



2019: mercati “in pausa” in attesa che la nebbia si diradi

Le forti tensioni di fine 2018 hanno lasciato il passo ad un clima più sereno e costruttivo. Tuttavia, perché il recupero diventi duraturo, sarà essenziale una stabilizzazione delle aspettative degli investitori sui fattori di incertezza che ancora limitano la visibilità, primo fra tutti l'andamento della crescita economica.

La calma dopo la tempesta di volatilità di fine anno?

Presto per dirlo, in quanto sul tavolo per i prossimi mesi restano ancora diversi nodi da sciogliere. Nel frattempo, però, **i mercati sembrano essersi presi una pausa di riflessione** e all'orizzonte si intravede qualche ulteriore schiarita. Il rally che si auspicava, come di consueto, a fine 2018, è invece arrivato a inizio 2019, sia per un tema di posizionamento – in quanto la forte correzione della seconda metà di dicembre ha determinato un alleggerimento sugli asset rischiosi e un livello di pessimismo tale da rendere possibile il successivo rimbalzo – sia per **la combinazione di alcuni fattori positivi**.

Primo fra tutti l'adozione di **una retorica più conciliante,**

rispetto al meeting del 19 dicembre, da parte della Federal Reserve. La banca centrale americana aveva già comunicato di essere diventata più flessibile circa i prossimi rialzi dei tassi di interesse e di conseguenza gli investitori si erano tranquillizzati rispetto al rischio che un eccessivo restringimento delle condizioni finanziarie potesse innescare una recessione negli Stati Uniti. La posizione è stata ulteriormente ribadita in occasione della riunione di apertura d'anno del 30 gennaio, quando la Federal Reserve ha lasciato i tassi invariati – tra 2,25% e 2,50% (si veda a proposito il **Grafico 1**) - e ha affermato che di fronte a segnali “contraddittori” nell'evoluzione dello scenario macro, la parola d'ordine che d'ora in poi guiderà le deci-

sioni sui tassi sarà proprio “pazienza”. Questo perché l'economia americana sta crescendo ad un tasso solido nel 2019, ma comunque in misura minore rispetto al 2018 e soprattutto stanno frenando anche l'economia europea e quella della Cina. Con ogni probabilità, dunque, ci sarà una pausa nel programma dei rialzi dei tassi. Anche la BCE, tra l'altro, in occasione della prima riunione del 24 gennaio, ha comunicato che, almeno fino all'estate, non cambierà rotta, confermando l'orientamento espansivo della politica monetaria.

Fra gli altri fattori di supporto al sentiment degli investitori, **gli sviluppi che stanno emergendo dalle trattative fra Stati Uniti e Cina in tema di dazi**, che continueranno a rappresentare uno snodo fondamentale per l'andamento dei mercati azionari. A proposito, va detto che i primi incontri tra i principali esponenti delle due forze politiche sembrano aver prodotto importanti passi avanti dal punto di vista dei negoziati commerciali; mentre sembra ancora lontana la possibilità di raggiungere un accordo sul tema della proprietà intellettuale. Inoltre, a sostenere gli investitori è anche **il crescente interventismo delle autorità cinesi in ambito economico** per porre rimedio al rallentamento in atto. Infine, il sell-off di dicembre e le significative liquidazioni di attività rischiose hanno lasciato sul campo valutazioni depresse, che ai minimi del mercato incorporavano un premio al rischio recessione importante. Ecco allora che una normalizzazione del sentiment, a fronte anche di queste valutazioni, è stato un'ulteriore elemento che ha consentito ai mercati di entrare in questa fase un po' più costruttiva e di stabilizzazione.

Tuttavia, all'orizzonte, restano numerose questioni aperte anche in Europa. In Italia, archiviato il lungo e tormentato iter di approvazione della legge di bilancio resta da valutare la capacità del governo di rispettare i vincoli concordati con la UE in un contesto di deterioramento dei principali indicatori economici. Nel Regno Unito la bocciatura parlamentare dell'accordo raggiunto con l'Unione europea, unita alla riconferma della Premier May, lascia aperti tutti gli scenari inizialmente possibili. La situazione rimane particolarmente fluida, ma l'esito più probabile è che si assista ad un'estensione del periodo negoziale precedente l'uscita dalla Ue, durante il quale si potrebbe arrivare anche ad elezioni anticipate o ad un nuovo referendum. L'assenza di maggioranza in parlamento rende difficile qualunque previsione e non si può escludere anche uno scenario di uscita senza accordo, se pur oggi meno probabile di qualche tempo fa. In Francia, infine, le proteste dei «gilet-gialli» nate per il rincaro delle tasse sul gasolio e poi estesi più in generale alle ma-

novre economiche del governo francese, hanno spinto il Presidente Macron a rivedere il budget previsionale per il 2019: stando alle prime stime, le nuove misure introdotte porterebbero il rapporto deficit/PIL oltre il limite previsto del 3%.

In questo contesto, trasversalmente alle diverse asset class, **il team gestionale di ANIMA mantiene un approccio ancora estremamente tattico**. Attualmente l'eccesso di pessimismo sui mercati è rientrato, ma determinante sarà l'evoluzione dei fondamentali. Pertanto, in prospettiva, affinché il recupero dei mercati sia duraturo sarà cruciale una stabilizzazione delle aspettative degli investitori sull'andamento della crescita.

Mercati obbligazionari e valute

Ancora neutrali sui Btp.

Il mercato obbligazionario continua a prezzare uno scenario decisamente pessimistico: il Bund decennale ha raggiunto quota 0,15%, il 5 anni rimane ampiamente in terreno negativo a -0,30% (per lo spread Btp/Bund si veda il **Grafico 2**). Questi livelli riflettono i timori che i rischi globali possano tradursi in un significativo ed ulteriore rallentamento dell'economia. Pertanto, per quanto riguarda i **titoli governativi core**, **il giudizio resta tatticamente neutrale ma strategicamente negativo**; in caso di miglioramento del flusso di dati e attenuazione dei rischi politici, l'esposizione al rischio tasso verrà diminuita. **Sui titoli di Stato italiani la view è neutrale**. Da un mese e mezzo a questa parte il Btp si sta comportando in modo più costruttivo, ma gli elementi di incertezza – sia sul fronte della crescita che della situazione politica domestica - che avevano riportato volatilità sono ancora presenti e anzi in alcuni casi si stanno accentuando.

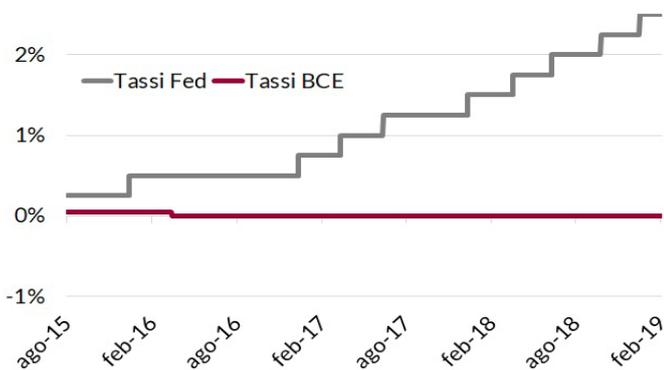
Non è stato cambiato il giudizio sulle obbligazioni societarie che è ancora negativo. L'eccesso di pessimismo è rientrato, ma ci si attende un consistente flusso di nuove emissioni che potrebbe alimentare nuove fasi di debolezza; le opportunità che si presenteranno verranno sfruttate in modo graduale e selettivo.

Rinnovato anche il giudizio positivo sulle obbligazioni emergenti, alla luce dell'atteggiamento attendista della Fed e della conseguente perdita di slancio del dollaro, e ancora di un clima di maggior fiducia sulla crescita cinese e del consistente ritorno di flussi di investimento.

Per quanto riguarda il fronte delle valute, manteniamo un giudizio negativo sul dollaro e positivo sulla sterlina.

Grafico 1

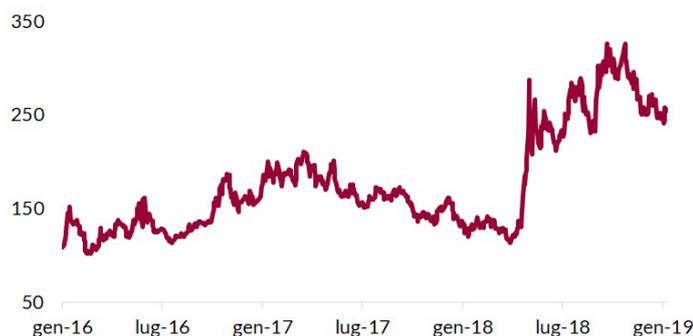
Tassi Fed e tassi BCE



Fonte: elaborazione ANIMA su dati Bloomberg.

Grafico 2

Spread Btp/Bund 10 anni (punti base)



Fonte: elaborazione ANIMA su dati Bloomberg.

Sono diminuite, infatti, le probabilità di una “hard Brexit” ed ora un prolungamento delle negoziazioni sembra convenire a tutte le parti coinvolte: alla premier britannica Theresa May (che vorrebbe una “soft Brexit”), alla maggioranza del parlamento (che pur essendo contrario al piano della May è favorevole ad una “soft Brexit”) e alla stessa Unione Europea (che in un momento di rallentamento economico vorrebbe evitare gli effetti collaterali legati ad una uscita della Gran Bretagna senza accordo).

Sullo yen, infine, manteniamo un giudizio neutrale.

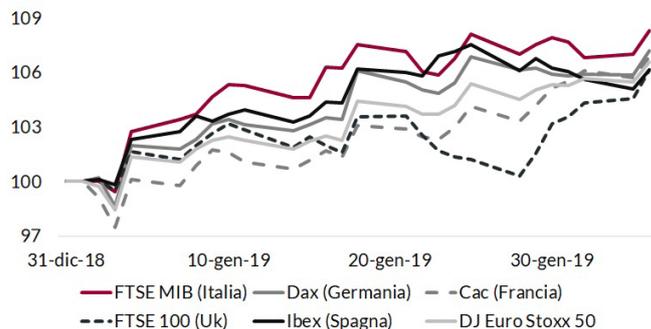
Mercati azionari

Europa: politica ancora sotto i riflettori.

Da inizio anno il mercato azionario europeo ha registrato un trend rialzista, contraddistinto da volatilità in ribasso. Tra i principali motivi che hanno guidato il rialzo vi è sicuramente anche in questo caso il cambio di atteggiamento da parte della Federal Reserve americana sia per quanto riguarda la “pausa” nell’iter di rialzo dei tassi di interesse sia per l’apertura sul tema della gestione del bilancio. Tuttavia, considerata l’entità del rallentamento in atto - che si traduce in una crescita degli utili particolarmente bassa - e la persistente incertezza politica - a causa della questione Brexit; la situazione politica in Italia ancora poco chiara; le elezioni europee a maggio; la recente debolezza del Presidente Macron e ancora il possibile ritiro anticipato della cancelliera Merkel in Germania, riteniamo che il recente apprezzamento possa

Grafico 3

Ftse Mib e principali indici europei



Fonte: elaborazione ANIMA su dati Bloomberg. Serie ribasate.

esaurirsi nel breve periodo. Di qui il **giudizio neutrale per i prossimi mesi sulle Borse europee.**

Per quanto riguarda il posizionamento settoriale, la view è positiva all’interno dei settori ciclici, su quello dei materiali di base, che crediamo offra interessanti possibilità di acquisto, soprattutto dopo la forte correzione di fine 2018. Giudizio neutrale sui titoli energetici e del settore healthcare, anche se per entrambi il peso all’interno dei portafogli è stato ridotto. Ancora, visione neutrale per il settore dell’information technology - in quanto le società stanno registrando un trend positivo degli utili, accompa-

gnato da una crescita strutturale – oltre che assicurativo e delle telecomunicazioni.

Italia: il rallentamento induce alla neutralità.

Il 2019 si è aperto in modo più costruttivo per la Borsa italiana. Le aste dei titoli di Stato di questo inizio anno, nonostante la conferma da parte della BCE di porre fine al Quantitative Easing, sono state ben accolte, supportando anche il mercato azionario, che ha reagito segnando performance positive e migliori rispetto a quelle delle altre Piazze europee (**Grafico 3**). Tuttavia, lo scorso 31 gennaio, l'Istat ha certificato che il nostro Paese è entrato ufficialmente in recessione tecnica, comunicando la stima preliminare del Pil dell'ultimo trimestre (IV) del 2018: -0,2% dopo la conferma della variazione negativa (-0,1%) del III trimestre. Un risultato negativo peggiore delle attese che ha fatto scendere ulteriormente il tasso di crescita tendenziale a quota 0,1% dallo 0,6% del trimestre precedente. Alla luce di questo contesto economico domestico in rallentamento, nel futuro prossimo, saranno determinanti due aspetti: valutare la capacità della manovra finanziaria di contribuire alla crescita e il rispetto dei vincoli raggiunti nel negoziato con la Ue.

Allo stato attuale la valutazione del mercato azionario italiano appare a sensibile "sconto" rispetto a quello europeo e tale sconto si presenta superiore alla media storica; va detto che se valutazioni interessanti non sono sufficienti per alimentare un rialzo del mercato – in quanto occorre sempre un catalyst – è altrettanto vero che si dovrebbero almeno ridurre gli spazi di ulteriori ribassi. La correzione di fine anno aveva riportato i multipli su valori più interessanti, che ci avevano indotto tatticamente a ridurre e neutralizzare il sottopeso mantenuto da mesi, dato che si riteneva più limitata la potenziale discesa (downside). **Al momento si mantiene un posizionamento neutrale, ma la prudenza emerge nella selezione dei titoli**, che si rifà ad un approccio prevalentemente "value", più appropriato per affrontare il contesto ancora contraddistinto da incertezze.

Usa: la Fed supporta la ripresa del mercato.

Il giudizio sul mercato azionario americano resta neutrale. Dopo che l'indice S&P 500 a dicembre aveva registrato la maggior perdita mensile da febbraio 2009 e il peggior mese di dicembre dal 1931, si è verificata una rapida ripresa supportata da due elementi. In primo luogo, le attese di una Fed in "pausa" sui rialzi dei tassi per i prossimi mesi. In secondo luogo, le negoziazioni USA-Cina con il possibile raggiungimento di un accordo tra le parti sui temi della bilancia commerciale e dell'apertura del mercato cinese. È interesse, infatti, di entrambe le superpotenze arrivare

ad un compromesso: il presidente Trump intende contrastare il rallentamento economico e la volatilità sui mercati per favorire la propria rielezione; le autorità cinesi, invece, vogliono gestire una frenata dell'economia superiore a quanto inizialmente desiderato. Invece, su altre questioni, come la proprietà intellettuale e le minacce alla sicurezza nazionale USA, legate all'attività di società informatiche cinesi (ad esempio il caso Huawei), sarà più difficile l'inizio di una collaborazione tra le parti.

Borse emergenti: contesto sempre più costruttivo.

Tre aspetti in particolare riteniamo che siano di supporto a queste Borse: il cambio di retorica da parte della Federal Reserve; le aspettative di riavvicinamento fra Stati Uniti e Cina sui temi commerciali; la forte volontà da parte delle autorità cinesi di fronteggiare la decelerazione economica (dopo le misure troppo restrittive del 2018). In particolare, l'orientamento meno aggressivo della Fed favorisce le valute emergenti e riduce in generale la volatilità sul comparto, consentendo alle banche centrali locali di allentare le politiche monetarie (dopo aver adottato l'anno scorso un approccio restrittivo per difendere le valute). **Il giudizio su queste Borse si mantiene positivo.**

Borse Asiatiche: view positiva sul Giappone.

Il Giappone insieme ai mercati emergenti si conferma in cima alla classifica delle preferenze geografiche per il team gestionale di ANIMA. Si trovano, infatti, valutazioni interessanti in larga parte del mercato, con i multipli che scontano una recessione di elevato livello di probabilità e le stime di crescita degli utili che sono state riviste al ribasso in modo significativo.

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.