

IL 2021 IN TRE PAROLE CHIAVE

Paola Sacerdote
twitter @PaolaSacerdote

Dalle "Tre C" alle "Tre R", Cina, Covid e Crisi sono i tre termini con i quali possiamo descrivere in maniera molto sintetica l'anno appena passato. E per il 2021? A voler azzardare qualche previsione, le parole chiave potrebbero invece essere Reflazione, Ripresa, e Rotazione? Lo abbiamo chiesto alle società di gestione, ecco cosa ci hanno risposto.

"Il 2021 sta partendo all'insegna di una forte dose di ottimismo grazie alle notizie confortanti sull'arrivo e diffusione del vaccino. Alcuni paesi hanno già iniziato la fase di vaccinazione della popolazione e in gennaio questo processo sarà sempre più rapido e ampio. I mercati stanno festeggiando dall'inizio di novembre con dei rally significativi e una forte dose di ottimismo" commenta **Maria Paola Toschi**, market strategist di **JP Morgan Asset Management**. "La prima R dello scenario base per il 2021 è quindi quella di ripresa. Parte infatti un nuovo ciclo economico espansivo che fa ben sperare sul ritorno alla normalità post pandemia e che sta alimentando una fase molto favorevole per i mercati azionari. Come sarà la traiettoria economica dipenderà ancora dall'andamento dell'epidemia e dalla efficacia della soluzione sanitaria prospettata dal vaccino. Quello che al momento sembra sicuro è che la ripresa non sarà sincronizzata e vedrà una



Maria Paola Toschi
JP MORGAN AM

REFLAZIONE, RIPRESA E ROTAZIONE SONO I TERMINI CHE ACCOMPAGNERANNO IL NUOVO ANNO? ECCO COSA NE PENSANO I GESTORI

Cina che ha già preso il largo dopo un controllo particolarmente rapido e virtuoso del virus e il mondo sviluppato che è ancora alle prese con nuove misure di distanziamento che potrebbero ancora rallentare il quarto trimestre 2020 e il primo trimestre 2021. La diffusione su ampia scala del vaccino dovrebbe alimentare una ripresa più veloce a partire dal secondo trimestre 2021 soprattutto dopo che molti paesi hanno esteso le misure di supporto varate già durante il lockdown di marzo e aprile 2020 che si sono dimostrate molto efficaci ad alimentare una ripartenza rapida dell'attività economica".

GSAM prevede che nel 2021 la crescita globale si attesterà al 6,2%, ben al di sopra del consensus, pari al 5,2%. Secondo **Davide Andaloro**, senior market e portfolio strategist dell'asset manager globale, questo dipende dal fatto che molte previsioni fanno un eccessivo affidamento sui cicli economici del passato. "Le recessioni più recenti sono state il risultato di un calo dei prezzi degli asset e di altri shock finanziari, i cui effetti negativi sull'attività economica hanno richiesto un certo intervallo di tempo per verificarsi e ulteriore tempo per attenuarsi. La recessione del 2020 è invece il risultato di una crisi sanitaria, il cui effetto negativo sulla produzione è stato ingente e immediato, ma anche rapidamente reversibile grazie a una quantità ineguagliabile e senza precedenti di stimoli monetari e fiscali.

Se da un lato riconosciamo di non essere ancora arrivati a una svolta, dato che le ondate di contagi da Covid registrate negli ultimi mesi probabilmente faranno sì che la crescita globale resti ancora debole ancora per un lasso di tempo, dall'altro riteniamo migliorate le previsioni di ripresa nel breve termine in base alle nostre aspettative sulla rapidità con cui saranno disponibili

vaccinazioni di massa sicure ed efficaci. In altre parole, sembra che la tanto attesa ripresa a forma di "V" (come vaccino), potrà realizzarsi in tempi brevi, anche se il cammino verso una ripresa generalizzata potrebbe continuare a rivelarsi incerto e non lineare" prosegue Andaloro.

La view di Amundi è un po' più cauta. "Lo scenario base dell'outlook degli investimenti per il 2021 è una ripresa che durerà diversi anni con politiche monetarie 'non convenzionali' destinate a continuare" spiega Matteo Germano, cio di Amundi SGR e global head of multi-asset di Amundi. "La durata dell'epidemia alla fine determinerà la forma della ripresa e crediamo che provare a definirla come una ripresa a V, U o K possa essere fuorviante. Ciò lascerà la porta aperta a un profilo di crescita nel breve periodo e, in ultima analisi, tende a confermare il nostro scenario centrale di una ripresa lenta, irregolare e a più velocità a seconda del paese e del settore. La disponibilità di un vaccino è un fattore di svolta ed una notizia davvero incoraggiante, anche se la sua produzione e distribuzione su vasta scala richiederanno tempo".

Jeremy De Pessemier, senior investment strategist, State Street Global Advisors, paragona la ripresa economica successiva allo shock innescato dalla pandemia di Covid-19 a una staffetta caratterizzata da una serie di tappe sovrapposte. "Durante la prima fase - quando le dislocazioni economiche e di mercato erano più evidenti - gli stimoli monetari e fiscali d'emergenza sono stati il fattore più importante. Date le circostanze, questi stimoli non sono stati particolarmente mirati, ma erano piuttosto considerevoli e sono stati implementati rapidamente. Dato che queste azioni sono chiaramente riuscite a offrire un sostegno alle economie e ai mercati, riteniamo che questa prima fase della ripresa a staffetta abbia avuto successo.

La seconda fase della ripresa - la riapertura dell'economia - ha visto le economie dei singoli paesi prendere le redini della situazione" prosegue De Pessemier. "Come evidenziato dai dati sul PIL del terzo trimestre in molti paesi, la riapertura delle economie ha fatto registrare risultati impressionanti a seguito della ripresa della domanda repressa. Detto questo, il numero di infezioni da Covid-19 sta crescendo ancora una volta e i governi stanno imponendo nuove restrizioni. Continuiamo però a ritenere che le nuove restrizioni saranno probabilmente molto meno stringenti di quelle introdotte all'inizio dell'epidemia, fattore che permetterà alle economie avere una maggiore capacità operativa, anche se restano ancora soggette a limitazioni.

Il successo della ripresa può essere misurato solo alla fine della corsa. Anche se abbiamo fiducia nelle nostre previsioni, che stimano un forte rimbalzo economico nel 2021, ci stiamo concentrando sempre più su tutto ciò che verrà dopo quell'impennata". Sulla R di ripresa concorda anche Alessandro Tentori, cio di AXA IM, che introduce la seconda R, quella di Reflazione. Il biennio 2021/2022 sarà caratterizzato da una ripresa ciclica molto sostenuta sia nelle economie avanzate sia in quelle emergenti, e si può quindi tranquillamente parlare di un trend di reflazione, ma secondo Tentori bisogna comunque fare due precisazioni: primo, "nonostante il forte tasso di crescita (+4,6% nel 2021 e +3,5% nel 2022), il gap di reddito nelle economie avanzate si chiuderà so-



Davide Andaloro
GOLDMAN SACHS AM

lamente nel 2024. Lo shock da domanda generato dall'epidemia da Covid19 è stato breve, ma estremamente costoso sia in termini di reddito assoluto che di diseguaglianza sociale"; in secondo luogo, "il PIL cinese è previsto in crescita dell'8% nel 2021, influenzando positivamente la crescita delle economie asiatiche che orbitano nell'universo del Dragone. A mio avviso la crisi sanitaria e economica del 2020 è una opportunità per la Cina, che ormai si appresta a intaccare quelle rendite valutarie, commerciali, tecnologiche e finanziarie che per decenni sono state un monopolio di Washington".

In questo contesto Tentori evidenzia che l'Europa rimane un tema particolare, vuoi per le problematiche legate alla eterogeneità del mercato comune, ai ritardi nel miglioramento del framework istituzionale, alle tematiche come la banking union, ma anche alle difficoltà della banca centrale europea in termini di trasmissione monetaria. "Il rimbalzo congiunturale del 2021 (+3,7%) sarà quindi meno pronunciato rispetto agli Stati Uniti, per poi invece accelerare nel 2022 (+4,4%), grazie agli investimenti strutturali finanziati dal fondo di ripresa e di resilienza. Fondo che ex post verrà molto probabilmente considerato come uno spartiacque della storia comune europea, ma solo se gli investimenti saranno ad alta marginalità sul PIL e non vi saranno inutili ritardi dovuti a procedure di bando e burocrazia in generale".

De Pessimier non ritiene che nel breve termine l'inflazione possa rappresentare un problema. "Gli investitori possono trarre un certo conforto dalla consapevolezza che la politica monetaria continuerà ad essere accomodante a livello globale ancora per un po' di tempo. L'adozione da parte della Fed di un quadro di riferimento per il target dell'inflazione media (average inflation targeting, AIT) si sta già rivelando efficace, e il pensiero alla base del cambiamento - condiviso da molte altre banche centrali - ha già innescato un ulteriore allentamento monetario in altri paesi, tra cui Canada, Australia e Regno Unito. Tassi d'interesse bassi e un maggiore quantitative easing potrebbero essere una combinazione potente per impedire ai rendimenti obbligazionari di

alzarsi troppo, anche se gli investitori cominciano a considerare più attentamente la possibilità di un'inflazione più alta. Da parte nostra, abbiamo rivisto solo modestamente al rialzo le previsioni di inflazione sia per quest'anno che per il prossimo. Anche se rimane molto difficile rispondere a una delle domande più salienti relative alla crisi Covid-19, ovvero se ci sarà uno shock inflazionistico o deflazionistico a medio termine, non pensiamo che l'inflazione possa rappresentare una preoccupazione per gli investitori nel medio termine".

Le previsioni di GSAM riguardo all'inflazione nel 2021 restano relativamente favorevoli: "in Europa e negli Stati Uniti l'attuale ripresa ciclica ha sostituito gli ingenti pacchetti di stimolo fiscale come principale motore della reflazione" sottolinea Andaloro. "I prezzi dei settori sensibili al Covid potrebbero stabilizzarsi in modo significativo ma, in termini aggregati, è improbabile che possano sostenere i target di inflazione delle banche centrali dei mercati sviluppati. Le nostre attese per l'inflazione core negli Stati Uniti e nell'Eurozona del quarto trimestre 2021 si attestano rispettivamente all'1,6% e allo 0,8%." "Il forte aumento atteso dei debiti pubblici e privati porterà le banche centrali a continuare ad essere molto accomodanti per assorbire le emissioni pubbliche e private e per tenere bassi i tassi. Ciò significa che ci sarà ancora molta liquidità a livello globale" osserva Toschi. Questo da molti è visto come un fattore di possibile reflazione, ma non c'è uniformità di vedute. "C'è chi continua a vedere condizioni disinflattive soprattutto come effetto della accelerazione della transizione tecnologica che schiaccia i prezzi di beni e servizi. Chi invece vede un rischio di inflazione legato a una rapida ripresa della domanda post shock da lockdown, ripartenza del ciclo produttivo e dei costi delle materie prime,

dislocazioni nei mercati del lavoro con possibile aumento dei salari, tutti elementi che in un contesto di forte liquidità potrebbero indurre inflazione. Su questo tema la nostra visione è più cauta" prosegue Toschi, "ma pensiamo che il rischio inflazione sarà il principale da monitorare, soprattutto perché anche una modesta ripresa di inflazione nel contesto attuale di tassi a record minimi potrebbe avere un effetto sui mercati obbligazionari molto sfavorevole".



Nonostante permangano alcune incognite, è indubbio che la ripresa economica sia avviata, perciò secondo Toschi questo scenario di ritorno alla normalità sarà favorevole per i mercati azionari e creerà condizioni per attendersi la terza R: ovvero la rotazione sia settoriale che geografica. "La nuova normalità porterà alla riscoperta di settori e mercati fortemente penalizzati dai lockdown, inclusi i settori ad alto rendimento del dividendo. I dividendi sono stati tagliati nel 2020 ma torneranno a crescere nel prossimo anno. I settori value potranno godere di una fase di ripresa grazie anche a livelli di valutazione particolarmente bassi e a un ampio gap rispetto alle valutazioni dei titoli growth. Tuttavia, nel lungo termine i settori growth resteranno i favoriti".

Tentori precisa che se da un lato le previsioni macro sono rosee, dall'altro i mercati finanziari hanno già "festeggiato" e le valutazioni di parecchie asset class sono molto vicine a livelli storicamente considerati "cari". Ciononostante, non mancano gli spunti interessanti per l'investitore. In primo luogo, dopo l'elezione di Joe Biden e l'annuncio sul vaccino "abbiamo assistito a un inizio di rotazione tra growth e value di circa 10-12 punti percentuali. Ma io penso che il tema sia più complesso di questi due acronimi. Agli investitori sarà richiesta una sintesi tra economia pre- e post-Covid19. Da questo periodo di lockdown abbiamo imparato a utilizzare massicciamente tecnologie che solo fino a 12 mesi fa erano considerate alla frontiera tecnologica. Continua quindi il trend poderoso della digitalizzazione. È altresì innegabile che la riapertura delle economie con il vaccino porterà a una forte domanda per i settori "old economy" come trasporti, energia, commercial real estate. Le valutazioni dei finanziari dovrebbero riflettere questa rotazione". La seconda riflessione si lega alla seconda "R", quella di Reflazione: "La ripresa e in particolare la domanda di carattere industriale per energia, metalli e più in generale per le materie prime potrebbe riservarci qualche sorpresa sul fronte della inflazione. Il fortissimo effetto di base da materie prime nel 2021 è ormai di dominio pubblico. Quello che resta da capire è il cosiddetto "second-round effect", cioè l'effetto inaspettato che un balzo di una categoria nel paniere dei beni di consumo può avere sulle aspettative di inflazione in generale. In questo scenario, è ipotizzabile un aumento dei premi a rischio e quindi della volatilità dei mercati finanziari, con conseguente rivalutazione dei portafogli degli investitori".



Matteo Germano
AMUNDI SGR



Jeremy De Pessemier
STATE STREET GLOBAL ADVISORS

“Se da un lato i rialzi recenti più forti sono stati rilevati nei settori dell'energia e finanziario, e le precedenti posizioni short suggeriscono che potrebbero esserci altri movimenti di questo tipo in futuro, dall'altro continuiamo a preferire i tecnologici e i beni di consumo” evidenzia De Pessemier. “Tenendo conto dei fattori che rientrano nella nostra valutazione, quest'ultimo sembra più interessante, fatta eccezione per il fattore momentum, che ha visto il comparto riportare un certo grado di deterioramento. I fattori del settore tecnologico sono al di sopra della media, ad eccezione del value, e il comparto continua a registrare buoni risultati economici. Infine, il settore dei servizi di comunicazione ha registrato un miglioramento dei fattori momentum e sentiment, che ci ha portato a rivedere al rialzo la nostra view”.

Dal canto suo Andaloro osserva che una delle caratteristiche interessanti e inusuali della ripresa dal mercato ribassista innescato dalla pandemia di Covid-19 è rappresentata dai rendimenti obbligazionari a lungo termine relativamente bassi su tutti i mercati, nonostante il robusto rally degli asset di rischio. “Nell'ultimo mese, nonostante la forte rotazione verso asset più ciclici provocata dalle notizie relative allo sviluppo di vaccini efficaci contro il Covid, i tassi si sono mantenuti bassi, contribuendo ulteriormente alla forte ripresa delle performance degli asset di rischio. Riteniamo che questa rotazione possa proseguire nel breve termine, con benefici crescenti per gli asset che presentano elevate componenti cicliche e value, come l'azionario europeo”. Tuttavia secondo lo strategist di GSAM una potenziale ripresa dei titoli value non avverrà a spese dell'azionario growth, “in quanto riteniamo che le performance del value potrebbe recuperare senza portare a un ribasso del segmento growth. La differenza è sottile, ma molto importante in termini di strategie di investimento. Per portafogli ben diversificati riteniamo che sia più importante calibrare adeguatamente le componenti growth e value piuttosto che basare l'intera allocation sulle singole performance delle due aree, in quanto, a nostro avviso, nel 2021 avremo bisogno di entrambi”. Da un punto di vista trasversale alle asset class, secondo Matteo

Germano le opportunità sono da individuare dalle grandi rotazioni dal credito (high yield) verso l'azionario, i settori più trascurati e il value di qualità. “Le azioni avranno un profilo rischio-rendimento migliore rispetto all'high yield in una fase di ripresa modesta e riaccelerazione degli utili nel 2021” spiega. “Gli investitori dovrebbero aumentare l'esposizione alle azioni cicliche (alcune azioni dei mercati emergenti - a partire dall'Asia del Nord e a seguire Latam e CEMEA - e settori ciclici), azioni value di qualità e temi ESG post-Covid-19. La riaccelerazione della crescita globale richiederà un ribilanciamento dal growth al value di qualità. Crediamo che la classica diversificazione geografica - insieme alla diversificazione settoriale - sarà di nuovo al centro dell'attenzione, grazie al commercio mondiale che non tratterà più la crescita globale, alla rilocalizzazione delle catene del valore e alla de-sincronizzazione dei cicli”.

Per quanto riguarda i mercati obbligazionari, Germano ritiene che per trovare ancora valore bisognerà essere smart, “quello che noi definiamo un passaggio del fixed income puro allo smart income. Vista la quantità di debito con rendimento negativo prossima ai massimi storici e con i tassi di interesse che dovrebbero rimanere bassi nel breve periodo, gli investitori dovrebbero costruire un motore di reddito cercando opportunità in modo trasversale, includendo le obbligazioni dei mercati emergenti, prestiti, real asset (infrastrutture, immobiliare) e azioni ad alto rendimento. Le opportunità nei mercati tradizionali del credito rimangono, ma il tema principale per il 2021 è quello che chiamiamo “the great discrimination”. Ciò che è costoso diventerà ancora più costoso. Alcune aree del mercato probabilmente si deterioreranno ulteriormente, perché l'abbondante liquidità iniettata dalle banche centrali sta nascondendo un peggioramento dei fondamentali. La selezione sarà dunque fondamentale nel 2021. Nel complesso il nostro outlook è più costruttivo per l'investment grade che per l'high yield, ad eccezione che per i mercati emergenti, dove l'high yield potrebbe dare maggiori soddisfazioni”.



Alessandro Tentori
AXA INVESTMENT MANAGERS