



## Corsa ad ostacoli

Il contesto resta favorevole per le attività rischiose e la view di ANIMA sui mercati azionari si mantiene al momento positiva. Ma l'ondata di volatilità all'indomani dell'epidemia di Coronavirus rafforza la necessità di adottare un approccio flessibile e di inserire nei portafogli forme di protezione.

Nel 2020 i mercati, dopo una partenza costruttiva e nel segno della continuità rispetto ai trend che hanno contraddistinto il 2019, si sono dovuti confrontare con una serie di eventi esogeni.

**A portare volatilità è stata inizialmente l'escalation delle tensioni fra Stati Uniti e Iran**, con l'eliminazione di Soleimani e gli attacchi iraniani alle basi Usa in Iraq: il prezzo del petrolio è schizzato sui massimi da sette mesi, ma le correzioni sui listini sono state modeste e riassorbite nel giro di poche ore.

**Decisamente più importanti le conseguenze dell'epidemia di "Coronavirus"**, scoppiata in Cina, dove è in continuo aumento il numero di nuovi casi diagnosticati: si tratta del virus 2019-nCoV, che presenta un tasso di

mortalità ancora decisamente inferiore rispetto a quello di emergenze precedenti (2,2% a fronte di un 9,6% per la SARS), ma che è contagioso anche durante la fase di incubazione. Il 30 gennaio l'Organizzazione Mondiale della Sanità ha dichiarato il Coronavirus un'emergenza sanitaria pubblica di portata globale. Anche l'Italia ha confermato le prime diagnosi e annunciato da subito lo stop ai voli da e verso il Paese orientale.

**La rapida diffusione del virus ha alimentato una forte ondata di avversione al rischio, che ha portato gli investitori a privilegiare le attività rifugio**, ovvero yen, oro e governativi core. Le penalizzazioni subite dalle attività rischiose sono state proporzionali al grado di esposizione alla crisi: le borse asiatiche sono state in-

dubbiamente quelle più penalizzate e i settori più colpiti quelli maggiormente legati al tema dei consumi cinesi, ovvero lusso, trasporti aerei, ospitalità e tempo libero. **Questi trend si giustificano con le misure radicali approvate da Pechino per contenere l'epidemia**, molto apprezzate dalla comunità internazionale: il periodo di vacanza per l'Anno Lunare è stato esteso; sono stati vietati gli assembramenti di persone, potenziata le linee di difesa a livello sanitario e introdotte pesanti limitazioni alla circolazione nella provincia di Hubei, condannando all'isolamento oltre 50 milioni di persone in sedici città. **Le misure di intervento così rapide e aggressive potrebbero rivelarsi decisive per contenere la crisi, tuttavia il prezzo da pagare in termini di minore crescita economica potrebbe essere elevato**, complice la tempistica sfavorevole dell'emergenza: storicamente, durante le vacanze per il capodanno cinese si registra un forte incremento di vendite al dettaglio e spese per ricreazione e turismo (cinema e teatri raccolgono quasi il 10% degli incassi annui, ma molti degli 11mila cinema del Paese sono stati chiusi).

**Del resto oggi l'economia cinese, sul piano globale, se pur indebolita dopo oltre un anno e mezzo di trade war, ha un peso decisamente maggiore rispetto a quello che aveva nel 2003, quando scoppiò l'epidemia di SARS (16% del Pil globale contro il 4% del 2003).** Peraltro, Wuhan è un hub manifatturiero, specie per il settore automobilistico: la chiusura prolungata delle aziende e gli inevitabili disservizi logistici avranno ripercussioni sulla catena produttiva e delle forniture a livello globale.

**Ovviamente, qualunque stima dell'impatto economico dell'epidemia dipende dalle ipotesi sulla portata del contagio e sui tempi di rientro dell'emergenza.** È questo il tema dolente su cui si interrogano gli investitori: **si tratterà solo di un ostacolo di inizio anno, di un incidente di percorso destinato a incidere solo sul breve termine, oppure l'impatto potrebbe essere tale da arrestare la ripresa economica che gli analisti si aspettavano nel 2020?**

Per approfondimenti sui possibili impatti economici dell'epidemia del Coronavirus si veda il post sul "blog della Gestione"<sup>1</sup> di ANIMA:

**Fra gli investitori per ora prevale l'ottimismo:** i mercati nel momento in cui si scrive (7/02/2020) hanno quasi annullato le perdite rispetto all'inizio della crisi (eccetto quelli asiatici). La situazione resta in continua evoluzione e l'epidemia di Coronavirus rappresenta un nuovo

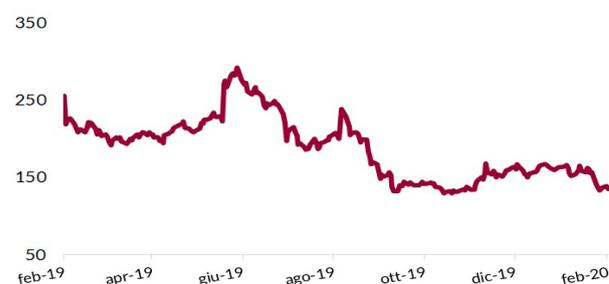
fattore di rischio per lo scenario, destinato a prolungare la debolezza nel settore manifatturiero globale e aumentare la volatilità del flusso di dati: il premio richiesto dagli investitori per l'incertezza macroeconomica potrebbe salire.

**Sul fronte geopolitico, il 15 gennaio, come da programma, è stata ufficialmente firmata la Fase Uno dell'accordo fra Stati Uniti e Cina.** Gli USA hanno parzialmente ridotto i dazi imposti a settembre mentre il colosso asiatico si è impegnato a: aumentare le importazioni di beni e servizi americani; agevolare l'operatività delle aziende statunitensi in Cina; evitare svalutazioni competitive del cambio. Sono stati disciplinati i meccanismi di verifica del rispetto degli impegni assunti e di risoluzione di eventuali controversie. Non sembrano invece all'orizzonte ulteriori tagli dei dazi e restano modesti i progressi sui temi più dibattuti del trasferimento forzato di tecnologia e delle politiche industriali cinesi. In quest'ottica, l'accordo stipulato non elimina l'incertezza sulla politica commerciale americana (di cui sono ancora in corso i negoziati con l'Europa), ma rende più probabile una fase di distensione dei rapporti fra le due superpotenze, almeno fino alle elezioni.

Infine, ma non per importanza, **il 31 gennaio, senza colpi di scena, dopo 47 anni, la storia del Regno Unito ha cambiato corso con l'uscita ufficiale dall'Unione europea.** Ciò è avvenuto dopo circa quaranta mesi di negoziati, tre proroghe, e una travagliata saga politica

## Grafico 1

Spread Btp/Bund 10 anni



Fonte: elaborazione ANIMA su dati Bloomberg.

<sup>1</sup> [www.animasgr.it/IT/consulente-finanziario/mercati-e-approfondimenti/Pagine/blog/?id=92](http://www.animasgr.it/IT/consulente-finanziario/mercati-e-approfondimenti/Pagine/blog/?id=92)

che dal referendum del 2016 ha visto fortemente divisa la società britannica. È pertanto cominciata una fase di transizione in cui i suoi rapporti con gli altri 27 Stati rimarranno invariati fino al 31 dicembre 2020. Tra l'altro il 25 febbraio la Ue dovrebbe dare il via libera ai negoziati commerciali; in discussione sono i temi legati a istruzione, sicurezza, cooperazione giudiziaria ed energia. Mentre il 1 luglio scade il termine per richiedere da parte di UK l'eventuale estensione del periodo di transizione oltre la fine del 2020 per uno o due anni.

## Mercati obbligazionari e valute Titoli di Stato italiani ancora interessanti

Le politiche monetarie restano ancora di supporto, non solo nell'Eurozona e in Usa, ma anche in diversi Paesi asiatici, a maggior ragione dopo l'emergenza virus. In particolare, i tassi della BCE resteranno sui livelli attuali o più bassi "finché le prospettive di inflazione convergeranno robustamente vicino al 2%", come ha commentato recentemente il Presidente Christine Lagarde. E il Quantitative Easing, ripreso ad inizio novembre, continuerà finché servirà. La crescita nell'Eurozona, infatti, prosegue ma ad un ritmo più moderato delle aspettative, complice la debolezza del settore manifatturiero. Anche la Fed ha lasciato i tassi invariati, ma il governatore Powell in occasione della riunione dello scorso 29 gennaio ha lanciato l'allarme per l'impatto sull'economia globale che potrebbe avere il Coronavirus e che potrebbe indurre a tagliare nuovamente i tassi. La forchetta del costo del denaro per il momento resta tra l'1,5% e l'1,75%.

Alla luce dell'attuale contesto manteniamo un **giudizio negativo sui governativi core europei**, ma riteniamo che le pressioni rialziste sui tassi resteranno modeste, l'approccio pertanto resta tattico. **I titoli di Stato italiani rimangono invece attraenti**, alla luce dell'entità del premio valutativo rispetto agli altri paesi europei e della prospettiva di una migliore stabilità politica, dopo le elezioni regionali in Emilia Romagna, che hanno visto una conferma al governo del centro-sinistra e hanno alimentato un calo dello spread *btp/bund* 10 anni (si veda il **Grafico 1**).

La ricerca di extra-rendimento rappresenta anche un elemento a favore delle obbligazioni societarie, ma il potenziale di restringimento degli spread è limitato e la selettività diventa perciò sempre più cruciale: nelle ultime settimane, l'attività sul primario è stata particolarmente intensa e gli emittenti che hanno incontrato delle

criticità non sono mancati. Per quanto riguarda infine i mercati valutari, permane la cautela sul dollaro, pur senza aspettative di un trend sostenuto di indebolimento; la volatilità molto compressa rende preferibile impostare strategie in opzioni. Sulla sterlina e sullo yen il posizionamento si mantiene neutrale. Per quanto riguarda la valuta britannica, quello che è stato definito come il "divorzio del secolo", si è dimostrato sostanzialmente un "non-evento" (**Grafico 2**): l'apprezzamento rispetto ad euro e dollaro si giustifica con la decisione della Bank of England di non tagliare i tassi di interesse.

## Mercati azionari

### Europa: la ripresa economica se pur lenta è in atto

Prima dell'avvento del coronavirus i segnali di ripresa del ciclo economico si sono dimostrati sempre più consistenti e convincenti (l'indice Citigroup di sorpresa economica globale ha raggiunto i massimi da aprile 2018, con il contributo determinante dei dati europei e cinesi) e anche l'avvio della stagione di pubblicazione dei risultati aziendali è stato promettente.

A proposito, in occasione del forum del World Economic Forum che si è svolto a Davos dal 21 al 24 gennaio, il Fondo monetario internazionale ha rivisto un po' al ribasso le stime di crescita a livello globale, rispetto alle previsioni di ottobre. Tuttavia, ha confermato le aspettative di ripresa, grazie alla stabilizzazione del settore manifatturiero e allo stimolo monetario globale, e ha depotenziato i fattori di rischio più estremi che pesavano ancora sul suo Outlook di ottobre, ovvero un'uscita senza accordo del Regno Unito dalla Ue e un'escalation

### Grafico 2

Andamento sterlina contro euro e dollaro



Fonte: elaborazione ANIMA su dati Bloomberg.

della guerra commerciale Stati Uniti Cina. **Riteniamo che il contesto resti ancora favorevole per le attività rischiose e il giudizio sui mercati azionari si conferma positivo.** Stanno però emergendo alcuni segnali tecnici di eccesso, il livello di consenso fra le view degli analisti è significativo e nelle prossime settimane crescerà il focus su due temi potenzialmente rilevanti: le primarie dei democratici e l'indebolimento del supporto offerto dalla Fed mediante gli acquisti di T-Bills.

**Pertanto, a maggior ragione di fronte alle tensioni a causa dell'emergenza Coronavirus, all'interno dei portafogli si rendono necessari un approccio di gestione sempre più tattico e flessibile e l'introduzione di forme di copertura. A livello settoriale, la view è costruttiva sul settore dell'information technology in quanto le società stanno registrando un trend positivo degli utili, accompagnato da una crescita strutturale; posizionamento neutrale su finanziario, healthcare, comunicazione, utilities e consumi discrezionali.**

## **Italia: la liquidità sostiene Piazza Affari**

**Il mercato ha mostrato finora una straordinaria capacità di assimilare le notizie negative con correzioni piuttosto trascurabili e questo è da ricondurre all'abbondante liquidità presente sui mercati internazionali che conduce ad una incessante ricerca di rendimento; quest'ultima fatica a trovare soddisfazione sui mercati obbligazionari e determina un sostegno piuttosto generalizzato delle valutazioni azionarie. Anche la reazione al Coronavirus è stata finora contenuta, forse anche per la convinzione che questa emergenza indurrà le banche centrali a mantenere un approccio molto accomodante per mitigarne l'impatto economico. Di certo va tenuto presente che le esportazioni hanno un ruolo importante per il sistema economico italiano e che la Cina è un mercato di sbocco cruciale, specie per alcune tipologie di beni: i due settori del made in Italy che con ogni probabilità soffriranno di più saranno turismo e lusso. La view al pari che sulle altre Borse europee si mantiene costruttiva.**

## **USA: fondamentali ancora a supporto**

L'economia americana rallenta la sua marcia, ma la crescita rimane attorno al 2 per cento. Nel quarto trimestre dell'anno scorso il Pil Usa è avanzato al passo del 2,1%, rispettando le attese e chiudendo il 2019 con una crescita del 2,3%, la più bassa dal 2016. Il mercato azionario americano si è dimostrato il meno sensibile alla crisi sanitaria e ha rapidamente ripreso la sua corsa. Per il 2020 la maggior parte degli analisti si aspetta un

rendimento in linea con la crescita degli utili, pari a circa il 5%, in linea con i ritorni dell'indice S&P500 nel lungo periodo. **La view resta al momento positiva.**

## **Borse emergenti: destino legato all'emergenza Coronavirus**

I timori sulla tenuta dell'economia globale alimentati dalla diffusione del Coronavirus hanno particolarmente penalizzato queste Borse e in primis i listini cinesi. Basti pensare che da inizio anno l'indice azionario Msci Emerging Markets è in calo di oltre il 4% contro l'andamento di fatto quasi invariato del Msci World.

**Per sostenere l'economia la Banca centrale cinese è intervenuta con una importante manovra espansiva (dopo i primi 170 miliardi di dollari, ne ha immessi altri 71 miliardi); inoltre, così come era successo nel 2015-2016, quando si temeva l'esplosione di una bolla finanziaria sul mercato cinese, anche il governo avrebbe messo in atto la sua strategia per fermare la frenata delle Borse, attraverso gli acquisti di titoli da parte di un gruppo di società statali. Si conferma un approccio tattico sui mercati emergenti sia in relativo che in assoluto.**

## **Giappone: valutazioni ancora sotto la media**

Il mercato azionario giapponese presenta valutazioni sotto la media storica, tuttavia, per continuare il trend rialzista occorrono: una sostenuta ripresa economica globale; una ripresa dei settori industriali e soprattutto automotive (fondamentali per il Giappone); Yen stabile o comunque più debole verso dollaro. Alcuni aspetti giocano comunque ancora a favore e rappresentano un importante supporto per questo mercato: i miglioramenti della governance; il flusso di cassa delle società; l'aumento dei buybacks e gli acquisti da parte della Banca centrale giapponese (BoJ). **Il giudizio resta ancora costruttivo.**

*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.*