

2

0

2

0

Outlook 2020 di ANIMA

Per il team gestionale di ANIMA, a partire dal I trimestre del nuovo anno, si dovrebbe assistere ad una riaccelerazione della crescita e, nonostante i rally già corsi dalla maggior parte dei listini, le premesse per il 2020 sembrano ancora a favore delle asset class più rischiose.

Nei prossimi mesi il driver più importante dei mercati finanziari diventerà l'evoluzione del quadro macro: ci attendiamo un miglioramento ciclico, alimentato da condizioni finanziarie eccezionalmente espansive, ridimensionamento dei rischi geopolitici che hanno accompagnato tutto il 2019 e un utilizzo più attivo della leva fiscale.

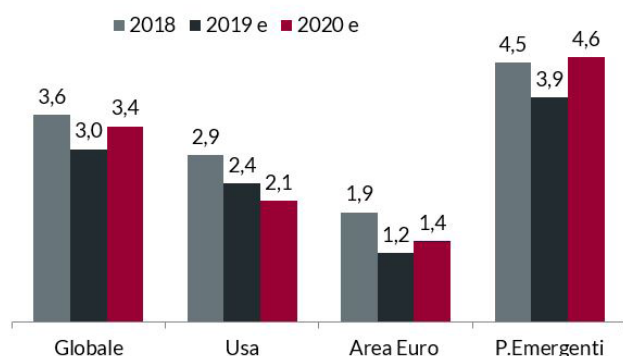
Questo contesto dovrebbe permettere all'economia globale di archiviare la terza fase di rallentamento ciclico degli ultimi dieci anni: le indicazioni offerte dal flusso di dati non sono univoche, ma i segnali di stabilizzazione del ciclo industriale si stanno moltiplicando e gli indicatori anticipatori suggeriscono una ripresa

della crescita già a partire dal I trimestre del 2020 (si veda per le stime di crescita il **Grafico 1**). In particolare, a guidare la ripresa saranno Europa e Paesi Emergenti (i mercati che più hanno sofferto nel corso di quest'anno), mentre gli Stati Uniti potrebbero essere penalizzati dall'incertezza politica, in vista delle prossime elezioni presidenziali di novembre e dalle sfide di un ciclo sempre più maturo.

Banche Centrali, missione finita. A proposito di politiche monetarie, va sottolineato che il **2019 ha visto il più significativo allentamento monetario dai tempi della grande crisi finanziaria del 2008** (si vedano i **Grafici 2 e 3**), dopo il fallimento di Lehman Brothers:

Grafico 1

Crescita economica: le stime del FMI



Fonte: FMI. Dati in %, stime a ottobre 2019.

il 65% delle Banche Centrali su scala globale ha annunciato misure espansive. Recentemente sia la Federal Reserve americana che la Banca Centrale Europea hanno adottato un orientamento più attendista, ma sono comunque ben lontane dal rimuovere gli stimoli in un contesto di assenza di pressioni sui prezzi e revisione della cornice istituzionale di politica monetaria (inflation targeting negli USA). Del resto, occorre tempo per valutare l'impatto degli stimoli, ma la sensazione diffusa è che i margini di manovra in Area Euro siano molto limitati, per ragioni politiche ed economiche.

Dalle politiche monetarie a quelle fiscali. In attesa di raccogliere i frutti delle iniezioni di liquidità, si auspica che avvenga il passaggio di testimone invocato in modo chiaro dall'ex Presidente della BCE, Mario Draghi. Questo passaggio potrà avvenire non solo nell'Eurozona, ma anche in altri Paesi. Del resto, la fase ciclica e le sfide strutturali che molti Paesi Sviluppati stanno affrontando depongono a favore di un ruolo più attivo della politica fiscale, in primis per sostenere la crescita. Misure espansive avrebbero un costo contenuto, vista la compressione dei rendimenti governativi, potenzierebbero i benefici degli stimoli monetari e contribuirebbero, come già avvenuto storicamente, a ridurre le disuguaglianze sociali. Molti paesi, nel corso del 2020, dovrebbero adottare un orientamento più espansivo, ma probabilmente l'approccio resterà graduale fino alla prossima recessione.

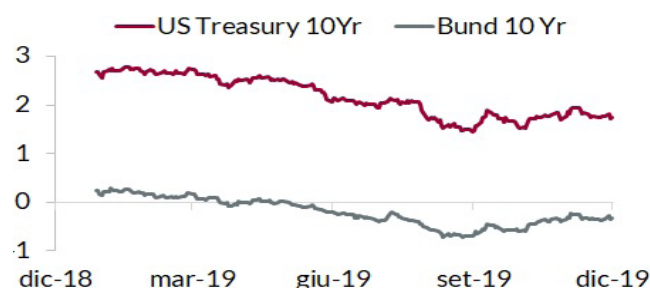
Trade war Stati Uniti-Cina: un compromesso senza grandi ambizioni. Le tensioni commerciali tengono ormai sotto scacco gli investitori da circa un anno e

mezzo. Ma a questo punto, entrambi i presidenti, Trump e Xi Jinping, hanno bisogno di raggiungere un accordo: li accomuna il fatto che un ulteriore indebolimento della crescita economica, a causa del perdurare della guerra delle tariffe, andrebbe a minare il loro consenso, senza contare che ci sono scottanti dossier interni su cui occorre concentrarsi (il potenziale *impeachment* di Trump e le proteste della società civile a Hong Kong). Un allentamento delle tensioni è dunque molto probabile, almeno fino alle elezioni americane. Si tratterà, però, di una tregua, non di una pace duratura, dal momento che, quello fra Stati Uniti e Cina, ha assunto i toni, a tutti gli effetti, di uno scontro strategico per la supremazia economica e tecnologica.

Un nuovo Presidente per gli Stati Uniti. Le elezioni americane del 3 novembre 2020 rappresentano l'apuntamento politico più importante del prossimo anno e potrebbero avere un impatto cruciale sul contesto economico-finanziario, sia per il protagonismo che ha contraddistinto l'era di Trump, che per le caratteristiche del manifesto elettorale di alcuni candidati democratici. L'andamento dei sondaggi sta già lasciando il segno sulle valutazioni dei temi e settori più esposti, ma l'implementazione delle proposte più radicali potrebbe incontrare molte resistenze, specie in caso di Congresso diviso.

Grafico 2

Tassi a lungo termine



Fonte: elaborazione ANIMA su dati Bloomberg. Dati in %.

Mercati obbligazionari e valute Titoli di Stato senza grande direzionalità.

Il miglioramento delle prospettive di crescita e il permanere di un sentiment positivo fra gli investitori potrebbero essere associati ad un indebolimento dei titoli governativi, specie in Area Euro. I movimenti saranno però contenuti: le politiche monetarie resteranno accomodanti e i rischi per la crescita orientati al ribasso. In questo contesto, riteniamo probabile una fase di consolidamento dei tassi d'interesse e, pertanto, **manteniamo una view non costruttiva sui governativi core**. Siamo comunque orientati ad aumentare la duration durante eventuali fasi di debolezza.

I BTP sono stati penalizzati, negli ultimi mesi, da una pluralità di fattori (con uno spread compreso da circa 130 a oltre 160 punti base): un'ondata di prese di profitto e una crescente dialettica a livello governativo, a maggior ragione in seguito alle accese discussioni in atto a livello europeo e domestico sulla revisione del Fondo Salva-Stati (il Mes, Meccanismo europeo di stabilità) e sul trattamento dei titoli governativi nel calcolo dei requisiti di capitale delle banche. Tuttavia, le misure approvate dalla BCE offrono un supporto considerevole e i titoli di Stato italiani sono ancora interessanti per l'extra-rendimento offerto rispetto agli altri paesi europei; **la nostra view resta perciò positiva, a meno di un drastico aumento della probabilità di elezioni anticipate**.

L'approccio all'investimento in obbligazioni societarie resta contraddistinto dalla selettività: le fasi mature del ciclo economico sono caratterizzate da un incremento della dispersione e il trend è già in corso. La preferenza per il rischio credito rispetto al rischio tasso (attenta selezione di titoli con rating più basso e/o minore seniority e scadenza ravvicinata) resta una caratteristica distintiva della strategia gestionale.

Per quanto riguarda infine i mercati valutari, la view è negativa sul dollaro e neutrale sullo yen. La valuta statunitense, infatti, potrebbe essere penalizzata dall'andamento dei differenziali di crescita fra paesi e dai rischi che emanano dalla politica interna americana, ma il potenziale di deprezzamento rispetto all'euro potrebbe essere limitato in assenza di evidenze più convincenti di riaccelerazione della crescita nel Vecchio Continente e in Cina.

Visione neutrale sulla sterlina, dal momento che nel medio periodo i costi economici dell'uscita dalla UE superano i vantaggi in termini di maggiore flessibilità.

Mercati azionari Azioni ancora l'asset class preferita.

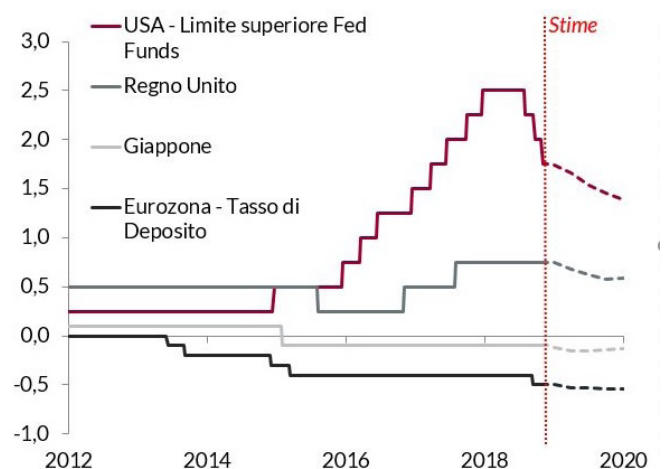
Il mercato azionario globale continua a macinare nuovi massimi storici e a settembre i rendimenti governativi hanno raggiunto i livelli più bassi di sempre, con oltre 17 mila miliardi di dollari di obbligazioni a tasso negativo. La compressione dei premi al rischio costringe a ridimensionare le aspettative di rendimento per il 2020, ma lo scenario è coerente con un apprezzamento delle classi di attivo più rischiose.

Scenario macro in miglioramento, politiche economiche espansive e rischi geopolitici in calo rappresentano una cornice favorevole per i mercati azionari. Le valutazioni assolute sono in linea con le medie storiche, quelle relative attraenti, e le stime degli analisti sulla dinamica dei profitti dovrebbero stabilizzarsi grazie alla ripresa ciclica. **La rotazione fra regioni, settori e stili potrebbe offrire grosse opportunità.** Inoltre, le preoccupazioni sui fondamentali aziendali sono in calo: la stagione degli utili del terzo trimestre si è chiusa con profitti delle società americane in crescita del 5% escludendo il settore energetico: un risultato considerevole se si considera l'accelerazione registrata un anno fa grazie alla riforma fiscale. Sul fronte dell'allocazione geografica, privilegiamo il Giappone, miglior mercato degli ultimi tre mesi, l'Europa e il Regno Unito.

Va infine tenuto presente che nel corso del 2019 la rete di protezione offerta dalla Banche Centrali ha depresso la volatilità. In prospettiva, l'incer-

Grafico 3

Tassi ufficiali

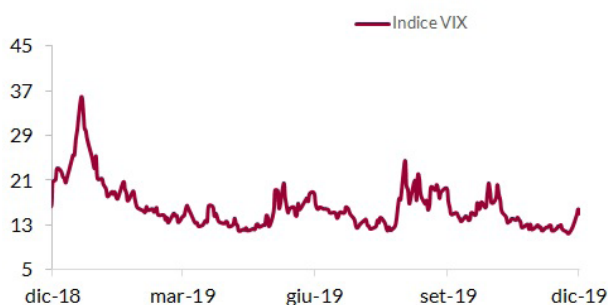


Fonte: elaborazione ANIMA su dati Bloomberg. Dati in %.

tezza sullo scenario macro e la rilevanza di alcuni sviluppi e appuntamenti politici – primi fra tutti il potenziale *impeachment* di Trump e l'esito delle elezioni in USA - **potrebbero generare fasi di turbolenza** (si veda il **Grafico 4** sotto), **che a loro volta potrebbero creare opportunità da sfruttare per creare valore**, in uno scenario contraddistinto da minore direzionalità per la gran parte delle asset class.

Grafico 4

Volatilità mercato azionario (Indice S&P 500)



Fonte: elaborazione ANIMA su dati Bloomberg. Dati in %.

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.