



La strada per ora resta in discesa?

L'orientamento molto accomodante delle politiche monetarie e fiscali, l'avanzamento delle campagne vaccinali e il nuovo pacchetto fiscale in USA aumentano la fiducia degli investitori nell'accelerazione della crescita globale, determinando un contesto ancora favorevole per gli attivi rischiosi. Anche l'incremento delle pressioni inflazionistiche non preoccupa ad oggi. Ma è attesa una fase di correzione quando le notizie positive diventeranno realtà.

Migliora il sentiment dei mercati sull'andamento della crescita economica. Gli investitori si sentono ancora in *comfort zone*, con i listini americani che hanno toccato nuovi massimi e le Borse europee - e in particolare Piazza Affari - che da inizio anno stanno sopra-performando (si veda a proposito il **Grafico 1** a pag. 2).

Tutto farebbe pensare che **la tanto attesa accelerazione della crescita globale si avrà a partire dal II trimestre del 2021**. Il team Investment Research & Advisory di ANIMA condivide questa prospettiva da tempo e ha rivisto al rialzo la stima per il 2021 sulla crescita del PIL reale globale, dal 6,0% al 6,5%, con l'economia cinese in espansione a un tasso vicino al potenziale, gli Stati Uniti in forte accelerazione e l'Area Euro più in ritardo. In par-

ticolare, le stime sono in linea con il consenso per la Cina (+8,2% per il PIL nel 2021), più ottimiste per gli Stati Uniti (7% vs 5,5%) e caute per l'Area Euro. Nonostante la ripresa sostenuta, **l'andamento dell'inflazione non rappresenta ad oggi una fonte di preoccupazione** per le banche centrali; **le pressioni al rialzo sui tassi riflettono quindi in larga misura l'evidente miglioramento delle prospettive di crescita**. Per un approfondimento sul tema si legga anche l'Overview riportata nel "Post" pubblicato nel "**Blog della Gestione**", a cura di **Fabio Fois**, *Responsabile Investment Research & Advisory* di ANIMA.

Nonostante i rischi legati all'andamento della pandemia, diversi vaccini sembrano

offrire copertura anche rispetto alle varianti e i sondaggi segnalano un calo della reticenza della popolazione a partecipare alle campagne vaccinali. Inoltre conforta che nei Paesi dove il processo di vaccinazione è già in una fase più avanzata (Israele, Regno Unito, Usa) si sia verificato un calo di contagi, ospedalizzazioni e decessi, a riprova dell'efficacia degli stessi vaccini. **Il buon andamento delle campagne vaccinali sarà pertanto cruciale per favorire la riapertura delle economie ed alimentare la ripresa, specialmente nei consumi e nel settore dei servizi.**

In questo scenario, inoltre, a supporto intervengono i nuovi e ingenti pacchetti di stimolo approvati da Stati Uniti e Regno Unito. In particolare, il piano promosso dall'Amministrazione Biden, - pari a 1.900 miliardi di dollari, ovvero quasi il 9% del PIL americano - a cui si agguinceranno nuove misure per potenziare le infrastrutture, avrà un impatto significativo non soltanto sull'economia statunitense ma anche sulla crescita globale, che secondo le stime dell'Ocse riceverebbe un impulso in termini reali pari all'1% nel corso del 2021.

Ecco allora che il contesto di riferimento, contraddistinto da una consistente accelerazione della crescita e politiche economiche ultra-espansive, **giustifica ancora una preferenza per le attività rischiose**, complici i livelli ancora molto compressi dei rendimenti obbligazionari. In ambito azionario, **l'esposizione ciclica continuerà ad essere premiata, trasversalmente a settori, stili e aree geografiche, un fattore di sostegno in particolare per i mercati azionari europei.**

Lo scenario finora delineato, tuttavia, potrebbe alimentare crescenti pressioni sui rendimenti governativi americani, che innescherebbero una correzione sui mercati azionari. A quel punto sarebbe inevitabile un intervento della Fed, finalizzato a stabilizzare le condizioni finanziarie.

Paradossalmente, se i tempi necessari per debellare il virus dovessero allungarsi, il momento di *goldilocks* che l'economia sta vivendo da tempo potrebbe invece estendersi. Nella celebre storia inglese di "Riccioli d'oro e i tre orsi" (*Goldilocks and the Three Bears*) la giovane Riccioli d'oro dice di preferire il *porridge* che è della giusta temperatura, cioè né troppo caldo né troppo freddo.

Allo stesso modo, dal punto di vista economico, siamo in una fase che dagli economisti viene definita *Goldilocks economy* (l'economia dei riccioli d'oro), ovvero ideale con crescita positiva, inflazione moderata e autorità estremamente accomodanti.

Grafico 1

Principali indici azionari a confronto (serie ribasate)



Fonte: Bloomberg, Anima Investment Research & Advisory

Mercati obbligazionari Sui Treasury approccio tattico neutrale

Le prospettive di miglioramento del quadro macro hanno contribuito ad alimentare le pressioni al rialzo sui rendimenti governativi a medio-lungo termine nei primi mesi del 2021, in particolare negli Stati Uniti. L'intervento delle Banche Centrali, in risposta a questa dinamica, non si è fatta comunque attendere: durante le rispettive riunioni del mese di marzo, prima la BCE e poi la Fed, hanno rassicurato gli investitori circa la necessità di mantenere un orientamento accomodante.

La BCE ha sottolineato che è essenziale contrastare l'inasprimento "ingiustificato e indesiderato" delle condizioni finanziarie legato all'aumento dei tassi, a fronte di un contesto ancora sfidante dovuto alla pandemia. Per questo la banca centrale ha annunciato un'accelerazione nel ritmo degli acquisti di titoli nel prossimo trimestre, ponendo un freno al rialzo dei rendimenti governativi europei. La Fed, invece, non ha mostrato preoccupazione per il livello raggiunto dai rendimenti sui Treasury, che a suo avviso riflette il miglioramento del quadro macro statunitense e continua a delineare un contesto di condizioni finanziarie complessivamente accomodanti.

Il Presidente Powell ha chiarito come all'orizzonte non ci sia ancora un rialzo dei tassi e soprattutto ha sottolineato come le scelte di politica monetaria si continueranno a fondare sui progressi effettivi dell'economia e non sulle previsioni e che i target su inflazione e occupazione sono ancora distanti: i tassi di riferimento, pertanto, dovrebbero rimanere invariati fino al 2023

(si veda il **Grafico 2** sui tassi ufficiali delle principali Banche Centrali a fianco). La posizione della Fed ha determinato un'apparente diminuzione della volatilità sui titoli di stato americani, tuttavia, non ha convinto del tutto gli investitori, che continuano a scontare un rialzo dei tassi entro la fine del 2022. Lo scenario finora delineato per gli Stati Uniti (avanzamento delle campagne vaccinali, significativo impulso fiscale, accelerazione della crescita, maggiore tolleranza della Fed rispetto alla dinamica dei rendimenti governativi) **giustifica il mantenimento di un giudizio strategicamente cauto sui Treasury**. Nel breve periodo, tuttavia, riteniamo che il livello raggiunto dai tassi e le rassicurazioni offerte dalla banca centrale supportino **un approccio tattico neutrale**. Per quanto riguarda i **governativi core dell'Area Euro, la view strategica si mantiene negativa**, giustificata dal miglioramento del contesto macro atteso per la seconda parte del 2021 e dall'effetto trascinamento dei rendimenti americani. Tuttavia, l'attuale dinamica della pandemia e l'intervento della BCE limitano il rialzo dei rendimenti governativi, giustificando **una view tattica neutrale**. Questa aspettativa, insieme al più stabile contesto politico grazie all'avvento del Governo Draghi, rendono probabile un ulteriore restringimento dello spread sui BTP (si veda il **Grafico 3**, riportato a fianco), di qui il **giudizio sui governativi domestici passa da neutrale a positivo**. Si conferma invece **neutrale la valutazione sulle obbligazioni societarie**: il livello complessivo degli spread incorpora pienamente le attese di miglioramento dei fondamentali macro e micro, nonché il perdurante supporto delle autorità; l'approccio gestionale è caratterizzato dalla ricerca di opportunità nelle fasce di rating più basse, con un focus sugli emittenti che beneficerebbero della ripresa del ciclo economico e di un possibile miglioramento del rating. Infine, in merito ai mercati valutari, il giudizio sul dollaro resta strategicamente negativo. Il biglietto verde è protagonista di una fase di apprezzamento, forte del rinnovato focus degli investitori sull'eccezionalità degli Stati Uniti in termini di prospettive di crescita, ma ci aspettiamo che il deterioramento dei fondamentali (*twin deficit*) e la conferma di un orientamento accomodante da parte della Fed possano determinare una nuova fase di debolezza.

Mercati azionari

Europa: forte rotazione dal *growth* al *value*

Nel corso del mese di marzo il mercato azionario europeo ha riportato una performance positiva, trainato dai settori *value*, come quello bancario. Le pesanti vendite sul mercato obbligazionario, con il tasso decennale statunitense arrivato a circa 160 punti base,

ha determinato **l'ennesima violenta rotazione dallo stile *growth* verso il *value***, e dai *covid winners* verso i *re-opening stocks*. L'approvazione del nuovo pacchetto di stimoli fiscali in USA, uno dei più massicci interventi del governo dal secondo dopoguerra, è stato il driver principale della reazione dei mercati. Inoltre, circa l'80% delle società appartenenti allo Stoxx600 ha riportato i risultati del IV trimestre: il 65% di queste ha avuto dei risultati migliori delle attese con un "EPS surprise" medio dell'8%, e il maggior numero di sorprese positive si sono registrate nei settori IT, finanziari e materiali. Da un punto di vista macro, in Area Euro il recupero continua ad essere molto più lento e debole rispetto agli Stati

Grafico 2

Tassi ufficiali ancorati ai minimi storici

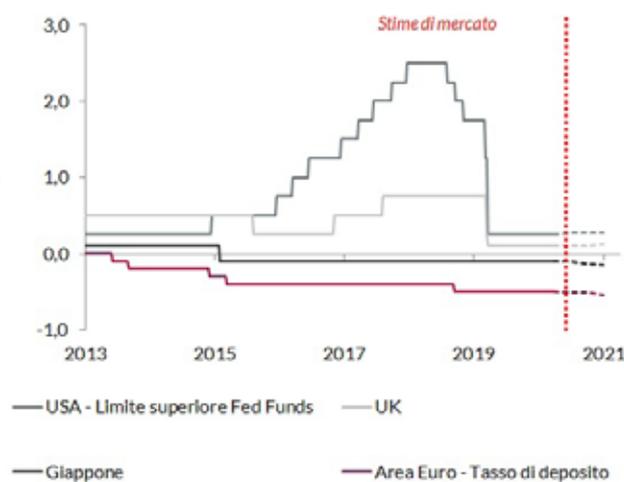
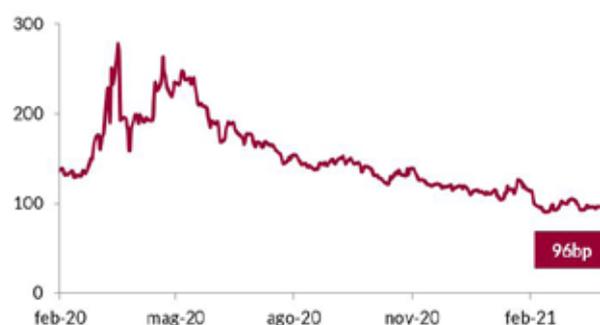


Grafico 3

Spread Btp/Bund 10 anni (punti base)



Fonte Grafico 2 e Grafico 3: Bloomberg, Anima Investment Research & Advisory

Uniti: dopo un primo trimestre di contrazione, il team **Investment Research & Advisory** si attende un **rimbalzo modesto**, visti gli sviluppi sul fronte della pandemia, le criticità nella distribuzione dei vaccini e l'assenza di nuovi stimoli fiscali nel breve periodo. Ma nella seconda metà dell'anno potrebbe esserci qualche sorpresa positiva, con il probabile sblocco delle risorse del Recovery Fund e un cambio di passo nelle campagne vaccinali. Per quanto riguarda il **posizionamento settoriale all'interno dei fondi europei**, l'aspettativa che si assista al proseguimento di un momentum positivo alimentato dai *reflation trade* giustifica il sovrappeso di banche, energia e della parte ciclica della tecnologia (semiconduttori). View da positiva a neutrale per i materiali, alla luce delle politiche cinesi che potrebbero indurre un rallentamento degli investimenti. Neutrale anche il peso delle utilities, supportate dalla crescita strutturale delle rinnovabili, ma frenate nel breve termine dall'aumento dei rendimenti obbligazionari. Sottopeso per gli industriali, in virtù di valutazioni a premio e dell'imminente picco della crescita globale.

Italia: sovrappeso rispetto al benchmark

Il governo Draghi rappresenta una grande opportunità per il rilancio del nostro Paese e delle sue attività finanziarie. La credibilità del nuovo Premier a livello internazionale è sotto gli occhi di tutti e ovviamente è un biglietto da visita importante per il Paese e per il mercato domestico. C'è da rilanciare la crescita, ma al contempo c'è la fiducia che, in economia e sui mercati, rappresenta un elemento fondamentale. Nel breve termine riteniamo che la ripresa resterà ancora debole, ma con l'avanzamento della campagna vaccinale, che contribuirà a tenere sotto controllo la pandemia, anche i consumi dovrebbero lentamente ripartire. Il punto di svolta si avrà però solo più avanti, quando la crescita acquisterà vigore anche per effetto dei benefici del Recovery Fund. **Sui fondi azionari Italia viene mantenuto un livello di investito superiore al benchmark, ma si è preso parzialmente profitto.** Si è ridotto il sottopeso sulle banche commerciali, alla luce del momentum positivo del settore. L'orientamento del governo Draghi risulta coerente con le linee guida del Recovery Fund, a beneficio di tecnologia, telecomunicazioni (tema del potenziamento delle infrastrutture) e utilities, su cui manteniamo una view positiva. Neutralità per l'energia e leggero sovrappeso per i materiali, settori che sono supportati dai *reflation trade*, ma su cui conserviamo una view strategicamente negativa. Sottopeso su industriali, consumi discrezionali e lusso per via di valutazioni ritenute non attraenti.

USA: selettivi sui settori ciclici

Nonostante le pressioni al rialzo sui tassi, il mercato azionario americano ha di recente raggiunto nuovi massimi. **Merito della crescita degli utili, in forte accelerazione da aprile 2020** e non solo nel settore tecnologico, ma anche in quelli che stanno beneficiando della ripresa economica, come industriali, energetici e finanziari. **Il bilancio relativo al IV trimestre del 2020 è stato infatti positivo:** gli utili trimestrali hanno sorpassato il livello pre-pandemico e la maggior parte dei settori ha superato le attese degli analisti. Nei fondi USA **l'esposizione settoriale continua ad essere caratterizzata dal sovrappeso di tecnologia e consumi** (sia discrezionali che di prima necessità). A livello di approccio gestionale, evitiamo la parte della tecnologia su cui si concentra maggiormente l'esuberanza degli investitori (visibile nei picchi sui volumi di trading) e siamo sempre più selettivi sui settori ciclici, in virtù di valutazioni piuttosto elevate; crediamo vi siano opportunità all'interno di settori più difensivi (healthcare e consumi di base).

Emergenti: ridotta l'esposizione alla Cina

Nei fondi specializzati sui paesi emergenti, a fronte di un giudizio strategico che rimane positivo, tatticamente si è preso profitto su alcune delle tematiche più performanti tra fine 2020 e inizio marzo all'interno di tecnologia e servizi di comunicazione, a cui corrisponde una riduzione del sovrappeso sulla Cina. **L'esposizione a questo mercato è stata ridotta ed è neutrale**, ma si valuterà di aumentarla quando dovesse verificarsi una correzione sugli indici dei Paesi Sviluppati. Anche l'esposizione al Brasile è stata ridotta per via degli sviluppi sul fronte politico (ritorno in campo di Lula). In aumento il sovrappeso su India (caratterizzata da positive dinamiche domestiche e sganciata dal contesto internazionale) e Taiwan (semiconduttori). La flessione della Cina non è l'unica ragione della recente sotto-performance degli emergenti, penalizzati anche dall'apprezzamento del dollaro per effetto dell'ampliamento del differenziale di crescita e tassi a favore degli USA. La debolezza potrebbe perciò protrarsi fino all'eventuale intervento della Fed.

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.