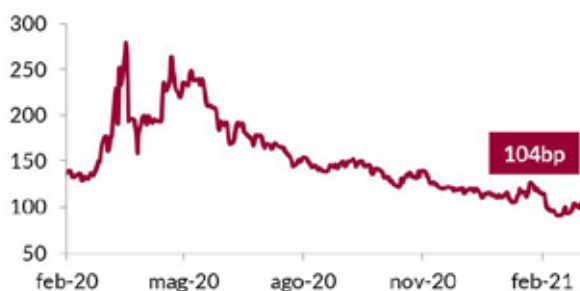
Recentemente si è assistito ad un incremento delle pressioni sui rendimenti dei titoli governativi a medio-lungo termine su scala globale. Fino a inizio febbraio, il movimento di rialzo dei tassi era stato guidato per lo più da un aumento delle aspettative di inflazione, ma **più di recente le pressioni si sono estese alla componente dei tassi reali, accendendo il dibattito fra analisti e investitori sulle ripercussioni per le altre asset class e sulla soglia di tolleranza delle banche centrali.** **A nostro avviso**, fino a che il rialzo dei tassi sarà giustificato dal miglioramento delle prospettive di crescita e non provocherà un inasprimento significativo delle condizioni finanziarie (che metterebbe a rischio il raggiungimento degli obiettivi statutari su occupazione e inflazione), **è difficile che la Fed reagisca, se non ribadendo la volontà di mantenere una politica monetaria molto accomodante a lungo.**

A questo proposito, il presidente della Fed, Jerome Powell, ha dichiarato che si aspetta un aumento dell'inflazione nei prossimi mesi, ma le pressioni saranno transitorie e le condizioni per un incremento dei tassi di interesse sono ben lontane dal materializzarsi.

Pertanto, sui governativi core, viene confermato un giudizio strategicamente cauto pur ribadendo l'importanza di un approccio tattico per massimizzare il valore che può essere estratto dall'asset class. Il potenziale di ulteriore aumento dei tassi è più limitato in Area Euro, dove lo scenario macro è meno costruttivo e di conseguenza la sensibilità della BCE alle dinamiche di mercato superiore. Per quanto riguarda i BTP riteniamo che resteranno supportati dalla ricerca di rendimento degli investitori e dagli sviluppi favorevoli sulla scena politica. L'incarico a Mario Draghi, a nostro avviso, rappresenta un *game changer* per l'Italia: la sua credibilità e autorevolezza a livello internazionale sono un fattore di grande supporto e l'effettiva implementazione delle riforme da parte del nuovo Governo potrebbe innescare una nuova fase di compressione degli spread (si vedano sotto i Grafici 2 e 3). Il giudizio sulle obbligazioni societarie si conferma neutrale; la ricerca di opportunità è concentrata sulle fasce di rating più basse, ma il focus sulla selettività è massimo. Infine, in merito ai mercati valutari, il dollaro sta attraversando una fase di consolidamento e beneficia del rinnovato focus degli investitori sull'eccezionalità degli Stati Uniti in termini di prospettive di crescita, ma nel medio termine ci aspettiamo che il deterioramento dei fondamentali (*twin deficit*) alimenti una nuova fase di debolezza.

Grafico 2

Spread Btp/Bund 10 anni (punti base)



Fonte: Bloomberg, Anima Investment Research & Advisory

Mercati azionari

Europa: preferenza per Italia e Regno Unito

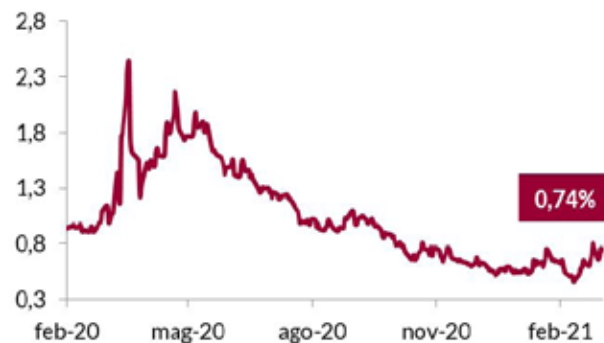
Nel corso del mese il mercato azionario europeo ha riportato una performance positiva. Dopo una correzione nella seconda metà di gennaio, il mercato

europeo è salito a nuovi massimi, trainato dalla prospettiva di un nuovo pacchetto di stimolo fiscale negli Stati Uniti e dal proseguimento delle campagne vaccinali. Inoltre, i mercati finanziari, soprattutto quello italiano, hanno accolto favorevolmente la nascita del nuovo governo Draghi. Sebbene il *sentiment* sia già molto positivo, riteniamo ci sia ancora *upside* nei settori legati alla riapertura dell'economia e in quelli correlati positivamente con il decennale americano. Tuttavia l'area Euro resta la "Cenerentola" fra le economie sistemiche: le nostre stime sulla crescita del PIL nel secondo e terzo trimestre sono più caute rispetto al consenso (rispettivamente +0,5% e +1%, dopo una contrazione di 0,5% nel primo trimestre). Oltre l'80% delle società appartenenti allo *Stoxx600* ha riportato i risultati del quarto trimestre: gli utili hanno sorpreso al rialzo in media del 7%, con indicazioni particolarmente incoraggianti nei settori Communication Services, Financials e Materials.

A livello settoriale, pertanto, sui prodotti focalizzati sul mercato europeo abbiamo aumentato il peso dei

Grafico 3

Rendimento Btp 10 anni (%)



Fonte: Bloomberg, Anima Investment Research & Advisory

finanziari e siamo pronti ad incrementare anche quello sul settore energetico; a livello geografico queste considerazioni si riflettono in una preferenza per Italia e UK, favorite dalla composizione settoriale degli indici, dal posizionamento scarico degli investitori e da specifici

fattori di supporto (l'andamento delle campagne vaccinali e l'attesa per le riaperture in UK, il governo Draghi in Italia).

Italia: cruciale il nodo delle riforme strutturali

L'arrivo di Mario Draghi sulla scena politica domestica rappresenta una grande opportunità per il rilancio del nostro Paese e delle sue attività finanziarie. **Tuttavia è fondamentale che il nuovo Governo riesca ad introdurre le riforme strutturali cruciali** (in primis la riforma della giustizia, del fisco e della pubblica amministrazione, investimenti in formazione e ricerca, sviluppo della concorrenza). **Nel breve termine riteniamo che la ripresa resti ancora debole, ma dalla primavera potrebbe riprendere slancio**, grazie all'accelerazione della campagna vaccinale che, contribuendo a tenere sotto controllo la pandemia, dovrebbe anche far ripartire i consumi. Il punto di svolta si avrà tuttavia più avanti, nel corso dell'anno, quando la crescita acquisterà forza anche grazie ai benefici del del Recovery Fund. Sui fondi azionari Italia viene mantenuto **un livello di investito superiore al benchmark, ma si è preso parzialmente profitto visto il rally del mercato**; conserviamo una preferenza per tecnologia e tematiche *green*, ma abbiamo portato a neutrale il peso dell'energia per non avere esposizione attiva alla dinamica del prezzo del petrolio. In generale, il portafoglio dovrebbe beneficiare della fine del trend di discesa dei tassi e del probabile ritorno di interesse per le società focalizzate sul mercato domestico (rispetto a quelle votate all'export), grazie all'inniezione di fiducia portata dal Governo Draghi.

USA: sovrappeso sui consumi discrezionali

Per quanto riguarda gli Stati Uniti **lo scenario è molto costruttivo** e le nostre aspettative sulla crescita del PIL (10% nel secondo trimestre e 6% nel 2021) sono decisamente più ottimistiche rispetto al consenso, che ha iniziato a muoversi al rialzo. Una parte non trascurabile degli aiuti approvati a fine dicembre è già stata erogata e i dati su produzione industriale e vendite al dettaglio recentemente pubblicati hanno sorpreso notevolmente al rialzo. Tuttavia, la prospettiva di una robusta accelerazione della crescita non ha frenato la determinazione dell'Amministrazione Biden a potenziare gli stimoli fiscali: la probabilità che venga approvato un pacchetto di aiuti di ammontare non lontano dai 1900 miliardi di dollari inizialmente proposti è aumentata considerevolmente e, secondo indiscrezioni di stampa, i Democratici sarebbero già al lavoro su un piano per le infrastrutture.

In questo scenario, nei portafogli dei fondi USA,

l'elemento caratterizzante è il sovrappeso dei consumi discrezionali, con la spesa degli americani sostenuta dagli stimoli fiscali e dall'ingente risparmio accumulato durante la crisi. Per controbilanciare l'impronta ciclica del portafoglio è stato significativamente aumentato il peso dell'*healthcare*, portato da sottopeso a neutrale. **L'approccio gestionale è focalizzato sulla ricerca di società in grado di offrire le migliori opportunità in termini di crescita degli utili**, in un contesto caratterizzato da valutazioni che hanno raggiunto livelli piuttosto elevati.

Borse Emergenti: maggiore esposizione ai ciclici.

La ripresa cinese sta entrando in una fase più matura. Il flusso di dati sull'attività corrente è ridotto per il Capodanno (molti indicatori relativi a gennaio e febbraio vengono pubblicati insieme a marzo), ma gli indici ad alta frequenza sulla mobilità hanno registrato un forte calo per via delle restrizioni recentemente introdotte: gli effetti base rispetto all'anno scorso saranno importanti, ma si invertiranno in tempi rapidi una volta che le misure di contenimento saranno allentate. **Lo scenario di fondo, dunque, non cambia: la ripresa è solida, sostenuta dal contributo di consumi e investimenti**; le esportazioni nette restano un fattore di supporto, per quanto in consolidamento. Le pressioni sull'inflazione *core* sono molto limitate; ci aspettiamo, quindi, che la PBoC mantenga un orientamento accomodante e si limiti a implementare una politica creditizia leggermente più restrittiva, in modo da riportare il tasso di crescita della base monetaria in linea con il PIL.

In generale, con riferimento ai mercati emergenti, a seguito del rally messo a segno finora, **ci sono alcuni segnali di potenziale aumento della volatilità**; tuttavia, il supporto delle autorità e lo scenario di ripresa economica inducono a non anticipare mosse difensive, ma a mantenere **un orientamento costruttivo**. Nel corso dell'ultimo mese **è stato aumentato il livello di investito, attraverso una maggiore esposizione all'India** (sostenuta dalla virata della politica fiscale, divenuta fortemente espansiva) **ed ai settori ciclici (materiali, industriali)**.

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.