



Le Banche Centrali tornano protagoniste

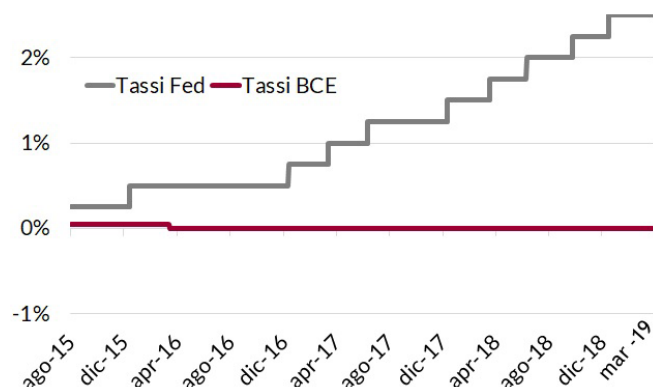
Gli sviluppi dal contesto politico e soprattutto i toni più concilianti da parte di BCE e Fed spiegano la nostra preferenza per le classi di investimento più rischiose. Si conferma da parte del team gestionale di Anima un approccio tattico e selettivo indirizzato alla ricerca di quei segmenti di mercato in grado di offrire ancora valore.

Cambio di rotta temporaneo o vero e proprio dietro-front? In occasione delle ultime riunioni, l'atteggiamento (destinato a protrarsi nel tempo) da parte di Banca Centrale Europea e Federal Reserve si è dimostrato più accomodante del previsto e insieme all'attenuazione delle preoccupazioni sul fronte politico e geopolitico, ha contribuito a supportare un po' tutte le classi di investimento. Prima, ad essere protagonista, in occasione del meeting del 7 marzo, è stata la Banca Centrale Europea, che ha adottato due importanti provvedimenti: l'estensione della Forward Guidance, con l'impegno a mantenere i tassi inalterati per almeno tutto il 2019, e l'introduzione di una nuova serie di operazioni mirate di rifinanziamento a lungo termine (Tltro III). Poi, il 20

marzo, anche la Fed ha sorpreso i mercati, in quanto il Consiglio, riconoscendo che crescita e inflazione sono in rallentamento, ha riferito che si aspetta di lasciare invariati i tassi nel 2019 e al contempo ha fissato il termine del processo di riduzione del bilancio a settembre di quest'anno (per i tassi di Fed e BCE si veda il **Grafico 1**). Per quanto riguarda, invece, il fronte delle tensioni commerciali, **i mercati continuano a credere in un accordo, nel futuro prossimo, tra Cina e Stati Uniti**, ma ancora manca una data per l'incontro decisivo fra il presidente americano Trump e il Presidente della repubblica cinese Xi Jinping: nel frattempo le negoziazioni proseguono serrate, soprattutto sulle delicate tematiche relative alla protezione della proprietà intellettuale.

Grafico 1

Tassi Fed e tassi BCE



Fonte: elaborazione ANIMA su dati Bloomberg.

Nel Regno Unito, il rinvio della **Brexit** oltre la scadenza del 29 marzo, se pur in un contesto in continua evoluzione, contribuisce a ridurre il rischio di un'uscita "non regolamentata" dalla UE, ovvero senza accordo.

In merito, poi, al **quadro macro**, l'incertezza è ancora considerevole, ma in prospettiva la situazione potrebbe migliorare: negli Stati Uniti, dopo un primo trimestre particolarmente debole (anche per via della consueta stagionalità negativa), è atteso un rimbalzo dell'attività economica e in Cina si osservano i primi effetti positivi delle politiche espansive promosse dalle autorità.

In sintesi, gli sviluppi relativi al contesto politico e soprattutto l'atteggiamento più accomodante delle Banche Centrali spiegano la nostra **preferenza per le classi di investimento più rischiose**. Considerando, però, il recupero dei mercati a cui si è già assistito e in attesa di conferme dal fronte commerciale e di segnali più convincenti dai fondamentali macro e micro, **si conferma un approccio tattico e selettivo, volto alla ricerca di quei segmenti di mercato in grado di offrire ancora valore**.

Mercati obbligazionari e valute

View strategicamente negativa sul dollaro.

Per quanto riguarda le **obbligazioni governative core** il giudizio si mantiene **neutrale e solo tatticamente negativo**; le valutazioni non sono interessanti (soprattutto in Area Euro), ma Banche Centrali e pessimismo degli investitori sulla crescita limitano il potenziale di rialzo dei rendimenti. **Confermata anche la neutralità sui titoli di Stato italiani**, in attesa degli sviluppi relativi a crescita e contesto politico.

La view sulle obbligazioni societarie resta negativa: il mercato corporate sta registrando un andamento positivo e le nuove emissioni sono ben accolte dagli investitori, tuttavia manteniamo un atteggiamento prudente, in virtù di valutazioni meno attraenti rispetto ad inizio anno e del rischio di illiquidità in caso di un ritorno della volatilità. **Il giudizio sulle obbligazioni emergenti resta neutrale**, considerato il marcato apprezzamento degli ultimi mesi, ma il contesto continua ad essere di supporto per l'asset class.

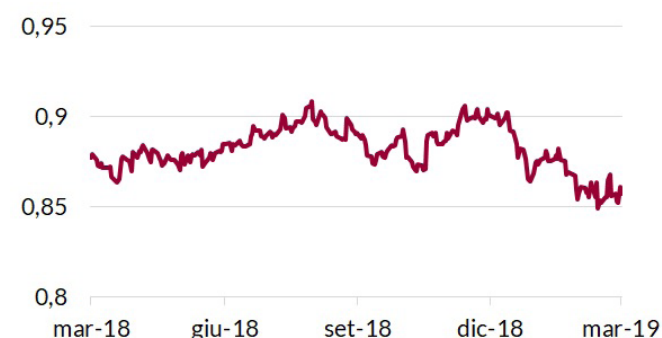
Infine, **il giudizio su sterlina e yen rimane neutrale**, mentre la view sul dollaro è negativa per via di fattori fondamentali e tecnici, quali la cautela della Fed, la normalizzazione della crescita americana e il posizionamento sbilanciato degli investitori. A proposito dell'andamento della sterlina, in particolare, va detto che è molto legato al continuo flusso di notizie politiche sul fronte Brexit.

Pertanto, all'interno dei portafogli obbligazionari, allo stato attuale, la nostra scelta è di mantenere un posizionamento neutrale e sfruttare invece i movimenti eccessivi (si veda il **Grafico 2** per il cambio Euro/Sterlina). Ovvero, a dicembre, quando prevalevano le attese per un'uscita non regolata da un accordo abbiamo espresso una posizione costruttiva di breve periodo.

Ora, però, il mercato valuta come positivo qualsiasi soluzione diversa dal cosiddetto "no deal" (uscita non regolata) e di conseguenza approfitteremo di ogni eventuale rafforzamento, per costruire gradualmente in futuro una posizione strategica negativa, considerando l'impatto di lungo periodo di questa turbolenza ed incertezza politica.

Grafico 2

Andamento Cambio Euro/Sterlina



Fonte: elaborazione ANIMA su dati Bloomberg.

Mercati azionari

Europa: Borse in consolidamento.

Durante l'ultimo mese, il mercato azionario europeo è stato caratterizzato da una volatilità ancora in ribasso, e ha consolidato i rialzi realizzati da inizio anno (si veda il **Grafico 3**). Ad alimentare la positività i due fattori già ricordati: da un lato i toni sempre più accomodanti da parte delle Banche Centrali che sembrano scongiurare, almeno nel breve, l'eventualità di un rialzo dei tassi; dall'altro lato le dichiarazioni più concilianti tra USA e Cina sul fronte della disputa commerciale. Ma il rallentamento dei dati macroeconomici, unito a revisioni degli utili societari in diminuzione e uno scenario geopolitico ancora incerto – a causa della questione Brexit e delle elezioni europee in primis –, ci portano a **mantenere un approccio prudente**. Nei prossimi mesi una ripresa economica sincronizzata a livello globale potrebbe agire da catalyst positivo anche per le Borse dell'Eurozona. Per quanto riguarda il **posizionamento settoriale** la view è positiva sul settore dei prodotti alimentari e bevande: questo è storicamente correlato in maniera negativa al rialzo dei tassi d'interesse e pertanto alla luce del recente orientamento delle banche centrali riteniamo che le valutazioni potranno essere supportate nei mesi a venire.

Giudizio neutrale ancora sui titoli energetici, oltre che su quelli del settore farmaceutico (healthcare), anche se su quest'ultimo 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, accompagnato da una crescita strutturale – oltre che assicurativo e delle telecomunicazioni.

Infine, abbiamo adottato un approccio più cauto sul settore dei finanziari in attesa di un contesto macroeconomico più favorevole che mostri i segni di una espansione globale sincronizzata. Nonostante l'introduzione di un nuovo rifinanziamento a lungo termine del comparto bancario (TLTRO), la BCE ha spostato il prossimo rialzo dei tassi d'interesse oltre il 2019, mettendo ulteriormente sotto pressione la profittabilità delle banche. Visione negativa anche sul settore dei consumi non discrezionali, a causa della crescente competizione nel settore e delle pressioni inflattive dal lato dei costi.

Italia: costruttivi ma con cautela.

Valutazioni basse e messaggi rassicuranti da parte di Fed e BCE stanno contribuendo all'andamento costruttivo della Borsa italiana, nonostante il contesto di rallentamento in cui versa l'economia domestica.

I rialzi del mercato, insieme ad un contesto macro in deterioramento, ci fanno però confermare un **giudizio neutrale** e alleggerire alcune posizioni, in particolare nel settore finanziario. Crediamo che gli investitori saranno sempre più attenti all'impatto sui conti pubblici di una crescita più bassa delle aspettative, con il rischio che quando si apriranno le discussioni sulle prossime politiche economiche del governo si possa ricadere nella situazione di conflitto con le istituzioni europee di qualche mese fa.

Inoltre, la selezione dei titoli si orienta verso un approccio prevalentemente "value" che appare più appropriato a fronteggiare l'attuale fase di mercato.

USA: c'è ancora spazio di crescita.

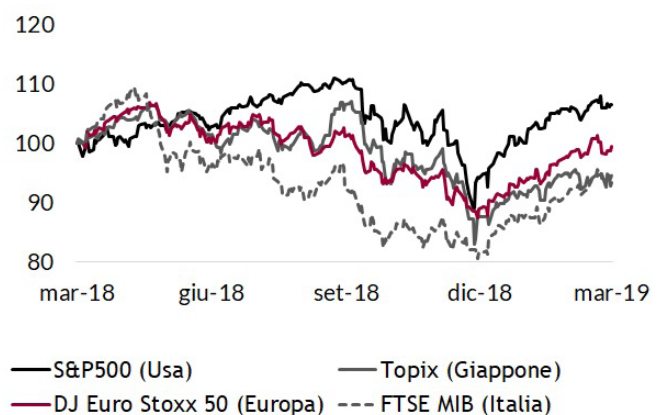
Il Pil americano, in termini reali, è cresciuto nell'ordine soltanto del 2,3% annuo nel corso degli ultimi 10 anni, il tasso più basso nella storia degli ultimi 70 anni. Questo, pertanto, crea ancora le condizioni per una politica monetaria accomodante con tassi di interesse relativamente bassi, continuando così a rendere attraente l'investimento in azioni americane.

Le stime di crescita degli utili delle società statunitensi si sono drasticamente ridotte a partire da settembre dello scorso anno e al momento il consensus degli analisti si attende una crescita degli utili per azione pari al 5% con stime di crescita del Pil in termini reali pari al 2,5%. Perciò, **un premio per il rischio ancora piuttosto alto con aspettative conservative restano a supporto del listino azionario americano**.

Nel corso dell'ultimo mese il settore tecnologico è tor-

Grafico 3

Principali indici azionari a confronto



Fonte: elaborazione ANIMA su dati Bloomberg. Serie ribasate a 100.

nato in auge rispetto ai mesi passati, come pure quello delle utilities. Tra i peggiori rimangono i farmaceutici ed i consumi non ciclici. Per tanti settori, soprattutto ciclici, siamo a livelli relativamente bassi rispetto al potenziale di lungo periodo. **Il giudizio sul mercato azionario americano viene ancora una volta confermato neutrale.**

Borse emergenti: il giudizio diventa neutrale.

È proseguito il miglioramento del sentiment sui mercati emergenti, tuttavia, le performance positive non hanno riflesso il progresso sul fronte dei fondamentali. Le valutazioni non sono più a sconto, se pur con delle significative differenze tra i vari Paesi: in particolare, il mercato cinese è ancora interessante, mentre altri Paesi presentano un rapporto prezzo/utili significativamente superiore alle medie storiche. Riteniamo probabile un ritracciamento dell'indice degli emergenti (MSCI Emerging Markets) e abbiamo pertanto preso profitto sul comparto; manteniamo, invece, un sovrappeso sulla Cina. **Il giudizio su questi mercati passa da positivo a neutrale.**

Borse Asiatiche: il Giappone si conferma l'area più interessante.

Il Giappone continua ad essere ritenuta l'area geografica più interessante per il team gestionale di Anima per i seguenti fattori: prosegue il miglioramento della governance delle società quotate; è in discussione una riforma del Topix, che ha come obiettivo di escludere società con capitalizzazioni e/o flottanti troppo piccoli e che potrebbe innescare una fase di aggregazione; il listino giapponese, infine, rappresenta un universo investibile ricco di società attente ai criteri ESG.

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.