



Banche Centrali: cambio di rotta

A causa dei timori legati alla crescita e all'inflazione, le principali Banche Centrali hanno nuovamente sorpreso gli investitori con toni molto più accomodanti del previsto; ma l'incertezza sugli sviluppi geopolitici e sull'entità del rallentamento economico inducono ad un orientamento ancora prudente ed ad un approccio sui portafogli che trasversalmente alle asset class si mantiene tattico e selettivo.

Meglio prevenire che curare. **Nell'ultimo mese a ritornare protagoniste sono state le Banche Centrali con un orientamento preventivo e soprattutto proattivo.** Le principali autorità monetarie, infatti, hanno risposto **all'intensificarsi dei rischi per la crescita e l'inflazione**, derivanti dall'escalation del rischio geopolitico, con un vero e proprio **cambio di rotta**, - che alcuni economisti hanno ritenuto essere stato concertato - **verso politiche monetarie ancora una volta espansive.**

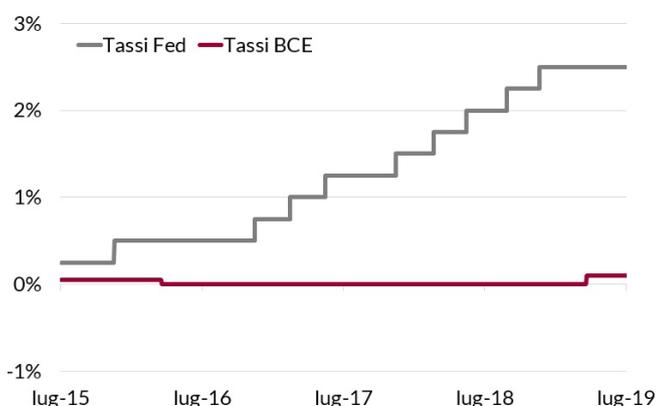
Il primo cambio di passo è stato quello messo in atto dalla **Banca Centrale Europea**. Il Governatore Mario Draghi (durante il discorso inaugurale al forum di Sintra) ha sottolineato che, in assenza di un

miglioramento del contesto di riferimento, nuove misure di stimolo saranno necessarie per riportare nel medio periodo l'inflazione al target del 2% (obiettivo ancora ambizioso in quanto attualmente si attesta appena all'1,2%) e nelle prossime settimane il Consiglio Direttivo valuterà come adeguare gli strumenti a disposizione alla gravità dei rischi. Tra le opzioni, però, non rientra soltanto una ulteriore riduzione della *forward guidance*, strumento utilizzato negli ultimi mesi, ma anche ulteriori tagli dei tassi, nonché un potenziale riavvio del riacquisto dei titoli, ma con limiti meno stringenti rispetto al passato.

Poi è stata la volta della **Federal Reserve**. In occasione del Fomc dello scorso 20 giugno, il presidente Powell ha

Grafico 1

Tassi Fed e BCE



Fonte: elaborazione ANIMA su dati Bloomberg.

aperto le porte ad un ribasso dei tassi sottolineando che l'incertezza intorno allo scenario di riferimento è aumentata ed alla luce di pressioni sull'inflazione, che restano estremamente contenute, la Fed è pronta ad agire per sostenere l'espansione economica. Le previsioni sull'evoluzione dei tassi ufficiali nei prossimi anni sono state riviste al ribasso (si veda il **Grafico 1** relativo all'andamento dei tassi Fed e BCE) e per quanto la mediana sul 2019 non sia compatibile con un ribasso dei tassi, Powell ha precisato che membri che si sono espressi come favorevoli ai tassi fermi, sono inclini ad una riduzione. In particolare, la Fed ha dichiarato che l'attività economica non sta più crescendo ad un ritmo definito "solido", ma soltanto "moderato" (il tasso di crescita dei consumi si è rafforzato, ma gli investimenti sono deboli) e soprattutto ha ribadito come l'inflazione sia appunto sotto il target e le aspettative di inflazione si siano deteriorate nel corso degli ultimi mesi.

Al coro si è poi unito anche il presidente della **Banca Centrale Giapponese (BoJ)**, Haruhiko Kuroda, che ha affermato di essere pronto ad adottare nuove misure accomodanti, qualora la crescita dovesse perdere slancio. **L'impatto sui mercati è stato importante. Ne hanno beneficiato, in primis, gli attivi rischiosi che hanno recuperato le perdite di maggio, ma anche le obbligazioni governative.** In particolare, dopo le parole di Draghi, i tassi governativi di 16 Paesi europei hanno registrato sulla scadenza a dieci anni, nuovi minimi storici. Il rendimento a scadenza delle obbligazioni in Euro *corporate investment grade* ha sfiorato i minimi toccati nell'estate del 2016 e **lo stock di obbligazioni a rendimento negativo su scala globale ha raggiunto un nuovo record sto-**

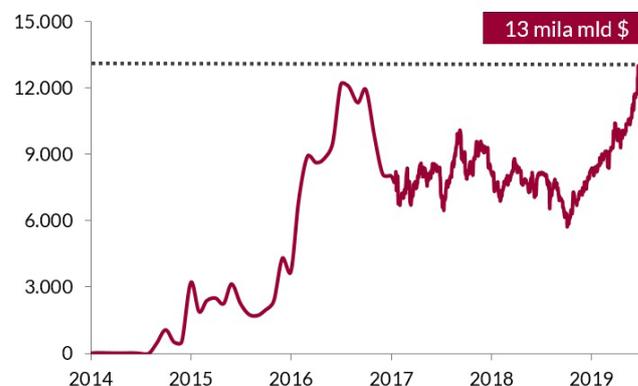
rico a 13mila miliardi di Dollari (si veda il **Grafico 2**). Si tratta di valutazioni estreme che riflettono aspettative molto ottimiste degli investitori sulle scelte delle Banche Centrali, basti pensare che il mercato dei **futures** sconta oltre tre tagli da parte della Fed entro la fine del 2019, ma sconta anche, con una probabilità superiore all'80%, un taglio, a settembre, da parte della BCE.

Sul fronte del quadro macroeconomico, il flusso di dati continua ad offrire conferme della **marcata frenata del settore manifatturiero globale** ed a dare un contributo negativo è in primis **il permanere di un contesto geopolitico ancora assai incerto**. In linea generale consumi e servizi restano solidi, pur mostrando una tonicità minore rispetto al passato, ma i rischi aumentano man mano che si protrae la contrazione nel settore industriale.

Tuttavia **recentemente alcuni eventi hanno concorso a rasserenare il mood degli investitori**. Nel corso del G20 di Osaka (28-29 giugno scorso) **le trattative tra Stati Uniti e Cina hanno raggiunto un fragile punto di equilibrio** con il reciproco impegno a continuare le trattative commerciali e a bloccare temporaneamente un ulteriore aumento dei dazi. Un accordo definitivo potrebbe arrivare in autunno - tra ottobre e novembre - magari sganciando la tecnologia dagli altri temi commerciali. Inoltre, nei giorni scorsi, la Commissione Europea, dopo una lunga negoziazione, ha deciso di **non avviare la procedura di infrazione per eccesso di debito nei confronti dell'Italia**; al contempo è arrivata **la nomina** (che dovrà

Grafico 2

Controvalore delle obbligazioni a tasso negativo su scala globale



Fonte: elaborazione ANIMA su dati Bloomberg. Dati in miliardi di dollari.

ora essere ratificata dal Consiglio Europeo) di **Christine Lagarde**, attualmente alla guida del Fondo Monetario Internazionale, a successore del Governatore Mario Draghi, a partire dal 31 ottobre, quando questi terminerà il suo mandato. Una scelta che è stata percepita dai mercati in continuità con la rotta espansiva di Draghi, dal momento che Lagarde sembra essere sulla stessa lunghezza d'onda.

A giudicare dalla rilevanza delle decisioni assunte, le autorità monetarie sembrano temere un serio deterioramento dello scenario macro; i mercati azionari, al contrario, sembrano concentrati sui potenziali effetti positivi dell'immissione di ulteriore liquidità nel sistema economico. Ecco allora che, in un contesto di elevata incertezza e scarsa visibilità, in cui i mercati mostrano una spiccata sensibilità a sviluppi politici difficilmente prevedibili e il flusso di dati macroeconomici offre segnali contrastanti, **manteniamo un orientamento prudente e l'approccio rimane tattico e selettivo.**

Mercati obbligazionari e valute Ancora cautela sui titoli di Stato italiani.

Il cambio di retorica delle Banche centrali ha determinato un calo significativo dei rendimenti su tutte le scadenze. **Nei giorni scorsi, più di 13 trilioni di obbligazioni nel mondo presentavano rendimenti negativi** e molti titoli sul tratto medio della curva degli emittenti governativi del core-Europe (Germania, Olanda, Francia, Finlandia, Austria) quotano a rendimenti addirittura al di sotto del tasso di deposito della Banca Centrale Europea, pari a -0,40%. Questi strumenti oltre ad offrire rendimenti inferiori a quello della liquidità parcheggiata presso la BCE, espongono anche i portafogli all'eventuale volatilità derivante dalle oscillazioni dei tassi di interesse. Anche i titoli di Stato italiani hanno beneficiato di questo contesto, in quanto il crollo dei tassi alimenta la ricerca di rendimento e offre supporto: **lo spread Btp/Bund è ritornato intorno ai 200 punti base** (come mostra il **Grafico 3**). Tuttavia, da una parte, i dati economici italiani continuano a dare conferma del rallentamento del settore manifatturiero, e dall'altra, eventuali tensioni politiche potrebbero pesare in questo secondo semestre dell'anno, soprattutto in fase di approvazione della futura legge di bilancio per il 2020, riportando incertezza e volatilità. Pertanto, **l'approccio sui titoli di Stato italiani resta prudente.**

Il giudizio sulle obbligazioni governative core è negativo, in quanto le valutazioni non sono appetibili. **Anche sulle obbligazioni societarie la view resta pru-**

dente: la cosiddetta "caccia al rendimento", infatti, ha distorto il rapporto rischio/rendimento anche su alcuni titoli *corporate* per cui la selettività è diventata ancora più determinante. Nell'ambito dei crediti preferiamo titoli con scadenza ravvicinata, anche a costo di scendere lungo la scala dei rating, per sfruttare la buona visibilità offerta da politiche monetarie che dovrebbero restare espansive almeno fino a metà 2020. **La view sulle obbligazioni emergenti si conferma neutrale.**

Alla luce delle considerazioni fatte, **da qualche mese la liquidità trova ampio spazio nei portafogli dei fondi obbligazionari e in particolare dei fondi bilanciati**, come strumento privilegiato per affrontare le fasi in cui si vuole proteggere i portafogli dalla volatilità dei mercati, dal momento che i tradizionali porti sicuri presentano un "costo di ormeggio" molto elevato e non riparano da tutti i rischi.

Politiche monetarie accomodanti a livello globale mantengono compressa la volatilità sul mercato dei cambi e aumentano l'appetibilità delle strategie di carry. Ci sono opportunità su quelle valute, in particolare nei paesi emergenti, che associano solidi fondamentali a livelli elevati di tassi reali. **Invariati i giudizi sulle principali valute:** neutrale su Yen e Sterlina, negativo sul Dollaro (pur senza aspettativa di grande direzionalità).

Mercati azionari

Europa: focus sulla selezione in attesa delle trimestrali.

La risalita dei mercati azionari nel corso di questi primi sei mesi del 2019 ha riportato i listini sui livelli del-

Grafico 3

Spread Btp/Bund 10 anni (punti base)



Fonte: elaborazione ANIMA su dati Bloomberg.

lo scorso autunno, prima della profonda correzione del quarto trimestre 2018. Il giro di boa operato dalle principali Banche Centrali in tema di politiche monetarie ha sostenuto i prezzi di tutte le attività finanziarie.

Tuttavia, riteniamo che i listini azionari ormai abbiano incorporato gran parte delle buone notizie mentre sono ancora ben presenti all'orizzonte diversi fattori di incertezza: dalla disputa commerciale tra Usa e Cina alla Brexit e alla prossima Legge finanziaria in Italia.

Pertanto, il giudizio sui mercati azionari europei si conferma neutrale. La gestione dell'esposizione direzionale al mercato è tattica e il focus sullo stock picking massimo, in vista dell'avvio della stagione di pubblicazione delle trimestrali. A questo proposito, nell'ultimo mese, il numero di società che ha ricevuto revisioni negative sugli utili è stato maggiore rispetto al numero di quelle con revisioni positive, con il rapporto tra le due al di sotto delle medie storiche. A pesare sulle raccomandazioni degli analisti vi è il rallentamento dei dati macroeconomici e l'incertezza derivante dalle tensioni geopolitiche. **Le revisioni al ribasso delle stime degli utili hanno colpito negativamente quasi tutti i settori** e, in particolare, continua ad essere molto sotto pressione il settore automobilistico, esposto a problemi strutturali oltre che macroeconomici (guerra commerciale, ecc).

Da un punto di vista settoriale pensiamo che il comparto dei prodotti alimentari e delle bevande (*Food & Beverage*) possa particolarmente beneficiare delle politiche accomodanti intraprese dalle Banche Centrali. Il settore, infatti, è storicamente correlato in maniera negativa al rialzo dei tassi d'interesse: l'atteggiamento prudente mostrato dalla BCE e il conseguente rinvio del rialzo dei tassi d'interesse potranno offrire supporto alle valutazioni nei mesi a venire. Visione neutrale sul comparto assicurativo, in quanto riteniamo che le recenti dichiarazioni del Presidente della Federal Reserve circa la gestione della politica monetaria futura, possano limitare il deterioramento dei differenziali sul mercato del credito. Inoltre, il comparto offre valutazioni interessanti, dividendi generosi e bilanci solidi, motivo per cui nelle ultime settimane è stato leggermente aumentato il peso del settore assicurativo all'interno dei portafogli gestiti. View neutrale anche sui settori energetico, farmaceutico, information technology e delle telecomunicazioni. Giudizio negativo, invece, sul settore dei consumi discrezionali, in particolare su quello automobilistico per le ragioni già ricordate, e su quello finanziario, in attesa di un contesto macroeconomico più favorevole. Nonostante l'introduzione di un nuovo round di operazioni di rifinanziamento a lungo termine per il comparto

bancario (TLTRO) da parte della BCE, il calo dei tassi potrebbe mettere ulteriormente sotto pressione la profitabilità delle banche.

Italia: l'incertezza politica persiste.

Il contesto di riferimento, come anticipato, non è di semplice lettura: l'inversione di rotta delle Banche Centrali degli ultimi sei mesi ha creato disorientamento e gli sviluppi sul fronte delle guerre commerciali l'hanno accentuato. Nonostante il dietrofront della Commissione Ue sulla procedura di infrazione per eccesso di debito, **viene comunque confermato sul mercato azionario domestico lo stesso posizionamento prudente**, alla luce dell'incertezza nello scenario politico interno ed economico.

USA: raggiunti nuovi massimi.

La Borsa americana ha toccato nuovi massimi ad inizio luglio. Tuttavia, in attesa di assistere ai prossimi sviluppi sul fronte delle scelte tariffarie, ma anche agli imminenti passi della Fed (la prossima riunione è fissata al 31 luglio), **il giudizio sul mercato azionario americano ancora una volta viene rinnovato neutrale.**

Borse emergenti: preferite Russia, India e Brasile.

Anche queste Borse stanno vivendo una fase difficile da interpretare, con un rallentamento ciclico incerto per entità, stimoli monetari ma dalla dubbia efficacia ed una spiccata sensibilità a sviluppi geopolitici difficilmente prevedibili. In questo contesto **l'approccio resta prudente e focalizzato su paesi non eccessivamente impattati dalle tematiche commerciali (Russia, India e Brasile).**

Borse Asiatiche: in Giappone valutazioni ancora interessanti.

Il Giappone resta l'area dalle migliori prospettive per il team gestionale di Anima.

Le valutazioni depresse e il fatto che molte società giapponesi stiano procedendo con le riforme legate alla corporate governance e alle tematiche ESG, infatti, rappresentano importanti fattori di supporto.

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.