



Banche centrali pronte a “scaldare i motori”?

La view sui mercati azionari resta tatticamente neutrale: la volatilità nel flusso di dati sull'inflazione è destinata a durare, insieme ai dubbi sulle prossime mosse delle autorità monetarie. Nel medio termine, però, il giudizio si conferma costruttivo, grazie al sostegno del quadro macro e alle notizie positive sul fronte delle vaccinazioni. A livello settoriale si continua a privilegiare un posizionamento di tipo bilanciato.

Riflettori puntati sulla dinamica dell'inflazione e sulla possibile reazione delle banche centrali. C'è incertezza circa la rotta che queste ultime potrebbero prendere nei prossimi mesi se le pressioni inflazionistiche dovessero intensificarsi, con la probabile conseguenza che la volatilità sui mercati potrebbe aumentare.

Il flusso di dati più recente conferma un'economia globale in forte accelerazione (+6,5% nel 2021), con una rotazione in termini di *leadership* fra aree geografiche - dai paesi emergenti a quelli sviluppati - e settori - dal manifatturiero ai servizi. Permangono, però, diversi vincoli derivanti dalle strozzature sul lato dell'offerta,

che creano un dilemma per le banche centrali di tutto il mondo e le costringono a bilanciare le pressioni inflazionistiche con il rischio di frenare la ripresa.

Il team Investment Research & Advisory di ANIMA mantiene, però, la convinzione che le istituzioni sistemiche non perderanno la calma di fronte alle pressioni provocate da questi colli di bottiglia, seppur adottando posizioni e narrative diverse. In particolare, l'attenzione degli investitori resta focalizzata sulle prossime mosse di Banca Centrale Europea e Federal Reserve. La BCE dovrebbe limitarsi a qualche misura di scarsa importanza, prima

di indirizzarsi verso una politica di bilancio meno accomodante, ma il meeting di settembre presenta rischi di implementazione significativi, che giustificano un approccio cauto sui tassi. La Fed, invece, in occasione del meeting del mese di giugno, ha chiaramente rivisto la propria comunicazione in una direzione marginalmente più *hawkish*, segnalando maggiore reattività al miglioramento ciclico e all'aumento dell'inflazione, con l'obiettivo di preparare l'uscita dalla politica monetaria ultraaccomodante in essere. È importante però sottolineare che la comunicazione sul tapering non è cambiata: il Presidente Powell ha segnalato che è cominciato il dibattito intorno ad una possibile riduzione del piano di acquisti, ma ha ribadito che le condizioni macro per l'avvio del processo non si sono ancora materializzate. Inoltre, la decisione sarà segnalata con largo anticipo, l'indebolimento del supporto sarà graduale e il primo rialzo dei tassi avverrà solo in un secondo momento (verosimilmente, nel 2023). Si leggano a proposito il Post pubblicato nel "Blog della Gestione" dal titolo "Federal Reserve: le colombe possono mostrare gli artigli, ma restano colombe..." a cura di Fabio Fois, Responsabile Investment Research & Advisory di ANIMA e quello a cura di Valerio Ceoloni, Senior Macro EM and FX Strategist Investment Research, dal titolo "Politica monetaria americana: le novità del meeting di giugno e le implicazioni per il dollaro".

Per quanto riguarda la dinamica dei prezzi, il team di Ricerca di ANIMA ritiene che l'inflazione abbia raggiunto il picco negli Stati Uniti, ma il rallentamento sarà graduale perché gli effetti di isteresi legati alla crisi Covid offriranno un supporto ai prezzi nel secondo semestre. Queste forze si riveleranno transitorie nel medio termine, ma compenseranno l'impatto degli effetti base negativi. Le pressioni nominali, recentemente emerse negli Usa, non appaiono preoccupanti, per due ragioni:

1. L'impennata dei prezzi al consumo osservata nel mese di maggio è in gran parte riconducibile alle componenti volatili e sensibili al Covid (si veda, a fianco, il Grafico 1);
2. Le prime evidenze di pressioni salariali registrate di recente dipendono in larga misura dalla carenza di manodopera e dall'aumento del salario "di riserva" indotto dagli stimoli fiscali (il salario di riserva è la retribuzione minima per cui un individuo è disposto a prestare la sua opera).

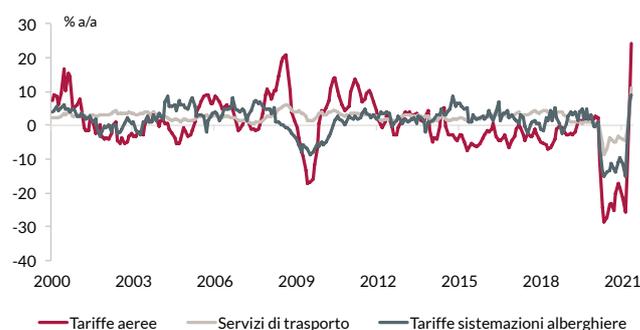
In questo contesto, la view strategica sulle asset class rischiose si mantiene costruttiva nel medio termine, grazie al supporto del quadro macro e all'avanzamento delle campagne vaccinali (si veda il Grafico 2); eventuali correzioni verranno quindi sfruttate come oppor-

tunità d'acquisto. La view tattica resta però neutrale, dal momento che nel breve periodo la direzionalità potrebbe essere più limitata. L'allocazione geografica è contraddistinta da una preferenza per Europa e Italia, complici il miglioramento dei fondamentali, il supporto di Next Generation EU (NGEU), le valutazioni appetibili e il sostegno dei flussi in ingresso, anche da parte di investitori esteri.

A livello settoriale continuiamo a preferire un posizionamento bilanciato: tra i settori ciclici, privilegiamo banche ed energia, supportate rispettivamente dall'aumento atteso dei tassi governativi e dalla dinamica inflattiva.

Grafico 1

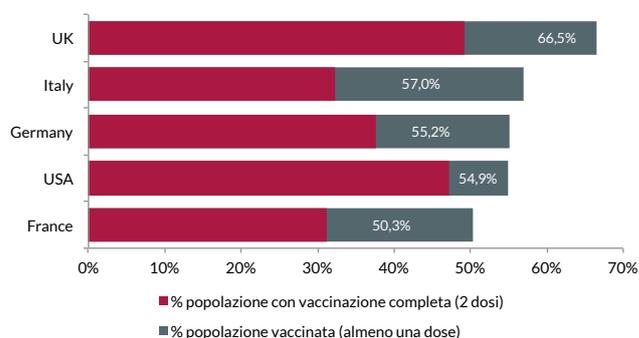
Inflazione core Usa, componenti Covid-sensitive



Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

Grafico 2

Andamento campagne di vaccinazione



Fonte: Our World in Data, ANIMA Research

Mercati obbligazionari

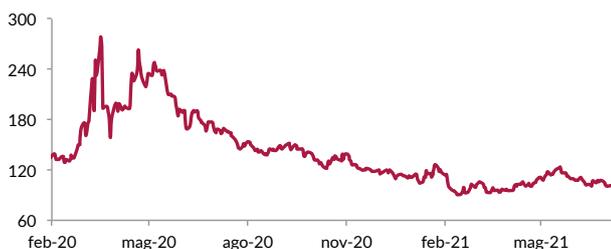
View positiva su Btp, negativa su Bund e Treasury

La view sui mercati obbligazionari riflette l'aspettativa che l'inflazione statunitense rallenti nel secondo semestre, ma meno di quanto farebbe se le pressioni al rialzo di questi mesi fossero state innescate esclusivamente dai prezzi delle materie prime. Il dibattito sull'inflazione e sulle prossime mosse delle banche centrali dovrebbe dare nuova linfa al trend di rialzo dei tassi governativi, ma non ci aspettiamo un movimento disordinato e violento. In questo contesto, il giudizio di ANIMA sui titoli governativi americani è tatticamente negativo. La cautela si estende anche alle obbligazioni governative dei paesi core dell'Area Euro, alla luce dei rischi connessi alle decisioni della BCE a settembre.

Si mantiene, invece, una view costruttiva sui BTP: il carry generoso e l'attuazione dell'agenda di governo in tema di riforme (Pubblica Amministrazione, Giustizia, semplificazioni) rappresentano fattori di supporto, dopo il via libera della Commissione Europea al Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza "Italia Domani" (PNRR). **Stabile, come ormai da diverso tempo, lo spread:** il differenziale Btp/Bund 10 anni resta posizionato in area 100 punti base (si veda il **Grafico 3** riportato sotto).

Grafico 3

Andamento Spread Btp/Bund 10 anni



Fonte: Bloomberg, Anima Research

Il comparto del credito continua ad essere sostenuto da fondamentali societari solidi e liquidità abbondante, ma al contempo le opportunità in termini di carry e di restringimento degli spread si sono assottigliate (specialmente tra le obbligazioni *investment grade*). La view si conferma neutrale e il focus è sulla creazione di alpha. A nostro avviso, il rischio di vuoti d'aria sui comparti più speculativi non è trascurabile, dopo l'ondata di nuove emissioni delle ultime settimane, spe-

cie considerando il calo fisiologico della liquidità tipico del periodo estivo.

Per quanto riguarda, infine, i mercati valutari, il cambio di passo della FED ha il duplice effetto di aumentare strutturalmente la volatilità e di offrire supporto al dollaro nel breve periodo. La view di medio termine sul biglietto verde resta però negativa, quindi l'esposizione alla divisa statunitense sarà gestita in modo tattico.

È possibile individuare selezionate opportunità di investimento fra le valute emergenti, le cui banche centrali hanno adottato un orientamento chiaramente restrittivo.

Mercati azionari

Europa: giudizio da neutrale a positivo

La correzione che avrebbe potuto materializzarsi nelle scorse settimane è stata limitata: la Federal Reserve è riuscita a convincere i mercati che la dinamica dei prezzi non è preoccupante (come aveva previsto il team Investment Research & Advisory di ANIMA), i dati sul mercato del lavoro hanno deluso le attese (allentando i timori di una riduzione troppo tempestiva degli stimoli monetari) e la forte crescita degli utili ha mantenuto un contesto favorevole. La scelta di riequilibrare i portafogli in termini di posizionamento settoriale e di stile si è rivelata particolarmente opportuna: il calo dei tassi e il focus sul tema del picco della crescita in Cina, Stati Uniti e fra qualche mese in Area Euro, hanno favorito i comparti difensivi e long duration. Per quanto riguarda l'allocatione geografica, Europa e Italia sono le aree che presentano le migliori opportunità: l'ampio trading-range che ha contraddistinto gli ultimi vent'anni è stato rotto al rialzo e gli investitori americani stanno aumentando l'esposizione, spesso attraverso gli ETF.

Per quanto riguarda il posizionamento all'interno dei fondi azionari europei, l'esposizione ciclica è concentrata su banche ed energia, siamo in sottopeso su materiali ed industriali, neutrali sui consumi discrezionali. Fra i comparti difensivi, la view sulle telecomunicazioni è negativa, mentre l'orientamento è neutrale su consumer staples, utilities ed healthcare (settore interessante, ma sul quale si è preso profitto dopo la recente sovra-performance). È stato aumentato il peso della tecnologia nella componente software, che rappresenta l'area con le maggiori potenzialità di apprezzamento nel medio termine, grazie al trend di investimenti in digitalizzazione da parte delle imprese.

Uno dei fattori di supporto per l'Area Euro è l'evoluzione del quadro macro, che è in rapido miglioramento: gli indicatori di fiducia continuano a rafforzarsi (soprattutto nel settore dei servizi); le vendite di auto hanno raggiunto livelli stellari e il ciclo delle scorte offrirà un supporto considerevole al settore manifatturiero, mentre la domanda globale continua a sostenere l'export. L'inflazione dovrebbe raggiungere il picco nel quarto trimestre.

Italia: leggero sovrappeso rispetto al benchmark
La view positiva sull'Europa si estende all'Italia, sostenuta da un mix di fattori: l'implementazione dell'agenda di governo in tema di riforme, lo sblocco dei fondi connessi a NGEU, la composizione settoriale favorevole, valutazioni relative molto attraenti ed il miglioramento del sentiment degli investitori.

Con riferimento al mercato italiano, i fondi sono già **leggermente in sovrappeso rispetto al benchmark**: nonostante la precedente indicazione fosse di neutralità, il livello di investito era stato solo parzialmente ridotto, in modo da non movimentare la parte di portafoglio investita in *mid* e *small cap*. La liquidità di questi titoli è bassa ed un'eccessiva operatività, oltre ad essere di difficile fattibilità, avrebbe impattato negativamente sulla performance. In questa fase si ritiene opportuno mantenere il sovrappeso in essere. **L'esposizione settoriale non ha subito cambiamenti sostanziali: il settore finanziario resta il sovrappeso più importante, i consumi discrezionali il principale sottopeso.**

USA: sovrappeso su tecnologia, consumi e healthcare

Il portafoglio dei fondi focalizzati sul mercato azionario americano continua ad essere caratterizzato dal **sovrappeso di tecnologia, consumi (sia discrezionali che stabili) ed healthcare**. Le valutazioni della tecnologia (e in generale dei titoli ad alta crescita), pur trovandosi ancora su livelli piuttosto elevati, si sono fortemente ridimensionate e giustificano il mantenimento di una preferenza per queste società. In aggiunta, per bilanciare l'esposizione a questo comparto, è **stato incrementato l'investimento nel settore finanziario** (ora leggermente superiore alla neutralità).

Puntiamo, infine, a generare *alpha* attraverso la selezione di titoli all'interno di comparti ancora estremamente attraenti in termini di valutazioni e fondamentali, come consumi durevoli, "retailers", "capital equipment" e trasporti.

Emergenti: sovrappeso su Corea del Sud, Taiwan e India

Per quanto riguarda i mercati emergenti, sebbene il contesto di breve periodo continui ad essere più favorevole ai paesi sviluppati, **lo scenario per il secondo semestre dell'anno si presenta costruttivo per diverse ragioni**: la progressiva riapertura delle economie e l'impennata dei prezzi delle materie prime depongono a favore di molti mercati emergenti; il flusso di notizie sulla pandemia è in rapido miglioramento in paesi come India, Taiwan e Thailandia; la crescita dei paesi emergenti (ex-Cina) sarà supportata dall'avanzamento delle campagne vaccinali; il rallentamento cinese potrebbe giustificare un intervento di supporto da parte delle autorità; infine, l'Europa, che è un importante partner commerciale dei paesi emergenti, è in fase di ripresa.

All'interno dei portafogli, il livello di investito sui fondi è stato portato da sottopeso a neutrale e vengono preferiti i titoli di matrice asiatica, che permettono di esporsi a tematiche di crescita strutturale importanti (alcune note da tempo come quella dei consumi della classe media, altre più recenti). In quest'ottica, abbiamo impostato un sovrappeso su **Corea del Sud e Taiwan, che presentano una forte esposizione al ciclo economico globale** e possono beneficiare del rialzo della domanda di tecnologia, in particolar modo di semiconduttori. **Un altro sovrappeso, seppur di minore entità, è l'India**: le misure approvate da governo e banca centrale sono di supporto per la crescita e gli investimenti delle imprese. **Per quanto riguarda la Cina, il posizionamento è neutrale**: in questo momento, le politiche del paese sono più orientate al *tightening* e potrebbero rappresentare un freno per le quotazioni del mercato azionario. **A livello settoriale, infine, è cresciuta l'esposizione al settore finanziario a fronte di una riduzione delle materie prime.**

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.